



FMI/Banco Mundial 2017:

## Mayor crecimiento con menor estímulo monetario y más riesgos geopolíticos

16 de octubre de 2017

[www.banorte.com](http://www.banorte.com)  
[www.ixe.com.mx](http://www.ixe.com.mx)  
[@analisis\\_fundam](mailto:@analisis_fundam)

**Gabriel Casillas**

Director General Adjunto de Análisis Económico y Bursátil  
[gabriel.casillas@banorte.com](mailto:gabriel.casillas@banorte.com)

**Delia Paredes**

Director Ejecutivo Análisis Económico  
[delia.paredes@banorte.com](mailto:delia.paredes@banorte.com)

**Alejandro Padilla**

Director de Estrategia  
Renta Fija y Tipo de Cambio  
[alejandropadilla@banorte.com](mailto:alejandropadilla@banorte.com)

- Las reuniones anuales del FMI y el Banco Mundial tuvieron lugar este fin de semana pasado
- En nuestra opinión, los temas más importantes discutidos aquí fueron:
  - (1) El mundo está experimentando las mayores tasas de crecimiento desde la crisis económica mundial; sin embargo,
  - (2) Los bancos centrales en países desarrollados están a punto de comenzar o ya han comenzado a retirar el estímulo monetario masivo aplicado a raíz de la crisis;
  - (3) Los riesgos geopolíticos permanecen y continúan evolucionando; y
  - (4) Parece que hay una desconexión entre un entorno con riesgos y la valoración del mercado
- Entre los riesgos geopolíticos discutidos estuvo la posibilidad de que el TLCAN llegue a su fin, discusión que desafortunadamente fue recurrente
- En general, predomina la visión optimista sobre el crecimiento económico y los mercados financieros globales, aunque se destacaron también los riesgos que podrían derivarse del proceso de restricción monetaria y los riesgos geopolíticos
- Visión de Mercados: Inversionistas con un sentimiento *bullish* pero observando de cerca al Fed y riesgos geopolíticos



# FMI/Banco Mundial 2017

## Arrancan oficialmente las negociaciones

**Importancia de la reunión anual.** Una delegación de Banorte asistió a la reunión anual del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), que se llevó a cabo este fin de semana en Washington, D.C. En nuestra opinión, asistir a esta reunión significa estar en contacto con los temas más importantes que se están discutiendo a nivel global.

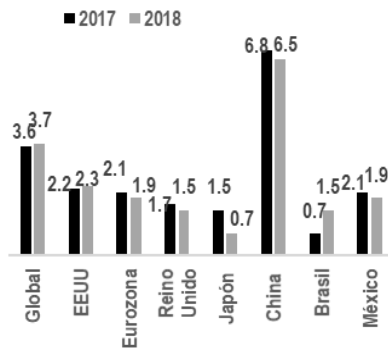
---

*Por primera vez en muchos años, la perspectiva sugiere un crecimiento sólido y sincronizado de la economía global para 2017-2018. De hecho, el FMI mejoró su pronóstico con un crecimiento económico global de 3.5% en 2017 y de 3.6% en 2018, a 3.6% y 3.7%, respectivamente. Sin embargo, este escenario no está libre de riesgos, la normalización de la política monetaria, preocupación sobre la sustentabilidad de la globalización y los riesgos geopolíticos son elementos importantes para el escenario.*

---

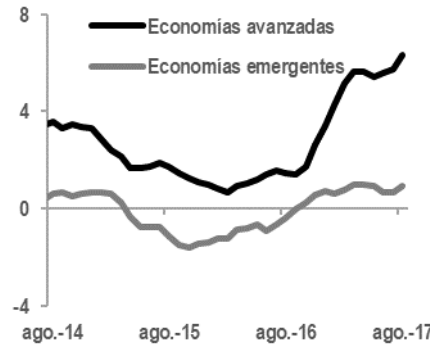
**Crecimiento global sincronizado.** El consenso es que el crecimiento global se dirige a otro año de expansión en 2018. La expansión se espera sincronizada con el IMF proyectando un crecimiento de 3.6% en 2017 y de 3.7% el próximo año, 0.1% por encima del estimado anterior. Este crecimiento se explica por revisiones al alza de los estimados en la Eurozona, Japón y Rusia, entre otras economías, lo que contrarresta las revisiones a la baja para EE.UU. y Reino Unido. Adicionalmente, es importante mencionar que es una recuperación integral en varios sectores de la economía. Los indicadores sugieren que la actividad manufacturera se está expandiendo, mientras el consumo sigue positivo, con la confianza del consumidor en niveles históricamente altos (ver gráficas abajo). Sin embargo, aunque los riesgos en el corto plazo están relativamente balanceados, en el mediano-plazo los analistas se cuestionan los siguientes factores: (1) La normalización de la política monetaria y su impacto en los mercados en un contexto en donde la inflación en países avanzados se mantiene por debajo del objetivo; (2) cuestionamientos sobre la sustentabilidad global, i.e. el proteccionismo; y (3) otros riesgos geopolíticos, como es el caso de tensiones con Corea del Norte.

