

Reunión de primavera del FMI/BM 2015 – Más preguntas que respuestas

20 de abril 2015

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

Gabriel Casillas

Director General Análisis Económico
gabriel.casillas@banorte.com

- El fin de semana pasado se llevó a cabo la reunión de primavera del FMI y el BM en Washington, D.C., EE.UU.
- En nuestra opinión, los cuatro temas que más se discutieron fueron:
 - (1) Lento crecimiento global;
 - (2) Panorama menos pesimista de los precios del petróleo
 - (3) Normalización de la política monetaria en EE.UU.; y
 - (4) La compleja situación en Grecia
- En el caso del lento crecimiento global, el FMI revisó sus estimaciones del PIB potencial de la mayoría de los países, particularmente de los que se beneficiaron del súper-ciclo de las materias primas
- Sobre la normalización de política monetaria del Fed, las discusiones se centraron alrededor del impacto del mal clima para explicar la debilidad que observaron los datos económicos de 1T15
- La situación en Grecia se ha deteriorado significativamente, sobre todo ante la imposibilidad potencial de hacer frente a los próximos vencimientos de deuda, mientras el panorama de mediano plazo continúa siendo retador
- Cabe destacar que una vez más en este tipo de foros, México se continúa percibiendo como una de las mejores economías emergentes, a pesar del bajo crecimiento que ha observado
- Sobre política monetaria en México, si bien existe una percepción generalizada de que Banxico “esperará” al Fed para actuar, existen dudas sobre cómo se llevará a cabo esto, sobre todo por los espacios de tiempo que existen entre las fechas de las reuniones del Fed y las de Banxico
- En resumen, consideramos que las discusiones fueron fructíferas para poder generar escenarios sobre lo que puede ocurrir hacia delante, pero todavía existe mucha incertidumbre alrededor de los eventos tanto coyunturales (Fed, Grecia), como de los estructurales (crecimiento mediocre)

Reunión de primavera FMI/BM. El fin de semana pasado se llevó a cabo la reunión de primavera del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) en Washington, D.C., EE.UU. En nuestra opinión, los tres temas que más se discutieron fueron: (1) Lento crecimiento global; (2) normalización de la política monetaria en EE.UU.; y (3) la compleja situación en Grecia. En este sentido, se presentaron una gran variedad de análisis y se llevaron a cabo un sinnúmero de debates en torno a esos tres temas, pero consideramos que se llegaron a pocas respuestas.

Documento destinado al público en general

Lento crecimiento global. Si bien el staff del FMI llevó a cabo ajustes a sus pronósticos de crecimiento del PIB de varios países en la publicación actualizada de su “Panorama Económico Global” (o *World Economic Outlook*), como se puede apreciar en el recuadro de abajo, se decidió dejar la proyección de crecimiento mundial para 2015 en 3.5%. No obstante lo anterior, el FMI revisó a la baja sus estimados de PIB potencial para la mayoría de los países, particularmente los que se beneficiaron del súper-ciclo de las materias primas. Las nuevas estimaciones, ubican el crecimiento potencial en los niveles en los que estaba dicho crecimiento antes del súper-ciclo. En este sentido, para explicar este comportamiento, se continúan destacando las teorías rivales de “*estancamiento secular*” (*secular stagnation*) del ex Secretario del Tesoro Larry Summers –por el lado estructural-, y la de “*Esta vez es diferente*” (*This time is different*) del ex Economista en Jefe del FMI Kenneth Rogoff, de lado coyuntural. Rogoff sostiene que el hecho de que llevemos muchos años creciendo a tasas bajas no quiere decir que ya hubo un cambio estructural, como lo sugiere Summers y que por lo tanto, así va a ser hacia adelante. Para Rogoff, la diferencia de esta última crisis con respecto a las que se llevaron a cabo en las últimas décadas, es que la última vino acompañada de una crisis bancaria y financiera y que existe evidencia empírica de que este tipo de crisis tienen una duración mayor (alrededor de 8 años en promedio). Nosotros, juzgando por la experiencia de México en la crisis de 1994-1995, en que la economía tardó mucho tiempo en salir adelante, estamos de lado de Rogoff.

