

Moody's pone en perspectiva "negativa" la calificación del gobierno mexicano, pero mantiene calificación en "A3"

31 de marzo 2016

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

- *Moody's* revisó la perspectiva sobre la calificación de la deuda soberana de México de "estable" a "negativa", manteniendo la calificación en "A3"
- Los motivos principales que llevaron a la agencia a cambiar dicha perspectiva son:
 - (1) Un débil crecimiento económico y las dificultades externas que pueden poner en riesgo los esfuerzos de consolidación fiscal del gobierno, así como un posible incremento en las razones de deuda por encima del horizonte de calificación; y
 - (2) La posibilidad de un apoyo del gobierno federal a Pemex para hacer frente a sus pasivos, ante las presiones de liquidez que enfrenta, podría debilitar aún más el proceso de consolidación fiscal
- En los próximos 12 a 24 meses, *Moody's* evaluará los progresos realizados en la consolidación fiscal y la aplicación del recorte al gasto de Pemex para mover o no la calificación crediticia de México
- Consideramos que el cambio de perspectiva no necesariamente implica una baja en la calificación, ante las fortalezas de la economía mexicana
- Tasas locales y el peso acumulando pérdidas tras el anuncio de *Moody's*

Moody's revisó la perspectiva sobre la calificación de la deuda soberana de México de "estable" a "negativa", manteniendo la calificación en "A3". El día de hoy, la agencia cambió la perspectiva de deuda soberana de estable a negativa para México argumentando los retos fiscales y económicos que podría enfrentar el gobierno federal en su objetivo de consolidación fiscal; así como el posible apoyo financiero del gobierno a Pemex para enfrentar sus problemas de liquidez, que podrían debilitar aún más dicho proceso de consolidación fiscal. No obstante, *Moody's* confirmó la calificación para México en "A3", manteniendo el grado de inversión. Cabe destacar que México mantiene el grado de inversión por las tres agencias calificadoras más importantes, como se observa en la siguiente tabla.

Calificación crediticia de México

	Calificación	Grado de inversión/ especulativo	Perspectiva	Último cambio en calificación y/o perspectiva
Fitch	BBB+	Inversión	Estable	08-may-13
Standard & Poor's	BBB+	Inversión	Estable	19-dic-13
Moody's	A3	Inversión	Negativa	31-mar-16

Fuente: Bloomberg

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 Cervantes

Economista Senior, México
alejandro.cervantes@banorte.com

Saúl Torres

Analista, Economía Nacional
saul.torres@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 de Estrategia Tipo de Cambio
juan.alderete.macal@banorte.com

Documento destinado al público en general

De acuerdo con *Moody's*, las razones de la baja en la perspectiva son:

(1) Un débil crecimiento económico y las dificultades externas que pueden poner en riesgo los esfuerzos de consolidación fiscal del gobierno, así como un posible incremento en los ratios de deuda por encima del horizonte de calificación. Dada la combinación de bajos precios de petróleo y un crecimiento más lento de lo esperado, *Moody's* prevé que los ingresos totales del gobierno federal se reduzcan de 19.3% en 2015 a 18.5% en 2016 como porcentaje del PIB. Asimismo, prevé un crecimiento económico de alrededor de 2.5% para 2016 y 2017, y un déficit del gobierno federal de 2.5% del PIB para 2016 y un descenso gradual hasta 2018 para lograr 2% del PIB. Por su parte, la agencia destacó que la deuda del gobierno federal alcanzó un 34.4% del PIB en 2015 desde 27.9% en 2011, estimando que se incremente de manera gradual y se estabilice en 37% para 2018. Lo cuál sería consistente para mantener una calificación crediticia de A3. Sin embargo, la perspectiva negativa incrementa el riesgo de que la deuda como porcentaje del PIB se pueda incrementar más allá de sus proyecciones.

(2) La posibilidad de un apoyo del gobierno federal a Pemex para hacer frente a sus pasivos dadas las presiones de liquidez que enfrenta, podría debilitar aún más el proceso de consolidación fiscal. Pemex está llevando a cabo un recorte del gasto de 100mdp (0.5% del PIB) en 2016 y planes para aumentar la eficiencia operativa en el mediano plazo y asegurar la sostenibilidad de las finanzas de la empresa. Sin embargo, dichas medidas de ajuste se enfrentan a desafíos importantes. *Moody's* cree que es probable que persista hasta el 2018 el déficit de Pemex derivado de los gastos operativos y de capital, así como de necesidades de servicio de la deuda. Dado el tamaño de esas necesidades de financiamiento, la agencia considera que el impacto fiscal de apoyo por parte del gobierno federal podría limitar los avances logrados en la consolidación fiscal, incrementando la deuda del gobierno federal para el año 2018 por encima del 40% del PIB.

En los próximo 12 a 24 meses, *Moody's* evaluará los progresos realizados en la consolidación fiscal y la aplicación del recorte al gasto de Pemex para mover o no la calificación crediticia de México. El riesgo a la baja viene por la posibilidad de estancamiento en los esfuerzos de consolidación fiscal, y en los pasivos de Pemex, haciendo que las proporciones de deuda del gobierno federal sigan aumentando más allá de 40% del PIB. En este escenario, *Moody's* evaluaría la credibilidad de los planes del gobierno para hacer frente al incremento de la deuda. No obstante, a pesar de las razones que tuvo la calificadora para revisar la perspectiva de la calificación del gobierno soberano, se menciona que existen también riesgos al alza, como es un crecimiento económico superior al esperado, impulsado por los continuos esfuerzos de las reformas estructurales, que darían lugar a la creación de reservas fiscales por parte del gobierno, y un cambio más rápido de lo esperado de la tendencia al alza de los indicadores de deuda del gobierno.