Proyecciones de crecimiento del FMI  
% anual



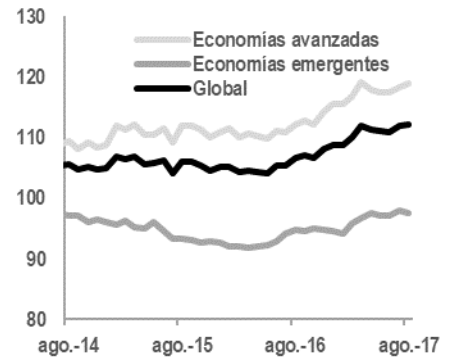
Fuente: FMI WEO 2017

PMI manufacturero  
Índice



Fuente: FMI WEO 2017

Confianza del consumidor  
Índice base 100= 2010



Fuente: FMI WEO 2017

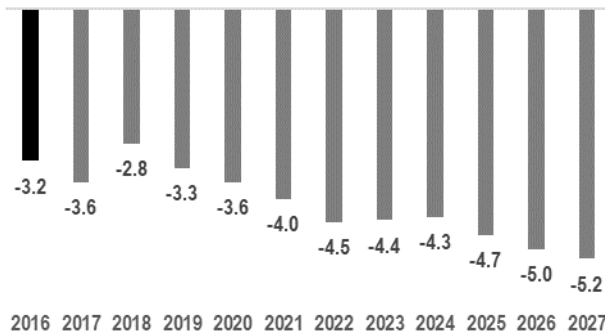
**La reforma fiscal en EE.UU. será clave para el crecimiento en 2018.** Una de las premisas que está sosteniendo la perspectiva económica positiva es que en Estados Unidos se aprobará un plan fiscal que, entre otros, reducirá impuestos e impulsará el ingreso disponible para compañías y familias. El Secretario del Tesoro, Steven Mnuchin, comentó que esperan que el plan sea votado por el senado en las próximas semanas y el objetivo es tenerlo listo para firma por el Presidente en diciembre. Mnuchin está positivo con respecto a las posibilidades de su plan fiscal, aunque el resto de los analistas creen que el proceso en el Congreso va a ser complicado y que, al final del día, solo una versión diluida de la propuesta original será aprobada.

Es importante recordar que el plan fiscal que propone el Presidente Trump incluye, entre otros: (1) Consolidar y reducir las tasas de impuestos individuales a 10%, 25% y 35%; (2) doblar la deducción estándar; (3) recortar la tasa de impuestos corporativos al 20% ; (4) cancelar la alternativas de impuesto mínimo ("ATM" por sus siglas en inglés) y el impuesto a las herencias; (5) cancelar la sobretasa de impuestos sobre inversiones del 3.8% del *Obamacare*; (6) moverse a un sistema territorial de impuestos; y (7) imponer un impuesto sobre las inversiones en el extranjero.

Trump mantiene que su plan generará un crecimiento más rápido que contrarrestará la mayor parte de los costos del mismo (~5.5mmd en pérdidas de ingreso durante la década), lo que se conoce como *dynamic scoring*. Sin embargo, estudios económicos han encontrado que el déficit en el financiamiento de un recorte de impuestos solo cubre una fracción de sus costos e incrementa la deuda.

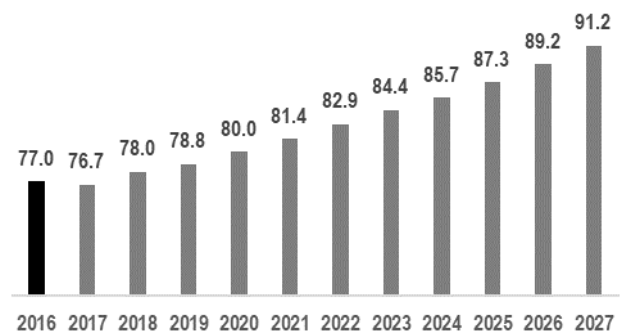
**Esperamos un plan de impuestos para 2018.** En nuestra opinión, una reforma diluida será aprobada. Sin embargo, dadas las dudas sobre la neutralidad fiscal, pensamos que dicha reforma solamente incluirá un recorte en impuestos corporativos, entre otros. En términos de tiempos, anticipamos que el plan de impuestos será aprobado en algún momento del primer semestre del 2018, con poca probabilidad de ser aprobado antes del cierre del 2017.

