

México recupera la perspectiva “estable” en la calificación de deuda soberana de *Moody’s*

12 de abril 2018

www.banorte.com
@analisis_fundam

Gabriel Casillas
Director General Adjunto
Análisis Económico y Bursátil
gabriel.casillas@banorte.com

Delia Paredes
Director Ejecutivo Análisis Económico
delia.paredes@banorte.com

Alejandro Cervantes
Economista Senior, México
alejandro.cervantes@banorte.com

Francisco Flores
Analista Economía Nacional
francisco.flores.serrano@banorte.com

Estrategia de Renta fija y tipo de cambio

Alejandro Padilla
Director de Estrategia
Renta Fija y Tipo de Cambio
alejandro.padilla@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA
Subdirector, Mercado Cambiario
juan.alderete.macal@banorte.com

Santiago Leal
Estratega
Renta Fija y Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

- *Moody’s* modificó ayer la perspectiva de la calificación de deuda soberana de México de “negativa” a “estable”
- En su comunicado, *Moody’s* decidió modificar la perspectiva de la calificación crediticia de México a “estable” por tres razones:
 - (1) Resiliencia en el crecimiento, a pesar de las complejas renegociaciones del TLCAN;
 - (2) Las reformas estructurales; y
 - (3) Baja probabilidad de que la siguiente administración dañe las finanzas públicas.
- En nuestra opinión, esta es una sorpresa positiva para los mercados financieros internacionales y locales, debido a que es muy difícil “sacudirse” de lo que en muchas ocasiones es “una sentencia” de degradación crediticia...
- ...máxime que la calificación de *Moody’s* se encuentra en un nivel superior a las calificaciones crediticias de las otras dos calificadoras globales (A3)
- Cabe señalar que en su comunicado, *Moody’s* advirtió que un factor clave que podría causar una degradación en la calificación crediticia hacia delante sería una reversión de las reformas estructurales
- Aseveración de *Moody’s* consistente con el desempeño positivo de activos mexicanos en el año descontando un escenario benigno en términos del TLCAN y reconociendo un marco macroeconómico estable a pesar de diversos vientos en contra

Revisión positiva de la perspectiva... La agencia calificadora global *Moody’s Investors Services* modificó ayer la perspectiva de la calificación de deuda soberana de México de “negativa” a “estable”. Cabe señalar que en marzo de 2016 *Moody’s* decidió degradar la perspectiva de la calificación de deuda de nuestro país debido a principalmente al fuerte deterioro de las finanzas de Pemex –en ese momento–, en donde *Moody’s* expresó preocupación de que eso podría deteriorar las finanzas públicas del gobierno federal, toda vez que suponían una garantía implícita del gobierno a Pemex. Asimismo, a pesar de que las finanzas de Pemex mejoraron considerablemente, en abril de 2017 *Moody’s* reafirmó la calificación soberana de México en ‘A3’, pero no revisó la perspectiva, que dejó en ‘negativa’. Esto se debió a la preocupación de *Moody’s* por los posibles choques que podría generar el proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN).

Documento destinado al público en general

No obstante lo anterior, en esta ocasión *Moody's* decidió regresar a la perspectiva 'estable' debido a tres razones: (1) Resiliencia en el crecimiento a pesar de las complejas renegociaciones del TLCAN; (2) las reformas estructurales; y (3) baja probabilidad de que la siguiente administración dañe las finanzas públicas.

...refleja solidez de nuestra economía y nuestras instituciones. En nuestra opinión, el primer punto es altamente relevante porque deja claro que hoy por hoy la economía mexicana es mucho más que el TLCAN. El segundo pilar advierte que cualquier intento por revertir las reformas estructurales o para su instrumentación va a implicar una degradación crediticia. Por último, el tercer pilar permite conocer la perspectiva de la agencia calificadora -y que consideramos que comparten muchos participantes de los mercados financieros internacionales-, en donde no aprecian un deterioro económico o fiscal en caso de gane la elección algún candidato que desee instrumentar políticas que no son amigables con los mercados, dando soporte a la fuerte apreciación que ha observado el peso frente al dólar en las últimas semanas. Asimismo, confirma la confianza que tienen los inversionistas en la solidez de nuestras leyes y de nuestras instituciones, en donde, por ejemplo, revertir la reforma energética implicaría tener dos tercios de ambas cámaras y la mitad de los congresos locales, lo cual se ve difícil obtener por cualquiera de los partidos/coaliciones/candidatos, limitando significativamente el poder del primer mandatario. Consideramos que quien llegue a la silla presidencial el 1 de diciembre de este año estará restringido por las instituciones y por los mercados financieros.

***Moody's* reconoce el buen manejo fiscal del gobierno mexicano.** En nuestra opinión, al tener la calificación crediticia un nivel por arriba de las calificaciones de las grandes agencias calificadoras (ver cuadro abajo) y ahora con una perspectiva 'estable', *Moody's* reconoce el buen manejo fiscal de esta administración, sobre todo en el sentido recaudatorio. Consideramos que la reforma fiscal, apoyada por la energética y la laboral -que ha incentivado la formalización-, hicieron posible disminuir significativamente la dependencia fiscal de ingresos petroleros (de cerca de 40% en 2012, a menos de 20% actualmente). Asimismo, el año pasado el gobierno logró no solo parar la tendencia creciente de la deuda gubernamental -que en buena parte se debió a la depreciación del peso y al reconocimiento de pasivos de pensiones-, sino que la logró disminuir. Si bien hay espacio para mejorar en el tema de incentivos a la inversión, así como en la transparencia y manejo del gasto público, sin duda el esfuerzo recaudatorio y de recorte de gasto público ha sido loable.

