

## **FMI/ Banco Mundial 2016 – Las limitaciones de la política monetaria**

10 de octubre 2016

www.banorte.com  
www.ixe.com.mx  
@analisis\_fundam

### **Gabriel Casillas**

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

### **Delia Paredes**

Director Ejecutivo Análisis y Estrategia  
delia.paredes@banorte.com

### **Alejandro Padilla**

Estratega en Jefe, Renta Fija y FX  
alejandro.padilla@banorte.com

### **Katia Goya**

Economista Senior, Global  
katia.goya@banorte.com

- Este fin de semana se llevó a cabo la reunión anual del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), Washington D.C.
- En nuestra opinión, las principales conclusiones de la reunión son:
  - (1) Existe un desbalance entre el elevado nivel de ahorro de las economías a nivel global y la inversión productiva;
  - (2) La efectividad de la política monetaria para impulsar el crecimiento ha llegado a un límite; y
  - (3) Hacia delante, los factores geopolíticos, particularmente las elecciones estarán presentes en el escenario tanto en el corto plazo (las del Estados Unidos el 8 de noviembre), como en el mediano plazo (elecciones en Francia, Alemania, entre otros, el año que entra)
- Los inversionistas hacen frente a un mundo de bajo crecimiento y espacio limitado para los bancos centrales
- Es probable que los participantes de mercado mantengan su exposición en México, esperando un mayor crecimiento y sólidas políticas económicas
- Tasas de interés: espacio para empinamiento en el 4T16
- Divisas: Las elecciones en EE.UU. y el Fed podrían otorgar soporte al dólar
- Materias primas: Operación lateral en el crudo por un periodo prolongado, mientras que los metales y productos agrícolas cuentan con un panorama difícil hacia adelante
- Mercado accionario: Sin suficiente crecimiento para justificar la valuación actual, aunque existen oportunidades en algunos mercados emergentes

**Importancia de la reunión anual.** Una delegación de Banorte-Ixe 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.

**Desbalance entre los niveles de ahorro e inversión; la ineffectividad de la política monetaria y los riesgos geopolíticos, temas centrales de las reuniones este año.** En el primer caso, dicho desbalance consiste en que existen altos niveles de ahorro que no se han traducido en mayor inversión, y por lo tanto, en mayores tasas de crecimiento a nivel global. Una vez que se reconoce el hecho de que la política monetaria por sí sola no está teniendo el impacto requerido sobre el crecimiento, el principal reto por parte de los hacedores de política económica es ahora introducir otro tipo de políticas –i.e. política fiscal y/o regulación bancaria-, que incentiven el crecimiento y reduzcan también la desigualdad, aunque hay que reconocer que la aplicación de las mismas tomará tiempo. En este contexto y mirando hacia delante, los inversionistas se preparan para tomar decisiones con un escenario de tasas de crecimiento reducidas y tasas de interés secularmente bajas e inclusive negativas. En este último tema, cabe destacar que el ambiente de tasas de interés negativas es relativamente nuevo para los mercados sin que se entiendan muy bien las consecuencias hacia delante. Otro punto importante es que en un contexto de economías abiertas y globalizadas, las recetas de política monetaria que se han venido aplicando, tienden a tener un enfoque más doméstico, sin contar necesariamente con las consecuencias y efectos en otras economías. Por lo tanto, sería necesario que existiera cierta coordinación entre las políticas de los principales países del mundo. Aunado a esto, cabe mencionar que la dinámica geopolítica ha derivado en fuerzas anti-globalización que podrían retrasar aún más la recuperación de tasas de crecimiento más elevadas.