Proyecciones actuales de déficit del CBO  
% del PIB



Fuente: CBO

Proyecciones actuales de deuda del CBO  
% del PIB




Fuente: CBO

**Buen momento para el crecimiento en China.** La mayoría de los analistas coincidieron en que, después de algunos años de preocuparse por la posibilidad de aterrizaje forzoso, las perspectivas de crecimiento para China son positivas. No solo el PIB se ha comportado de acuerdo con las expectativas, sino que también ha mejorado la composición del crecimiento, con una mayor contribución proveniente del sector de servicios. Los riesgos para el escenario se encuentran en el nivel de la deuda y el ritmo del crecimiento del crédito. La pregunta es básicamente si China puede crecer con un ritmo más sostenible de expansión del crédito y qué política se necesita para lograrlo, en un contexto en el que el Fed está subiendo la tasa de los *Fed funds*. En lo que respecta al próximo 19º Congreso del Partido Comunista de China, que iniciará el próximo 18 de octubre – y que tiene lugar cada cinco años para establecer los objetivos de política nacional del partido y elegir a su máximo liderazgo–, los analistas coinciden en que el presidente Xi Jinping consolidará su poder a pesar de los cambios en el Comité Permanente del Politburó, así como en el liderazgo regional. En este contexto, vale la pena mencionar que este sería el segundo (y último) mandato de cinco años para Xi Jinping.

---

*En el corto plazo, el principal riesgo para los mercados proviene del inicio de la normalización de las condiciones monetarias globales. Hasta ahora, el Fed en Estados Unidos es el único banco central que ya ha iniciado este proceso. Se considera que los mercados emergentes están mejor posicionados en comparación con el llamado taper tantrum en 2013, mientras que el Fed ha sido exitoso en comunicar sus intenciones a los mercados.*


---



**Normalización de las condiciones monetarias globales.** El consenso en este punto es que el retiro de los programas de estímulo monetario será muy gradual, ya que el Fed es el único banco central que ya ha iniciado este proceso. En este contexto, una comunicación clara y transparente ha sido clave para que la reacción de los mercados haya sido, hasta ahora, favorable. Adicionalmente, vale la pena señalar que la normalización de la política monetaria no se produce aisladamente, sino en el contexto de una recuperación económica sólida, particularmente en los Estados Unidos, lo que, como ya hemos mencionado, ha mejorado las perspectivas de crecimiento a nivel mundial. Otro factor detrás del sentimiento positivo de los mercados es que los países emergentes están mejor preparados para absorber los choques, ya que, entre otros, sus fundamentos macroeconómicos se han fortalecido. Sin embargo, como mencionó Jerome Powell, del Consejo del Fed: “...los mercados pueden darse la vuelta rápidamente y las reacciones pueden ser desproporcionadas...”. Este tema toma particular relevancia ante los bajos niveles de volatilidad y los elevados precios de los activos en los mercados globales, lo que, aunado con el empeoramiento de la situación de la deuda corporativa, particularmente en China, eventualmente podrían aumentar la probabilidad y la severidad de un ajuste.

Con respecto al proceso de normalización del Fed -y esto aplica también a otros países desarrollados-, la principal preocupación es que no parece muy claro cuál es la dinámica actual de la inflación y es por esto que se están tomando tanto tiempo en retirar el estímulo. El problema parece estar en la evaluación de la inflación subyacente, ya que el vínculo entre la actividad económica y los precios no es lo que solía ser. En este contexto, hay tres conjuntos de argumentos relacionados con la *curva de Phillips* (relación inversa entre las tasas de desempleo y la inflación): (1) La *curva de Phillips* ya no aplica dado que los trabajadores han reducido su capacidad de negociar salarios más altos; (2) la *curva de Phillips* todavía funciona, pero se está midiendo erróneamente, particularmente en lo que respecta a la holgura del mercado laboral; y (3) la *curva de Phillips* está operando como lo ha hecho tradicionalmente.

El consenso aquí es que probablemente el Fed suba tasas en diciembre, pero que al interior del FOMC no existe consenso con respecto a esta decisión. Las minutas de la última reunión del FOMC muestran que podría haber tres grupos: (1) Aquellos que piensan que la inflación subyacente está en el área de 1.8%, y que la desaceleración es transitoria, por lo que este no es el momento de detener el proceso de normalización gradual y constante; (2) otro grupo que es más sensible a los datos, aunque estos podrían estar distorsionados en los próximos meses por el impacto de los huracanes; y (3) algunos otros que piensan que no es sensato seguir subiendo hasta que haya evidencia de una recuperación de la inflación (para más información sobre esto, vea nuestro documento sobre las minutas del FOMC [aquí](#)).