Pronósticos de crecimiento

% anual

	Proyecciones Abr-15		Proyecciones Ene-15	
	2015	2016	2015	2016
Global	3.5	3.8	3.5	3.7
Economías Avanzadas	2.4	2.4	2.4	2.4
Estados Unidos	3.1	3.1	3.6	3.3
Eurozona	1.5	1.6	1.2	1.4
Alemania	1.6	1.7	1.3	1.5
Francia	1.2	1.5	0.9	1.3
Italia	0.5	1.1	0.4	0.8
Japón	1.0	1.2	0.6	0.8
Mercados Emergentes	4.3	4.7	4.3	4.7
China	6.8	6.3	6.8	6.3
Brasil	-1.0	1.0	0.3	1.5
México	3.0	3.3	3.2	3.5

Fuente: WEO 2015

Panorama menos pesimista de los precios del petróleo. Antes de comentar sobre otro de los temas centrales –la normalización de tasas de interés del Banco de la Reserva Federal (Fed)-, un tema relevante que acompañó las discusiones fue el panorama sobre los precios del petróleo. Por el momento percibimos que ya no se ve tan probable ver precios abajo de los 40 dólares por barril (dpb) sino que, de hecho, se están haciendo revisiones de las proyecciones al alza hacia los 60 dpb. Cabe señalar que esto se está dando en un escenario en el que EE.UU. logrará llegar a un acuerdo con Irán, en el que una de las consecuencias sería agregar entre 1 y 1.3 millones de barriles diarios a la oferta global de crudo.

El menor impacto marginal de este acuerdo en el precio del petróleo se debe a la percepción de que es probable que el levantamiento de las sanciones impuestas a Irán se lleve a cabo en un largo periodo de tiempo y que cuando esto ocurra efectivamente, la producción de petróleo proveniente de los campos de *lutitas* en EE.UU. (*shale*) ya haya disminuido.

Normalización de política monetaria del Fed. Sobre la normalización de política monetaria del Fed, las discusiones se centraron en tres aspectos: (1) Qué tan relevante fue el mal clima para explicar la debilidad que observaron los datos económicos en 1T15. Aquí no hubo una opinión dominante, por lo que tendremos que esperar a que se publiquen datos de 2T15, para saber si realmente fue el clima o hubo algún factor adicional, inclusive estructural. Nosotros nos encontramos inclinados a pensar que el clima tuvo un impacto relevante, por lo que consideramos que es probable que veamos datos más sólidos hacia delante; (2) El momento en el que el Fed iniciará su ciclo de normalización de política monetaria. En este sentido, consideramos que la opinión tanto de los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto del Fed (FOMC), como de economistas tanto del FMI, como del BM y del sector privado, está muy dividida. Si bien mucho tiene que ver con la opinión que fundamenta la debilidad reciente de los datos de EE.UU. (*i.e.* si fue el clima o no), percibimos que los fondos denominados *real-money accounts* anticipan que el Fed iniciará su proceso de normalización en junio, mientras que los fondos de cobertura (o *hedge funds*) consideran que será hasta diciembre y nadie de los que escuchamos o platicamos espera que sea hasta 2016. En conclusión, los datos que se publicarán en EE.UU. sobre 2T15 serán clave. Si salen de lado positivo, darán la razón al clima y probablemente el Fed inicie en junio. Si siguen débiles, probablemente el Fed se espere a septiembre o diciembre; y en cuanto a (3) la magnitud de las alzas y el nivel terminal de la tasa de *Fed funds*, sólo se destacó que se espera que el FOMC sea muy gradual, inclusive con incrementos de tasas “cada otra reunión” (*i.e.* una sí y una no). No obstante lo anterior, una vez que se resuelva el momento en el que ocurra la primer alza de tasas, la magnitud, así como la velocidad y el momento en que se aumentarán las tasas hacia delante serán la fuente más importante de incertidumbre global.

Grecia – Se hacen evidentes los problemas de corto plazo y permanecen los de largo plazo. La situación en Grecia se ha deteriorado significativamente en las últimas semanas y seguirá generando bastante volatilidad en los mercados financieros internacionales al menos hasta junio, particularmente de aquí al 8 y 12 de mayo, en donde enfrentarán vencimientos importantes de deuda (1.4 y 0.8 miles de millones de euros, respectivamente). Asimismo, percibimos que cada vez que se resuelva algún asunto de corto plazo, regresarán las preocupaciones por el asunto que siga, hasta que se vuelva a llegar a un equilibrio estable de corto plazo, como ya ha ocurrido. No obstante lo anterior, el panorama de mediano plazo continúa siendo retador y si se llega a resolver esta serie de problemas de corto plazo, probablemente volvamos a tener una crisis similar dentro de un año más. Sobre todo porque al final del día, las presiones políticas tanto del interior, como del FMI y de los gobiernos de la Eurozona, no permiten que se lleven a cabo los ajustes realmente necesarios para resolver los problemas de raíz.