**Inefectividad de la política monetaria.** A pesar de que una gran cantidad de inversionistas consideran que las políticas monetarias ultra-laxas son las responsables de las bajas tasas de crecimiento que el mundo –sobre todo el desarrollado-, está observando y que se esté creando una “burbuja” en los precios de los activos financieros (e.g. bonos, acciones), varios economistas que participaron en las reuniones, ofrecieron una visión distinta. En este contexto, un economista –haciendo uso de una analogía-, comentó que culpar a los bancos centrales por las consecuencias de la crisis, es similar a culpar a los bomberos que apagaron un fuego por la destrucción misma del fuego. De esta manera, las discusiones se concentraron más en definir qué es lo que puede hacer la política monetaria y qué no puede hacer. Utilizando la misma analogía de los bomberos, si se continúa vertiendo agua en un incendio que ya se extinguió tiempo atrás, no necesariamente va a limpiar las cenizas, ni va a reconstruir el edificio quemado y lo que es peor, se puede convertir en un obstáculo para la reconstrucción. Cabe señalar que esto no sólo es aplicable para las tasas negativas. De hecho, consideramos que esto es aplicable para la trayectoria lenta e incierta que han seguido las tasas de interés en algunos lugares. Debido a esto, en las reuniones se discutieron tres temas adicionales en torno a las medidas de política económica que pueden llevar a cabo los países, fuera de la política monetaria: (1) La necesidad de llevar a cabo reformas estructurales; (2) las políticas fiscales expansivas se han vuelto a tornar apetecibles; y (3) los riesgos geopolíticos se están sumando a la incertidumbre.

Cabe destacar que a pesar de que no se aprecia oposición significativa ante la recomendación de llevar a cabo reformas estructurales, los riesgos geopolíticos –creciendo a partir de los movimientos *anti-establishment*–, no están permitiendo que este tipo de reformas sean aprobadas. Por su parte, los riesgos de instrumentar políticas fiscales expansivas están bien documentados, sobre todo que en muchas ocasiones han provocado mayores riesgos, con beneficios muy limitados. En donde también empieza a haber consenso es que las tasas de interés negativas no son el camino a seguir. Sobre todo, porque no ha quedado claro que han podido estimular el crecimiento. Esto se ha debido a que, por un lado, las tasas negativas no han permeado hasta los consumidores y por otro lado, han tenido un impacto negativo en el ahorro, los fondos de pensiones, las compañías aseguradoras y los bancos que al tener menores utilidades, no les es posible generar capital, desincentivando así el crecimiento del crédito. En resumen, las tres recomendaciones en las que la mayoría de los participantes de las reuniones y conferencias están de acuerdo son: (1) El Banco de la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) debe continuar aumentando las tasas de interés de manera gradual, pero haciendo un mayor esfuerzo por proveer un mayor grado de certidumbre en torno a la trayectoria que éstas seguirán; (2) los bancos centrales deben salirse de los esquemas de tasas de interés negativas, por las razones que se comentan en el presente párrafo; y (3) los bancos centrales no deben ser “el único ‘juego’ en el pueblo”, por lo que los gobiernos deberían hacer un esfuerzo mucho mayor para lograr la aprobación de reformas estructurales y proveer confianza para que las compañías retomen programas más agresivos de inversión.

**Riesgos geopolíticos.** Los movimientos “*anti-establishment*” se han apoderado de la escena política en los últimos años y se ha tornado más problemática. En este sentido, un hecho que se destacó es que si bien un largo periodo de crecimiento económico lento propicia movimientos populistas, los dos países que han logrado observar mayores tasas de crecimiento y menores niveles de desempleo después de la crisis, Estados Unidos y Reino Unido, son justamente los países en donde se están observando fuertes movimientos en ese sentido: *Brexit* (la desincorporación del Reino Unido de la Unión Europea) y el fenómeno Trump. Es por esto que se ha percibido una mayor preocupación de que estas tendencias políticas tomen fuerza en países con fundamentales macroeconómicos menos sólidos. Por el momento, el cambio de dirección política que se ha observado en Latinoamérica hacia la derecha brinda confianza a los inversionistas que asignan capital y recursos a esta región. En este contexto, en el marco de las reuniones y conferencias se dedicó una cantidad de tiempo importante al proceso electoral en Estados Unidos. Nos sorprendió que todos los analistas políticos que ofrecieron conferencias o con quienes tuvimos la oportunidad de platicar directamente mostraron un alto nivel de convicción de que Hillary Clinton será quien se sienta en la silla presidencial de los Estados Unidos a partir de 2017. Cabe señalar que esto sucedió antes de la publicación del video en el que el candidato republicano, Donald Trump, hiciera comentarios sobre las mujeres con un tono altamente vulgar.