Calificación crediticia de México

	Calificación	Grado de inversión/ especulativo	Perspectiva	Último cambio en calificación y/o perspectiva
Fitch	BBB+	Inversión	Estable	3-ago-17
Standard & Poor's	BBB+	Inversión	Estable	18-dic-17
Moody's	A3	Inversión	Estable	11-abr-18

Fuente: Bloomberg

Degradación crediticia si México revierte las reformas estructurales. Cabe señalar que en su comunicado, Moody's advirtió que un factor clave que podría causar una degradación de la calificación crediticia hacia delante sería una reversión de las reformas estructurales. Sin embargo, también señaló que confía en la solidez de las instituciones mexicanas y que el siguiente presidente de México no revertirá las reformas estructurales, ni dañará las finanzas públicas, a pesar de que haya un cambio potencial en el tipo de política económica que se instrumente.

De nuestro equipo de estrategia de renta fija y tipo de cambio

Aseveración de Moody's consistente con el desempeño positivo de activos mexicanos en el año. La decisión de Moody's de mover la perspectiva de la calificación soberana de México de "negativa" a "estable" es congruente con los anuncios previamente realizados por S&P y Fitch Ratings, en donde las agencias han reconocido la flexibilidad de la economía mexicana a diversos vientos en contra en los últimos años (especialmente en 2018), la implementación de política económicas prudentes, y un escenario benigno en términos del proceso de negociaciones del TLCAN. Los participantes del mercado han reconocido esta situación en 2018, con prima de riesgo país disminuyendo de manera significativa. El *Credit Default Swap* de 5 años operando actualmente en 100pb se compara favorablemente con los 106pb a finales de 2017 o al promedio de 121pb del año pasado. La curva en pesos (Bonos M) ha registrado una apreciación de 26pb en promedio en lo que va de 2018, mostrando un desempeño mucho más defensivo que los bonos en EE.UU. o respecto a sus contrapartes en mercados emergentes. Esto ha resultado en una contracción en los diferenciales de tasa entre México y EE.UU. de 69pb en promedio en 2018. La tenencia de inversionistas extranjeros en Bonos M también refleja la visión positiva en términos de los fundamentales de la economía y la valuación actual del mercado, pasando de \$1,781,186 millones a finales del año pasado a \$1,802,246 millones al 2 de abril de 2018, la última cifra publicada por Banxico. A nuestro parecer, los mercados locales descuentan en gran medida un escenario benigno en términos del TLCAN, sin embargo un resultado positivo podría suscitar una apreciación adicional, aunque de manera más limitada.

En términos de estrategia, mantenemos la recomendación de posiciones largas en Bonos M de mediano plazo, específicamente la zona de 7 a 10 años, ante una valuación favorable en términos de las tasas *forward*, la prima de riesgo y las tasas reales embebidas en estos instrumentos, los cuales se comparan de manera favorable a otros bonos soberanos de economías emergentes con similar perfil crediticio.

El peso se ha apreciado 0.6% desde el anuncio ayer por la tarde a 18.13 por dólar, muy cerca de su máximo intradía en lo que va de 2018 de 18.05 alcanzado la semana pasada. Creemos que es probable que el peso rompa el psicológico de 18.00 en el corto plazo y con próximo soporte en 17.80-17.90, en particular si se llega a un acuerdo sobre el TLCAN este mes o a inicios de mayo, como sugieren las últimas noticias y los comentarios más optimistas de los negociadores. De acuerdo con nuestros estimados y similar a las tasas, la prima de riesgo en moneda local ha mantenido una tendencia a la baja este año, con el diferencial de tasas de cinco años ajustado por el riesgo de crédito (con base en el CDS) cerrando ayer en 358pb, mínimos desde la elección en EE.UU. y tras alcanzar un máximo de 471pb al cierre de 2017. Esto también es consistente con la señal más favorable de acuerdo a los futuros del CME a pesar de la elevada incertidumbre, pasando de un neto corto en pesos por US\$1,477 millones al cierre de 2016 a un neto largo por US\$ 2,718 millones al 3 de abril pasado. Considerando lo anterior, nuestro estimado de valor justo de corto plazo (alrededor de 18.70) y la próxima elección presidencial (1° de julio) creemos que el potencial de apreciación del peso desde su nivel actual y debido a este anuncio es relativamente limitado. En nuestra opinión la prima de riesgo actual y previo a la elección es baja, sobre todo considerando la dinámica del cambiario en elecciones anteriores y a este momento de la carrera, con inversionistas a la espera del primer debate el 22 de abril. Permanecemos cautelosos en la divisa y sin posiciones en el USD/MXN por ahora, reconociendo por un lado en potencial de noticias positivas sobre el TLCAN pero por el otro riesgos sesgados hacia mayor presión en caso de sorpresas negativas desde el frente político.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Hugo Armando Gómez Solís, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano y Gerardo Daniel Valle Trujillo certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.
Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Analista Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454