Consideramos que el cambio de perspectiva no necesariamente implica una baja en la calificación. En nuestra opinión, México se destaca por sus fundamentales macroeconómicos entre el universo de economías emergentes. Entre otros, la economía tiene una fuerte correlación con Estados Unidos, que sigue recuperándose, mientras que la relación con China –que se está desacelerando–, es relativamente débil, en particular por el bajo componente de exportaciones de materias primas de México hacia ese país. Adicionalmente, cabe destacar que dado que es un cambio de perspectiva y no de calificación, esto da espacio para que el gobierno, y el propio Pemex, hagan anuncios más detallados, así como mayores acciones para dar mayor certidumbre de cómo se cumplirán los compromisos de déficit y de requerimientos financieros del sector público.

La decisión de Moody's no afecta los mandatos globales de inversión. *Moody's* continúa siendo la calificadora que tiene a México con la mayor calificación. Como se observa en la tabla de abajo, el “A3” de *Moody's* está un *notch* (grado) arriba del BBB+ de S&P y Fitch. La diferencia está en la perspectiva “estable” de las otras dos calificadoras vs. el “negativo” de *Moody's* el día de hoy. En nuestra opinión, la reacción del mercado ha sido relativamente moderada–y probablemente también lo sería en el eventual caso de una reducción a la calificación–, ya que no implicó (o implicaría) cambios en los mandatos globales de inversión. De hecho, cabe recordar que para acceder a mandatos de inversión que sólo aceptan papel con calificación mínima de “A”, se requiere tener dicha calificación por parte de por lo menos dos calificadoras, lo cual no es el caso para México, como ya mencionamos anteriormente.

Escala de Calificaciones Crediticias Soberanas*

Moody's	S&P	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	Grado de inversión
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB+	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
<hr/>			
Ba1	BB+	BB+	Grado de especulación
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1 a C	CCC+ a C	CCC+ a C	

Fuente: Bloomberg

*El área sombreada en gris corresponde a la calificación actual de México

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

Tasas locales y el peso acumulando pérdidas tras el anuncio de Moody's. La reacción inmediata de los mercados fue moderada, aunque ambos ya acumulan pérdidas más relevantes respecto al cierre de ayer en estos momentos. Hacia adelante, consideramos que cobrará mayor importancia el próximo anuncio de la SHCP sobre el uso de los recursos del remanente de Banxico y la estrategia para la reducción de deuda y/o apoyo financiero a Pemex, con los inversionistas en espera de los detalles para analizar su potencial efecto en las métricas de deuda del sector público. A pesar de la reacción hasta el momento, reiteramos nuestras recomendaciones en ambas clases de activos. Las tasas locales acumulaban una apreciación de 2-3pb a lo largo de la curva de bonos M en un entorno positivo para activos de riesgo. Dichas ganancias se revirtieron y ahora operan con pérdidas entre 3-4pb en la parte corta y de 2-4 en la parte media y larga de la curva, mientras que los derivados de THIE también muestran alzas, aunque más moderadas (1-2pb). Sin embargo, el alza acumulada implícita de la tasa de referencia de Banxico en estos instrumentos para el cierre de año se mantiene con muy pocos cambios, en alrededor de 50pb. Pensamos que esto sugiere que los inversionistas no descontarán una fuerte reacción de Banxico a la noticia en términos de un potencial ciclo de alza más restrictivo, aún muy atentos al Fed y el tipo de cambio.

En Bonos M, seguimos considerando que hay valor en la zona de 10 y 20 años, principalmente en los plazos Jun'22, Dic'24, Mar'26 y May'31. Por otra parte, pensamos que los instrumentos udizados pudieran tener un buen desempeño, especialmente si tomamos en cuenta que la dinámica de inflación actual pudiera implicar una mejoría en el *carry* en el 2S16, así como una valuación atractiva tomando en cuenta los niveles de *breakevens*. Consideramos que el plazo de 10 años es el que tiene un mayor valor, principalmente los plazos Jun'22 y Dic'25, pero sugerimos esperar a mejores condiciones para entrar al mercado de manera direccional. En el cambiario, el peso se presionó desde alrededor de 17.12 a 17.36 por dólar, una pérdida de 0.8% y la peor en emergentes. A pesar de lo anterior, reiteramos una postura direccional neutral en el MXN aunque con un sesgo más positivo para la operación, mismo que hemos recomendado desde la última reunión del Fed del pasado 15-16 de marzo. Tras el intento de rompimiento del soporte de 17.20 (cierre de 2015) no descartamos que el tipo de cambio se dirija a la zona de 17.10/17.05 (nivel de Fibonacci/PM de 200 días) e incluso el psicológico de 17.00, con este último nivel posiblemente mostrando un mayor interés de compra de dólares.

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, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, y María de la Paz Orozco, 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 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
Rey Saúl Torres Olivares	Analista Economía Nacional	saul.torres@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	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/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.rozco@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