Las dos razones por las cuales la mayoría de los analistas políticos asignan una mayor probabilidad a que gane Hillary Clinton la elección presidencial son: (1) Voto electoral, en el que haciendo un ejercicio en donde Trump es capaz de ganar los votos electorales de los estados que ganó el ex candidato presidencial republicado Mitt Romney en la elección pasada y que también ganan los estados de Ohio, Florida y Pennsylvania –que en la opinión de estos analistas se ve como un resultado “muy distante”-, y aun así, Hillary podría obtener 273 votos electorales, que son tres por arriba de los que se necesita para ser Presidente; y (2) opinión negativa. El hecho de que la mayoría de los votantes registrados tengan de manera consistente un porcentaje mucho mayor de opinión negativa de Trump, con respecto de Hillary, es clave para pronosticar que es más factible que Hillary pueda lograr la presidencia de los Estados Unidos.

**Estados Unidos – Desempeño favorable de la actividad económica, aunque sin impulso de la inversión.** La economía estadounidense sigue con su ciclo de expansión moderada, basada básicamente en la fortaleza del consumo, aunque la confianza todavía no es suficiente para promover la inversión e impulsar mayores tasas de crecimiento. A esto hay que añadir que el crecimiento de la productividad ha sido decepcionante, observándose una divergencia entre el sector manufacturero y el sector servicios. En términos del sector laboral, Esther George –del Fed de Kansas City quien votó a favor de un alza en el rango de la tasa de referencia en la reunión de septiembre-, dijo que el último reporte de empleo muestra que la recuperación continúa. Destacó también que lo importante no sólo es concentrarnos en el corto plazo sino adoptar un enfoque más de largo plazo. En este contexto, es importante tener en cuenta los efectos adversos que pueden generar las tasas de interés bajas.

**Brexit – un divorcio que pudiera resultar desastroso.** En este punto del tiempo no cabe duda de que el Reino Unido iniciará el proceso de separación el año que entra, mismo que se podrían extender incluso hasta 2020. De esta manera, en el corto plazo, el resultado del referéndum ha sido una moneda más competitiva con acceso todavía al mercado común. No obstante, en el mediano plazo las consecuencias pueden tornarse más negativas por el tema de inversión extranjera directa, sobre todo considerando la dependencia que tiene la economía inglesa de los servicios financieros.

**Eurozona – Proceso de reformas estructurales necesario para detonar crecimiento.** Una de las regiones con perspectivas menos favorables el año que entra es precisamente Europa. Los analistas están preocupados por la sustentabilidad de los bancos en la región en un entorno de tasas de interés negativas. Aquí cabe destacar que se considera que las medidas tomadas hasta ahora han sido positivas en tanto que el canal de crédito está mejorando, aunque no necesariamente se ha traducido en mayores niveles de inversión. Esta situación evidencia la necesidad de seguir avanzando en el proceso de reformas estructurales, lo cual se antoja difícil ante la abultada agenda política en los próximos meses. Habrá 14 elecciones en los próximos 12 meses, destacando en particular las elecciones en Alemania y Francia.

**China – El proceso de rebalanceo avanza.** Parece que las preocupaciones por la economía de China han perdido relevancia entre los participantes de las reuniones. El consenso es que la economía está pasando el proceso de rebalanceo de una manera ordenada con varias oportunidades favorables que podrían apuntar a un crecimiento entre 5% y 5.5%. Por lo que respecta a los cambios que se han hecho en el mercado cambiario, se considera que han sido positivos y los movimientos de las monedas se han hecho más predecibles. El riesgo aquí es la obsesión del gobierno por tener un objetivo de crecimiento por encima del 6%, lo que podría llevar a una expansión adicional del crédito por arriba de niveles sostenibles. La deuda no financiera representa 215% del PIB, de la cual 150% del PIB es deuda corporativa y 60% de deuda del gobierno. Sin embargo, cabe destacar que la deuda es en su mayoría doméstica, a la vez que tienen altas tasas de ahorro y el banco central tiene muchos activos, factores que aminoran el riesgo de los altos niveles de endeudamiento. En el caso específico de la deuda corporativa, la deuda se concentra en ciertos sectores que están en sobre capacidad y se necesita implementar reformas. Asimismo, destaca que los prestamistas y los prestatarios son los mismos. Es decir, la deuda es de empresas que a su vez pertenecen al gobierno, mientras que los bancos también están en manos del gobierno. Por su parte, en lo que se refiere a la deuda de los hogares, los niveles no son tan altos y sobretodo es financiada por ahorro. Finalmente, otro tema importante en China es que los líderes no están preocupados por la protección social. Se debe reformar la parte social como pensiones, seguro por desempleo, entre otros. Si se resuelve el tema de China se daría un círculo virtuoso para otros países emergentes. En nuestra opinión, el aterrizaje de China será suave, pero creemos que los altos niveles de endeudamiento serán un tema relevante para los mercados, los que eventualmente podrían empezar a dar más peso a este tema.