Hacia delante, la mediana de los participantes en el FOMC, de acuerdo con el *dot plot* más reciente, sugiere que podría haber tres alzas el próximo año. Sin embargo, este resultado podría modificarse dependiendo de la nueva composición del consejo del Fed. La nominación de un nuevo presidente podría provocar una reacción en el mercado. Cabe recordar que en la lista corta se incluyen: (1) Janet Yellen, pero con muy pocas probabilidades de ser reelegida; (2) Jerome Powell, actual miembro del consejo; (3) Kevin Warsh, ex miembro del consejo; (4) John Taylor, académico y autor de la llamada *regla de Taylor*; y (5) Gary Cohn, asesor económico principal del presidente Trump (para más información sobre esto, vea nuestra nota sobre este tema [aquí](#)). Además, el presidente Trump tendrá que nominar a un vicepresidente y otros dos miembros de la junta del Fed.


**En nuestra opinión, el Fed va a subir una vez más en diciembre, mientras que esperamos sólo dos aumentos en 2018.** Sin embargo, reconocemos que es una decisión difícil ya que los datos estarán influenciados por el impacto de los huracanes, en el corto plazo. Hacia delante, las decisiones también dependen del nuevo presidente del Fed así como del plan fiscal que se aplique en Estados Unidos, que como ya hemos mencionado, esperamos que se apruebe el próximo año.

---

*Desde un punto de vista de mediano plazo, la sostenibilidad de la globalización y otros riesgos geopolíticos están en la mente de los inversionistas.*

---


**Sustentabilidad de la globalización: Qué hacer si se cancela el TLCAN.** Las discusiones sobre el tema del proteccionismo se centraron en el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), ya que la cuarta ronda de negociaciones se estaba llevando a cabo al mismo tiempo. La preocupación de los analistas es que el proteccionismo es donde la administración estadounidense tiene más margen para tomar decisiones ejecutivas y se preguntan hasta qué punto está dispuesto el presidente Trump a llevar el argumento de reducir los déficits bilaterales. Hasta ahora, parece que el "vaso está medio lleno" y que las tres partes están dispuestas a obtener un resultado positivo de las negociaciones. Sin embargo, la preocupación es que podría haber una grieta en el vaso, como es la amenaza del presidente Trump de retirarse unilateralmente del TLCAN. En este contexto, vale la pena señalar que los tuits o los anuncios del presidente Trump no necesariamente se traducen en política económica.



**Nuestro escenario de referencia es que será una negociación exitosa y que el TLCAN permanecerá en términos generales, aunque no sin algunas adiciones y modificaciones.** Sin embargo, nuestra convicción sobre este escenario se ha desvanecido un poco, ya que parece que las negociaciones han llegado a un *impasse* en algunos temas delicados, tales como: (1) Reglas de origen; (2) la introducción de una "cláusula de extinción", que permitirá una revisión del acuerdo cada cinco años, y (3) los mecanismos de resolución de controversias. Vale la pena señalar que, aunque este es un tema particularmente delicado para las perspectivas de la economía mexicana, también plantea algunas preguntas sobre la confiabilidad de los Estados Unidos como socio comercial.

**La salida de EE.UU. del TLCAN no sería catastrófica.** A pesar de que consideramos que este escenario tiene una probabilidad baja, reconocemos que ésta se ha incrementado en las últimas semanas. Si se llegara a materializar —con un escandaloso tuit del Presidente Trump, por ejemplo—, es muy probable que el tipo de cambio peso-dólar y los precios de las acciones que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores tendrían un comportamiento adverso y bastante significativo. Sin embargo, consideramos que la fuerte depreciación del peso y la caída de los precios de las acciones no durarían muchos días. En este contexto, consideramos que es muy probable que una potencial salida de EE.UU. del TLCAN no esté exenta de controversias constitucionales y otros litigios y obstáculos legales en ese país.