A pesar de todo, se sigue percibiendo una baja probabilidad de que Grecia salga de la Unión Monetaria Europea.

México: El mejor emergente, pero que no crece. Cabe destacar que una vez más en este tipo de foros, México se continúa percibiendo como una de las mejores economías emergentes, a pesar del bajo crecimiento que ha observado. No obstante lo anterior, con el crecimiento que se anticipa para este año para México y para los demás emergentes, el tema de bajo crecimiento en México se minimiza. Por ejemplo, el FMI espera un crecimiento de 0.9% para Latinoamérica este año, mientras que anticipa 3% para México (Banorte-Ixe: 3.6%). En este sentido, los inversionistas continúan viendo a México como “el ejemplo a seguir”, tanto por los logros en estabilidad macroeconómica, como por las reformas estructurales que ha llevado a cabo, pero siguen cuestionando por qué no crecemos y cuándo se verán los frutos. En cuanto a política monetaria en México, consideramos que los discursos que ofrecieron los miembros de la Junta de Gobierno de Banxico en el marco de la reunión anual, estuvieron totalmente en línea con la idea de “esperar” a que el Fed inicie su proceso de normalización, para subir tasas en México también. Cabe señalar que varios inversionistas comentaron que con la inflación en México tan baja y con el crecimiento todavía poco dinámico, tal vez Banxico pueda esperar a subir tasas, inclusive si el Fed inicia su proceso de normalización. Al respecto, un miembro de la Junta de Gobierno de Banxico comentó que una vez que el Fed suba tasas, Banxico actuará rápidamente. Otro asunto que se discutió, pero de manera más informal entre analistas e inversionistas, fueron los espacios de tiempo que existen entre reuniones del Fed y de Banxico en los periodos en donde se espera que el Fed pueda iniciar su ciclo de alza de tasas. En este sentido, se comentó que si el Fed inicia su ciclo el 17 de junio, la siguiente reunión de política monetaria de Banxico es hasta el 23 de julio, es decir, cinco semanas después. Asimismo, ocurre un asunto similar si es en septiembre. En este caso, la reunión del FOMC es el 17 de septiembre y la siguiente reunión programada de Banxico es hasta el 15 de octubre, cuatro semanas después. La pregunta expresa de los inversionistas es si Banxico tendría que actuar convocando a una reunión no programada (*intra-meeting*). Al respecto, nosotros consideramos que si bien no hay duda de que Banxico tendría que actuar lo más rápido posible, creemos que tanto la situación económica de México (baja inflación y crecimiento moderado), como la credibilidad del Banco de México y las herramientas de la Comisión de Cambios, pueden dar tiempo para que Banxico actúe en reunión programada.

Más preguntas, que respuestas, por lo que es muy probable que continuemos en un episodio de alta volatilidad en los próximos meses. En resumen, consideramos que las discusiones que se llevaron a cabo en el marco de la reunión anual de primavera del FMI y el BM fueron fructíferas para poder generar escenarios sobre lo que puede ocurrir hacia delante. No obstante lo anterior, todavía existe mucha incertidumbre alrededor de los eventos tanto coyunturales –el inicio del proceso de normalización de tasas del Fed y la compleja situación de Grecia-, como de los estructurales, particularmente el crecimiento lento que se ha observado en las economías desarrolladas.

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

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Juan Carlos Alderete Macal, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Santiago Leal Singer, Rey Saúl Torres Olivares; Manuel Jiménez Zaldívar, Víctor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, Valentín III Mendoza Balderas, 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 Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Análisis Económico	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
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
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 de Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5004 - 1275
Victor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 5004 - 1231
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5004 - 1227
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 5004 - 1266
Valentín III Mendoza Balderas	Gerente de Análisis	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 5268 - 9000 x 1267
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.orozco@banorte.com	(55) 5004 - 5262

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 5004 - 1437

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Jorge de la Vega Grajales	Director General Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	vrolan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454