**Argentina y Brasil de vuelta en la mente de los inversionistas.** En el primer caso destaca la necesidad del nuevo gobierno de consolidarse como una fuerza política importante, ya que nadie tiene mayoría en el Congreso, por lo que es necesario que el partido del actual gobierno gane las elecciones de medio término que se celebrarán en el 2017. La prioridad es mejorar la calidad de las finanzas públicas y hacer sostenibles los niveles de deuda. Por su parte, Brasil atraviesa por la peor recesión en su historia. Cabe recordar que las materias primas son muy importantes en su balanza comercial, pero los factores más relevantes de su debilidad son domésticos. Los analistas consideran que ha empezado la recuperación a pesar de que los datos económicos de 3T16 aun han sido débiles. En lo que se refiere a la deuda está en niveles muy elevados pasando de 52% a 70% del PIB y podría llegar a 80% antes de estabilizarse y empezar a bajar. El gobierno está proponiendo un programa de privatización que puede impulsar el crecimiento. En nuestra opinión, Brasil está en recuperación pero continuará en contracción durante este año, y veremos un avance modesto durante el próximo año. Pero lo cierto, es que tanto Argentina como Brasil están empezando a regresar a los mercados y eventualmente podría constituir una competencia por flujos frente a México.

**México haciendo frente a la tormenta.** Los participantes siguen viendo a México como una economía con gran potencial de crecimiento. La actividad económica se ha moderado, aunque se sostiene en buena medida gracias a la fortaleza de la demanda interna. No obstante, el choque proveniente del ciclo de baja de materias primas ha tenido un impacto más fuerte sobre las finanzas públicas, lo que ha deteriorado la posición de la dinámica de la deuda pública. En cuanto al tipo de cambio, destaca que el ajuste que ha tenido en los últimos 12 meses no se explica por factores fundamentales, sino por el hecho de que el peso es una de las monedas más utilizadas como *hedge* en caso de volatilidad. Esto ha sido particularmente evidente en semanas recientes derivado del proceso electoral en Estados Unidos. En este contexto, una victoria de Trump, podría tener un efecto adverso sobre los activos mexicanos, aunque en el mediano plazo se corregiría ya que la relación entre México y Estados Unidos va a cambiar muy poco. El flujo derivado del comercio entre ambos países va a seguir siendo muy alto y es difícil cambiar este tipo de dinámica.

***Mercados Financieros: Perspectivas favorables para la región en un mundo complejo***

**Los inversionistas hacen frente a un mundo de bajo crecimiento y espacio limitado para los bancos centrales.** Los inversionistas globales se reunieron en Washington con motivo de la reunión anual conjunta del FMI y el Banco Mundial para discutir los temas más importantes que determinarán el comportamiento de la economía mundial y los mercados financieros para los próximos meses. En general, el sentimiento estuvo afectado por una triple preocupación: (1) El efecto de holgura en el crecimiento global (2) el hecho de que no hay espacio adicional para políticas de estímulo, principalmente por parte de bancos centrales, y (3) temas geopolíticos, dando nueva forma a la dinámica de los mercados.

Sobre el primer tema, el consenso fue que la falta de productividad, la reducción en inversiones de capital productivo, mayores ratios de ahorro a inversión, e incluso la demografía de ciertas regiones han resultado en menores tasas de crecimiento en los trimestres recientes de la mano con un ajuste a la baja en las expectativas sobre el PIB de cara a 2017. Estas condiciones suponen un riesgo relevante ante valuaciones caras en varios activos, las cuales no están soportadas por mayores ingresos sino por estrategias activas de manejo del balance por parte de las empresas.