**Ventana OMC.** Cabe mencionar que, gracias a que México ha aprendido a hacer comercio internacional con el TLCAN, el tratado per se ya no es "la panacea". En otras palabras, existen formas alternativas de continuar con las relaciones comerciales. Reconocemos que éstas tendrían un mayor costo, pero en promedio no es mucho más alto. Por ejemplo, cuando la automotriz alemana *Audi* desea exportar la camioneta Q5 -hecha en México-, a EE.UU. o Canadá, puede hacerlo por dos vías: (a) La 'ventana' TLCAN -si es que cumple con todos los requerimientos, incluyendo la regla de contenido de origen de 62.5% de contenido de Norteamérica (que incluye autopartes, mano de obra, energía, etcétera)-, sin pagar arancel alguno; o (b) puede exportarla vía la 'ventana' OMC (Organización Mundial de Comercio o WTO), pagando el arancel de nación más favorecida, que es alrededor de 3.5% en promedio. Hoy por hoy, con las cosas como están, si por alguna circunstancia *Audi* no cumple, por ejemplo, con el 62.5 por ciento de contenido de Norteamérica -porque tuvo que importar un mayor número de autopartes de Europa, por ejemplo-, entonces puede exportar la Q5 por la ventana OMC, pagando un arancel y listo. Cabe señalar que de acuerdo con información del *U.S. Census Bureau*, alrededor de 42% de los bienes que México exporta a EE.UU. se llevan a cabo utilizando la ventana OMC, a pesar de que la ventana del TLCAN se encuentra abierta. Si bien el arancel promedio de nación más favorecida es bajo, sí hay casos en donde es mayor (o menor), por lo que hay sectores o bienes en particular que sufrirían (o se beneficiarían) más que otros.



Sin embargo, en general se aprecia volatilidad de corto plazo, pero tranquilidad de mediano plazo en la medida que en que se comunique y que los participantes de los mercados digieran que la actividad comercial entre México y EE.UU. continuará sin muchas diferencias ante una salida potencial de ese país del TLCAN.

**Riesgos geopolíticos: ¿Los mercados lo están valuando correctamente?**

Además del proteccionismo y la globalización, se discutieron algunos otros riesgos geopolíticos que incluyen tensiones en Corea del Norte, discusiones separatistas en España y otros riesgos políticos en Europa, así como también elecciones en Latinoamérica. Los analistas consideraron que los mercados parecen tener dificultades para fijar los riesgos políticos, ya que están siendo demasiado complacientes gracias a una cantidad considerable de fondos. Sin embargo, deberían empezar a sopesar mejor los riesgos en un contexto en el que los bancos centrales pretenden reducir la liquidez.

En Europa, mencionaron los riesgos derivados de las elecciones del año que entra en Irlanda y en Italia en particular, ya que es uno de los países más endeudados y tiene la población más anti-euro de la región. Además, Alemania está en transición después de las elecciones, mientras que el nivel de aprobación de Macron en Francia está en niveles muy bajos, lo que podría poner en riesgo las reformas estructurales. Finalmente, el proceso de *Brexit* parece estarse tornando más desordenado, en particular porque los planes de contingencia son difíciles de implementar ya que no hay certeza sobre lo que sucederá. Sin embargo, incluso en el caso de *Brexit* "duro"-con el Reino Unido dejando la UE sin un acuerdo comercial-, hay un menor riesgo de estabilidad financiera.

En Latam, los riesgos políticos provienen del hecho de que habrá elecciones en México, Brasil, Colombia y Venezuela. En este contexto, los analistas destacaron el hecho de que los partidos *anti-establishment* lideran las encuestas, particularmente en México (AMLO) y en Brasil (Lula). En el caso de México, los analistas no ven el escenario de que AMLO gane las elecciones como disruptivo. De hecho, esperan que el presidente esté limitado por el Congreso y las instituciones, mientras que la disciplina del mercado también disuadirá cualquier decisión política extrema. En cualquier caso, piensan que el efecto no será inmediato, pero podría tomar de 12 a 18 meses para saber si AMLO es un líder de izquierda como Lula o como Chavez en Venezuela.

**El mundo está en un mejor lugar, a pesar de los riesgos.** En resumen, nuestra opinión es que los analistas, inversionistas y funcionarios tienen una visión optimista del crecimiento económico para el año que entra. Sin embargo, existen algunas preocupaciones con respecto a una posible mala valuación de los mercados con respecto a los riesgos geopolíticos, así como al posible efecto de la restricción de la política monetaria, en particular por parte del Fed.



## **Visión de Mercados: Inversionistas con un sentimiento bullish pero observando de cerca al Fed y riesgos geopolíticos**

**Tres catalizadores para los activos financieros.** Como en cada otoño, los inversionistas globales se reunieron en Washington en el marco de las reuniones anuales del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial para discutir los principales temas de relevancia para la economía global y la dinámica de los mercados financieros. Este año, contrario a lo observado en el anterior, la gran mayoría de los inversionistas han estado sesgados por un sentimiento positivo, enfocándose en tres catalizadores principales: (1) Crecimiento económico, (2) bancos centrales, y (3) riesgos geopolíticos.