La segunda preocupación se centró en los desbalances globales impulsados por bancos centrales y el espacio adicional limitado para políticas económicas que otorguen mayor estímulo. Si prevalece el escenario de bajas tasas de interés, este podría resultar en un margen reducido para los participantes de mercado con necesidades financieras específicas de largo plazo (*e.g.* aseguradoras y fondos de pensión enfrentando retos significativos con el marco de política monetaria actual). Adicionalmente, cuando el costo de capital se mantiene bajo por un periodo prologando, las instituciones están dispuestas a tomar riesgos adicionales. Una manera de explicar esto es que el mundo está enfrentando una separación entre la toma de riesgos económicos y de riesgos financieros.

Como resultado, los mecanismos de transmisión de las políticas monetarias y fiscales han perdido fuerza. Todos estos problemas fueron resaltados durante las reuniones, enfocándose en la deuda soberana pero también al mundo corporativo. En general, los comentarios que tuvieron lugar en Washington siguieron a replanteamiento de la “*Teoría del Estancamiento Secular*”, incluso con algunos participantes empezando a creer en un cambio hacia la *Teoría de Histéresis*. Bajo este escenario incierto, las firmas continúan conservando una vasta cantidad de efectivo dentro de sus balances (principalmente compañías norteamericanas), sin propulsar la inversión.

El mercado está convencido de que la Reserva Federal realizará su segunda alza de tasas en diciembre, con una trayectoria de normalización gradual para el siguiente año. Por otro lado, los inversionistas han reconocido que el *ECB* y el *BoJ* se han desfasado del Fed en años recientes, con un espacio limitado para mayores estímulos. En el Reino Unido, la policía monetaria atacará un esquema político complejo, con el *BoE* tratando de hacer frente a los temas generados por el *Brexit*. Respecto a China, el sentimiento general es que el *PBoC* ha mejorado su política de comunicación y se inclinará a fomentar estrategias más amigables con el mercado, con un sesgo acomodaticio. En el espectro de emergentes, los participantes de mercado esperan condiciones monetarias laxas para la mayoría de las regiones.

El tercer aspecto de esta *trifecta* de riesgos es el escenario geopolítico, el cual ha resultado en un cambio en las primas de riesgo de activos de mercados desarrollados y emergentes y ha mermado, al menos en el corto plazo, la disposición de los inversionistas para apostar por estrategias direccionales de regiones específicas, optando por operaciones tácticas conservadoras.

El sentimiento general es que el marco político actual está mostrando una tendencia *anti-establecimiento* en varias partes del mundo y este nuevo paradigma pudiera erosionar la solidez de cualquier recuperación de economías desarrolladas. Las elecciones presidenciales en EE.UU. son otro ejemplo. Otro es Europa, de cara a 14 elecciones en los siguientes 12 meses.

A pesar de los balances de riesgo descritos previamente, hay algunos destellos de esperanza. Las políticas post-crisis resultaron en un punto de inflexión significativo en términos de provisión de liquidez, lo cual ha resultado en mejores condiciones financieras en el mundo corporativo y en hogares con un menor apalancamiento. Un aspecto positivo adicional viene de la combinación de regulación y mejor manejo de riesgos. El sistema bancario mundial está mejor capitalizado que antes y la alta dirección de instituciones financieras está dirigiendo la sustentabilidad del modelo bancario actual en un ambiente de tasas de interés bajas.

**Es probable que los participantes de mercado mantengan su exposición en México, esperando un mayor crecimiento y sólidas políticas económicas.**