En relación con el primer tema, los inversionistas han reconocido una historia de crecimiento sincronizado entre regiones, tal como lo mostró el FMI en su publicación *World Economic Outlook*. Una recuperación global en el consumo ha brindado un soporte a las valuaciones actuales de varios activos financieros (e.g. acciones), a pesar de una tendencia de menor *capex*. Una vasta cantidad de participantes de mercado ha quedado sorprendida por la flexibilidad de la economía mundial a pesar de un cambio importante en tendencias geopolíticas en muchos países. En este sentido, el crecimiento global ha sido un factor importante para la mayoría de las medidas de riesgo (e.g. VIX en niveles bajos).

El segundo catalizador hace alusión a la situación actual de bancos centrales, especialmente en países desarrollados. El Fed fue el más discutido en las reuniones y conferencias, y este continúa siendo una interrogante para los inversionistas. Las discusiones sobre la Reserva Federal pueden agruparse en 4 cuestiones a analizar. Primero, la duda sobre quién será la próxima cabeza. Las opciones asequibles se reducen a cinco nombre: Powell, Warsh, Taylor, Cohn y Yellen. Los mercados han atribuido una mayor probabilidad a los dos primeros, con las dudas sobre si el Presidente Trump optará por una visión más mercantilista (i.e. un banco *dovish* y débil dólar). Este tema es de gran relevancia debido a que la prima de término de la curva de rendimientos pudiera ajustarse de manera más rápida condicionada a quien será el próximo Presidente del banco central. Segundo, el debate alrededor de la curva de Phillips (relación inversa entre la tasa de desempleo y la tasa de inflación). La curva de Phillips se ha aplanado de manera considerable y varios inversionistas inclusive piensan que ha muerto, mientras otros debaten sobre la necesidad de controlar por otras variables (e.g. productividad) que sugieran un nuevo paradigma para la inflación así como tasas de interés persistentemente bajas. Cambios estructurales en la inflación también han reducido la prima inflacionaria de la curva. Tercero, los inversionistas difieren sobre el nivel de la tasa neutral de política monetaria en EE.UU. (referida comúnmente como *r-estrella* o *r\**) así como las implicaciones para la pendiente y prima de termino entre los distintos segmentos de la curva de rendimientos. Esto sugiere una curva aplanada en Estados Unidos por más tiempo. Cuarto, la tasa de ajuste de los mercados financieros ante cualquier señal de cambio de política monetaria. Los mercados todavía recuerdan la fuerte corrección en activos financieros en 2013 durante el *taper tantrum*, sin embargo reconocen que ese era un escenario muy distinto respecto al que vivimos actualmente. Los mercados están más



preparados ahora y la comunicación del Fed provee un mejor entendimiento ante cualquier cambio en la postura monetaria hacia delante.

Respecto a otros bancos centrales del G10, los inversionistas ya han asimilado una posible retórica *hawkish* gradual hacia delante por parte del ECB y BoE. Esto podría resultar en ajustes moderados en las pendientes de las curvas (aunque todavía relativamente aplanadas) y un dólar ligeramente más fuerte. En términos de Banxico, los participantes del mercado reconocen riesgos relevantes de corto plazo que pudieran limitar la posibilidad de recortar su tasa de referencia, al menos en los próximos 6 a 9 meses. Por otra parte, los inversionistas resaltan la estrategia responsable y oportuna del banco central para enfrentar presiones inflacionarias y otras condiciones. Banxico todavía tiene muchas herramientas de política económica que le permitirán enfrentar cualquier escenario de mayor volatilidad proveniente de las negociaciones del TLCAN, el plan fiscal en EE.UU., el proceso electoral en nuestro país, o cualquier modificación de la política monetaria del Fed. De esta manera, un *carry* que todavía continúa siendo atractivo, podrá proveer un soporte a los activos mexicanos.

El tercer factor y probablemente el que podría ser más disruptivo para los mercados financieros tiene que ver con riesgos geopolíticos. Radicalismo, cualquier acción que conduzca a una guerra y la búsqueda de agendas proteccionistas son los riesgos más significativos y los más difíciles de predecir o descontar en el precio de los activos. Entre estos, los inversionistas se han enfocado en cambios de dinámicas comerciales (e.g. renegociaciones del TLCAN) y el plan para reducir impuestos en EE.UU. A pesar de que la mayoría de las personas reunidas en Washington atribuye una baja probabilidad a un cambio importante en éstos, reconocen que en el caso del TLCAN una salida implicaría una expectativa de menor crecimiento, mayores costos y ajustes importantes en las divisas de las partes involucradas, mientras que en el caso del plan fiscal, éste pudiera tener un efecto limitado en crecimiento, inversión y activos financieros.