Los inversionistas familiarizaron en su perspectiva positiva para Latinoamérica, sin embargo hicieron mayor alusión a las historias y valuaciones de mercados como Brasil, Argentina y Perú. La opinión general sobre México permanece en el terreno positivo a pesar de los recientes cambios negativos a las perspectivas crediticias por *Moody's* y *S&P*. Los inversionistas se basan en los sólidos fundamentales macroeconómicos de México, aunque a la espera de mayores niveles de crecimiento y cuentas fiscales sólidas. Los mayores riesgos ligados al país resaltados durante las reuniones fueron (1) Las elecciones en EE.UU. (pero con apuntes sobre el hecho de que Trump pudiera diluirse como consecuencia de los recientes escándalos); (2) la postura fiscal en un mundo caracterizado por bajos precios del crudo y la caída en la producción mexicana; (3) la dinámica cambiaria y las políticas de respuesta; (4) dudas sobre la implementación de corto plazo de las reformas; y (5) la necesidad de lanzar una iniciativa para una reforma sobre el estado de derecho en el mediano plazo. Los inversionistas no mostraron ninguna preocupación adicional sobre Pemex, el sector corporativo, la inflación o cuentas externas. Pareciera que la perspectiva de inversionistas globales hacia México es que permanece como un emergente atractivo, pero con una baja probabilidad de mejoría adicional que pudiera resultar en valuaciones distintas.

**Tasas de interés: espacio para empinamiento en el 4T16.** En nuestra opinión, existió un amplio consenso entre los participantes en las reuniones de una curva más empinada en EE.UU. hacia el cierre de año. El diferencial entre las tasas de 2 y 10 años ha caído de 118pb a 91pb este año (ver gráfico abajo), pero podría finalizar alrededor de 105pb. El mercado incorpora una probabilidad de 63% de un alza de 25pb de la tasa de referencia para el cierre de año. En este sentido, esperamos que la Reserva Federal sí suba los *Fed funds*, con el *Treasury* de diez años finalizando el año en 1.85% (2.20% al cierre de 2017).

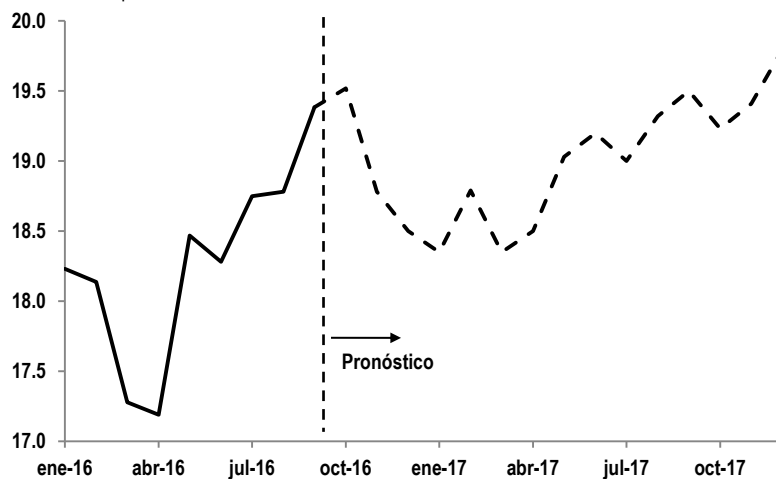
Este escenario se basa en tres supuestos: (1) Hillary Clinton gana las elecciones; (2) mejor dinámica de crecimiento en EE.UU. en los próximos trimestres; y (3) que el Fed continúe con el proceso de normalización en los próximos años. Es probable que esto se lleve a cabo en un mercado con menor apalancamiento en instrumentos de renta fija. Por otro lado, también es probable que las bajas tasas de interés se mantengan en Europa aunque con un mayor enfoque en las condiciones de instituciones financieras, lo que podría orillar al *ECB* a implementar una estrategia similar a la que recientemente anunció el *BoJ* para manejar la duración de su programa de compra de activos con el objetivo de inducir un empinamiento de la curva. Esta situación se da en un contexto en el cual factores demográficos y una saturación en el acervo de capital han influido de manera significativa en el aplanamiento de la curva de bonos japonesa. En México, consideramos que es probable que las tenencias de extranjeros se mantengan estables, especialmente en instrumentos de largo plazo, como resultado de un *carry* atractivo y la expectativa de que la prima por riesgo país opere en un rango acotado en los próximos meses.

Los inversionistas están conscientes de la posibilidad de alzas adicionales de la tasa de referencia por Banxico pero con la curva ya descontando un escenario factible en términos de la política monetaria al menos en los próximos doce meses. Considerando lo anterior pensamos que la valuación es más atractiva en el *belly* de la curva de Bonos M, con una elevada probabilidad de un sesgo de empinamiento en la parte más larga. Esto apoya nuestra recomendación actual de invertir en un *steepener* de 5-10 años en la curva de derivados de TIE-28. Para mayores detalles, referirse a nuestra nota: “*México – Recomendamos steepener 5-10 años en TIE-IRS*” <[pdf](#)> publicada el 5 de octubre de 2016.

**Divisas: Las elecciones en EE.UU. y el Fed podrían otorgar soporte al dólar.** Los asistentes a las reuniones en Washington coincidieron en que el USD se apreciará frente a las principales divisas del mundo y a emergentes como resultado de un mayor grado de aversión al riesgo, mejores datos económicos en EE.UU, factores locales en Europa y Asia y la posibilidad de una mayor divergencia monetaria entre la Reserva Federal y los principales bancos centrales del mundo. El sentimiento general sobre el peso mexicano es más positivo que lo observado en meses recientes, con los inversionistas reconociendo la sobrereacción de la moneda debido a las elecciones en EE.UU. pero aún considerada como un importante activo de cobertura para la exposición en otros mercados emergentes. Para conocer nuestras expectativas sobre el MXN, referirse a nuestra nota: “*Peso mexicano – Reflejando una nueva realidad*” <[pdf](#)> publicada el 29 de agosto de 2016.

**Pronósticos del Tipo de Cambio**

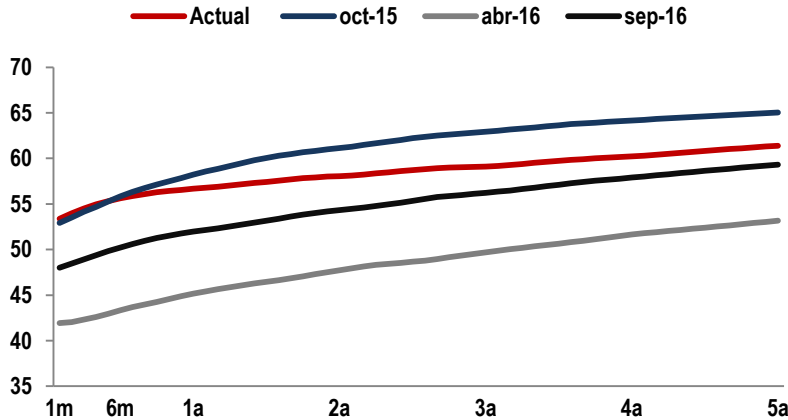
Mensual, fin de periodo



Fuente: Bloomberg, Banorte-Ixe

**Commodities: Operación lateral en el crudo por un periodo prolongado, mientras que los metales y productos agrícolas cuentan con un panorama difícil hacia adelante.** La opinión de los inversionistas sobre los *commodities* muestra que la expectativa es que el desbalance desde mediados de 2014 tarde mayor tiempo en resolverse. Como resultado de un ambiente altamente incierto, las empresas continúan reduciendo la inversión en capital. Estas han sido forzadas a enfocar su atención en las estrategias para manejar sus balances y no en las oportunidades de inversión de su sector específico. No obstante, es probable que el ciclo bajista termine en los próximos seis meses. Algunas de las estrategias que se han llevado a cabo en el mercado se enfocan en valor relativo y posiciones largas en acciones ligadas a los *commodities* dada la capacidad de las compañías de generar flujo de efectivo, simultáneamente vendiendo en corto el principal activo del que dependen sus operaciones. La evaluación es ligeramente favorable para la energía y productos agrícolas, mientras que algunos minerales como el cobre continúan presentando condiciones adversas. Las expectativas sobre el petróleo crudo son más optimistas, especialmente tras el anuncio de la OPEP en Argelia. Para detalles, ver nuestra nota: *“Histórico acuerdo en Argelia, pero difícil de instrumentar”* [<pdf>](#) publicado el 29 de septiembre de 2016. No obstante, existe un elevado escepticismo sobre su implementación efectiva, con la atención centrada en la reunión de la OPEP del próximo 30 de noviembre. El mercado espera un rango de operación entre US\$/bbl 50-60 en los próximos doce meses. Los productores en EE.UU. (~80%) se encontraban cubiertos a un precio mayor en 2015 pero este porcentaje ha declinado a lo largo del año, permitiéndoles lidiar de una manera más eficiente con su estructura de costos. Esto podría resultar en menor inversión y un ajuste en la producción hacia mediados de 2017 dado que parte de la producción no estará afectada por los próximos nueve meses. Del lado de la oferta, los inversionistas se encuentran a la espera de mayores noticias provenientes de la reunión de la OPEP. Pasando a la demanda, China e India han mostrado una tendencia más favorable en la compra de automóviles en los últimos seis meses. Adicionalmente, la demanda por gasolina en EE.UU. se mantiene relativamente fuerte. La última nota respecto a *commodities* fue en el oro, con expectativas de una corrección adicional a la zona de US\$/oz 1,200 en el 4T16 pero con mejores expectativas para el próximo año.