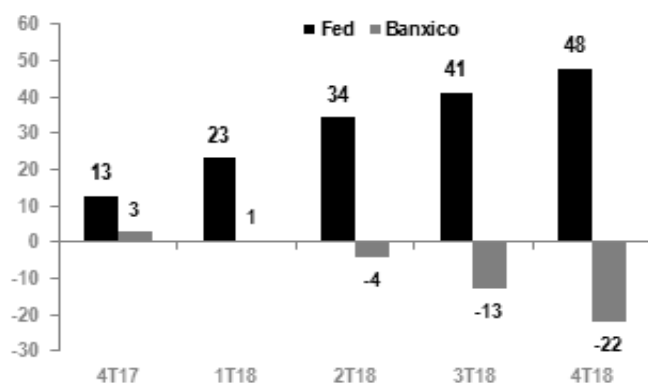
**Se mantiene la confianza en los fundamentales de México, pero con cautela sobre varios factores de riesgo globales y también locales.** Al momento de hablar con inversionistas globales, agencias calificadoras y autoridades, todos coincidieron en que la economía mexicana tuvo la flexibilidad para hacerle frente a diversos riesgos este año. México creció en la primera mitad de 2017 por arriba del consenso, el peso recuperó fortaleza desde el inicio de la administración del Presidente Trump, y dos de tres agencias calificadoras cambiaron la perspectiva de crédito de "negativa" a "estable". Sin embargo, los riesgos asociados a las negociaciones del TLCAN, el actual escenario en mercados emergentes y el cambio en políticas económicas en Estados Unidos podrían resultar en una aseveración menos optimista sobre México, especialmente con inversionistas esperando cautelosamente el proceso electoral de 2018. Para más detalles sobre nuestra perspectiva de activos financieros locales referirse a nuestro reporte trimestral [aquí](#).



**Tasas de interés: Se espera una modesta corrección en primas de término después de una retórica más hawkish de bancos centrales del G10.** A pesar de la discusión sobre quién ocupará la Presidencia del Fed, los inversionistas reconocen que la dinámica actual de inflación y la valuación de la curva podrían resultar en una curva con mayor pendiente entre la parte frontal y la parte media, pero todavía un segmento de mucho mayor plazo aplanado. Se mantienen elevadas probabilidades de un alza en la tasa de los *Fed funds* en diciembre y posteriormente el mercado podría ajustar al alza los incrementos implícitos para 2018 y 2019. Ante este paradigma, una  $r^*$  entre 3.00-3.25% en 2020 pudiera implicar todavía un *Treasury* de 10 años alrededor de 2.50% en los próximos 12 meses. Las implicaciones para la curva mexicana son importantes, esperando un incremento en primas de riesgo y de término en Bonos M. Banxico tendrá menor posibilidad de relajar condiciones monetarias sino hasta 2018, resultando probablemente en correcciones en las pendientes 2/5 y 2/10 años en un contexto de una curva invertida actualmente. De esta manera, esperamos una tasa del Bono M de 10 años finalizando 2017 en 7.10% y 2018 en 7.20%, con un pico en los próximos 12 meses en 7.50% (antes de las elecciones).

**Movimientos acumulados implícitos en las tasas de referencia**

Puntos base, utilizando futuros de tasas



Fuente: Bloomberg y Banorte

**Pendiente 2/10 en EE.UU. y México**

Puntos base



Fuente: Bloomberg y Banorte

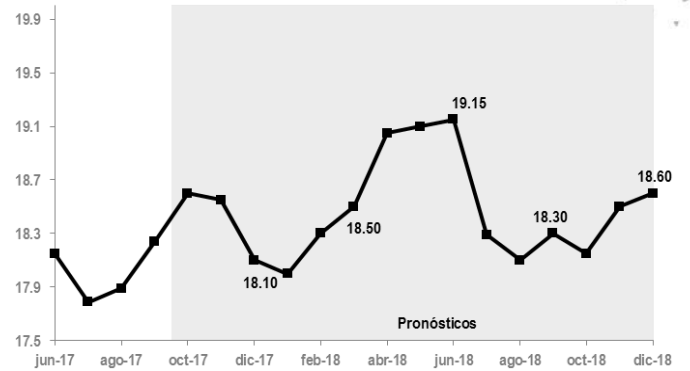
**Divisas: Condiciones favorables para un dólar más fuerte.** El dólar americano podría recuperar fortaleza en los próximos meses apoyados por un Fed *hawkish*, después de decepcionar a lo largo de 2017. Esta situación junto con una mayor prima de riesgo en México probablemente pondrá presión adicional en el peso. En un horizonte de 12 meses, esperamos una divisa mexicana débil por los factores previamente mencionados, con pronósticos para fin de 2017 en USD/MXN en 18.10 y 2018 en 18.60. Vale la pena mencionar que el riesgo de nuestras estimaciones es al alza (debilidad del peso).