**Curva de futuros del Brent**  
US\$/bbl

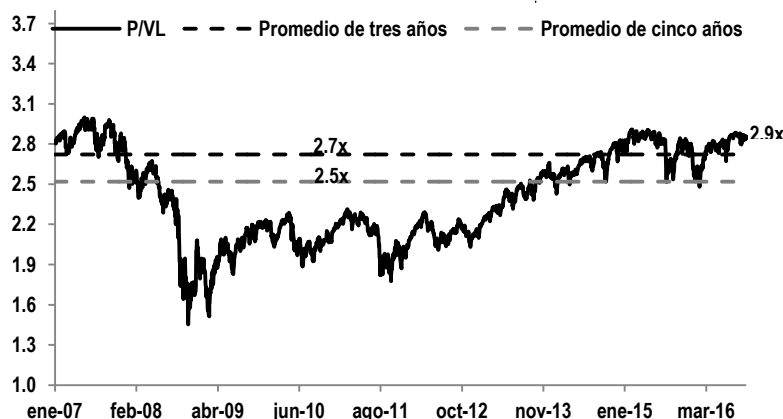


Fuente: Bloomberg, Banorte-Ixe

**Mercado accionario: Sin suficiente crecimiento para justificar la valuación actual, aunque existen oportunidades en algunos mercados emergentes.** Los participantes de mercado están conscientes de las altas valuaciones en diversos mercados accionarios, lo que podría resultar en una estrategia a favor de incrementar posiciones en algunos mercados en crecimiento con historias locales favorables, sobresaliendo América del Sur (*e.g.* Brasil, Argentina y Perú). Los inversionistas reconocieron mejores condiciones para el consumo global de lo expresado en la evaluación de las juntas de primavera del FMI y Banco Mundial. Algunos continúan apostando con una visión favorable respecto a empresas ligadas al consumo en EE.UU., mientras que en Europa y Japón las acciones enfrentan importantes retos derivados de la falta de crecimiento y restricciones estructurales. En este sentido, existe cierta preocupación por el sector bancario en Europa en términos de riesgo sistémico en el futuro. La valuación en acciones mexicanas se considera “justa” expresada en dólares, aunque con potencial de apreciarse en moneda local tras las elecciones en EE.UU. ante la posibilidad de un respiro de la moneda. No obstante, permanecen las dudas sobre la dinámica de crecimiento.

**S&P500 - Precio / Valor en libros**

Diario con base en cifras de los últimos doce meses



Fuente: Bloomberg, Banorte-Ixe

## 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, Marisol Huerta Mondragón, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, y Santiago Leal Singer, 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, ni 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 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.

### 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        |
| Juan Carlos García Viejo         | Gerente Economía Internacional            | juan.garcia.viejo@banorte.com   | (55) 1670 - 2252        |
| 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            | Analista 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 |
| Marisol Huerta Mondragón       | Alimentos / Bebidas / Comercio Especializado                    | marisol.huerta.mondragon@banorte.com | (55) 1670 - 1746 |
| 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 |
| Eugenia Ivonne Arias Medina    | Analista  | eugenia.arias.medina@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    | Gerente Deuda Corporativa   | hugoa.gomez@banorte.com     | (55) 1670 - 2247 |
| Idalia Yanira Céspedes Jaén | Gerente Deuda Corporativa   | idalia.cespedes@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 |