Índice DXY  
Puntos



Fuente: Bloomberg

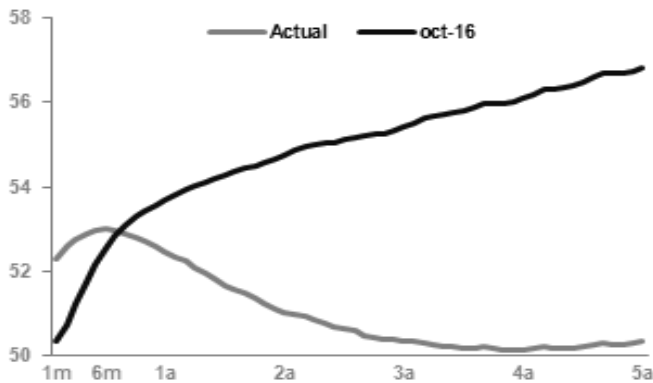
USD/MXN - Pronósticos  
Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg y Banorte

**Commodities: Sin grandes cambios en perspectiva.** No hubo discusiones relevantes sobre el mercado de materias primas en esta ocasión, contrario a lo observado en años anteriores. Los inversionistas esperan un buen acuerdo en la reunión ordinaria de la OPEP en Viena el 30 de noviembre, dando sustento a una curva de futuros del crudo plana con limitado riesgo al alza. Los precios de los metales y agrícolas se esperan con movimientos relativamente laterales para lo que resta del año, toda vez que el efecto negativo de un dólar fuerte será compensado por una visión optimista en términos de crecimiento mundial.

Curva de futuros del WTI  
US\$/bbl

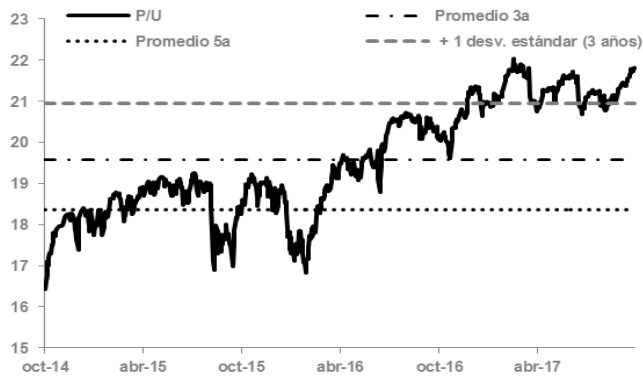


Fuente: Bloomberg

**Mercado accionario: Sustentado por la dinámica de crecimiento actual y condiciones monetarias todavía laxas.** Los participantes del mercado permanecieron del lado *bullish* en términos de *equities*, esperando un mejor desempeño en Europa vs. otras regiones. Los inversionistas reconocen una valuación cara en diversas acciones sin un importante *capex* que resulte en mayores ganancias en los próximos años. Sin embargo, los precios actuales podrían sustentarse por condiciones monetarias laxas, la perspectiva de crecimiento y la estructura de pago de dividendos. En términos del mercado mexicano, el sentimiento es de mucha mayor cautela de cara a los riesgos para el país mencionados en apartados previos.

### S&P500 – Ratio Precio/Utilidad

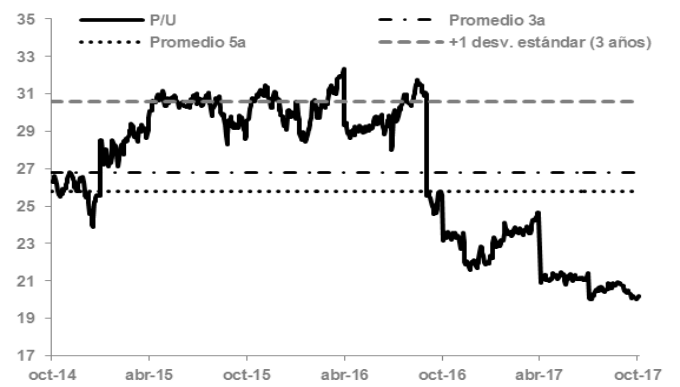
Veces



Fuente: Bloomberg

### S&P/BMV IPC– Ratio Precio/Utilidad

Veces



Fuente: Bloomberg y Banorte

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, 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, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Gerardo Daniel Valle Trujillo, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer y Francisco José Flores Serrano 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.

### 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 Ixe 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 de 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 Ixe, 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 Ixe, 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.

## 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.

## Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	<b>Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.</b>
MANTENER	<b>Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.</b>
VENTA	<b>Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.</b>

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**

**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
Katía 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
Juan Carlos García Viejo	Gerente Economía Internacional	juan.garcia.viejo@banorte.com	(55) 1670 - 2252
Francisco José Flores Serrano	Analista 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.cebaldos@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