

Reunión Anual del BID 2016: Enfrentando la volatilidad, buscando crecimiento

11 de abril 2016

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

- **La semana pasada se llevó a cabo la reunión anual del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Interamericana de Inversiones (CII), en Nassau, Bahamas**
- **Pérdida de interés entre los inversionistas de la región, con la excepción de Argentina**
- **En nuestra opinión, las principales conclusiones de la reunión son:**
 - (1) **México: El consumidor norteamericano, Pemex y la instrumentación de las reformas**
 - (2) **El regreso de Argentina al ámbito económico global**
 - (3) **Brasil todavía con una resaca prolongada que pudiera estar alcanzando un punto de inflexión**
 - (4) **Chile ha hecho frente a la caída en los precios de las materias primas**
 - (5) **Colombia ha perdido la atención de los inversionistas**
 - (6) **Perú enfrentando elecciones y con la esperanza de un crecimiento sostenido**
- **En conclusión, en las reuniones se discutieron maneras de enfrentar las olas de alta volatilidad, así como estrategias para diversificar fuentes de crecimiento y lograr que las economías de Latinoamérica retomen una senda ascendente**

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

Alejandro Padilla
Director de Estrategia
alejandro.padilla@banorte.com

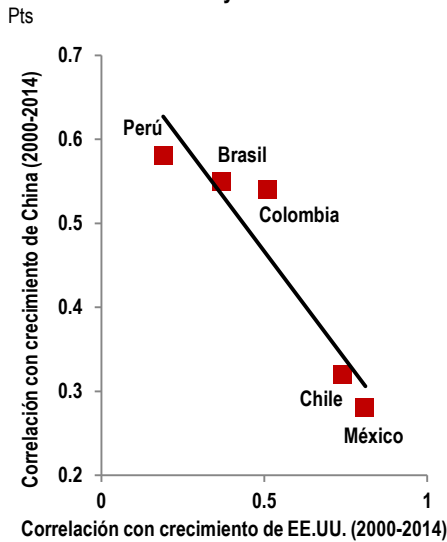
La discusión regresó a Latinoamérica. El Banco Interamericano de Desarrollo llevó a cabo su reunión anual este fin de semana en las paradisíacas islas de Las Bahamas. Cabe destacar que el lugar tuvo un significado especial debido a que significó que este foro de discusión regresó al continente americano, después de que el año pasado el BID realizó su reunión en Busán, Corea del Sur. Este evento de cuatro días, que reunió a funcionarios de bancos centrales, ministerios de finanzas y bancos de desarrollo locales y regionales, así como a economistas e inversionistas de todo el mundo que tienen un interés especial en Latinoamérica, se enfocó en cinco temas: (1) Finanzas públicas, que ha vuelto a tomar relevancia en algunos países debido a los retos que se han desprendido de la desaceleración económica global, sobre todo en los que utilizaron el gasto público como herramienta para ayudar a mitigar los efectos de la crisis de 2008-2009 y que no han llevado a cabo los ajustes necesarios cuando la situación fue mejorando; (2) seguridad y estado de derecho; (3) energía; (4) desarrollo del sector privado; y (5) cambio climático.

Pérdida de interés entre los inversionistas de la región, pero no en Argentina. A pesar de que la reunión anual del BID se ha caracterizado por ser el foro más importante tanto para los gobiernos de Latinoamérica como para los fondos que llevan a cabo inversiones en la región, desafortunadamente percibimos un menor interés de los inversionistas. Esto fue evidente al observar una baja tasa de participación. En nuestra opinión, esto tuvo mucho que ver con la fase baja del ciclo por la que están atravesando las economías emergentes, así como el hecho de que la reunión anual del BID del año pasado se haya llevado a cabo en Asia. No obstante lo anterior, el detalle que más llamó la atención fue el regreso de Argentina a los foros globales de discusión después de haber declarado una moratoria en su deuda soberana en 2001 y la subsecuente serie de políticas económicas desapegadas a la ortodoxia económica los que alejó del interés de los inversionistas globales por más de una década. Esto cambió radicalmente con la victoria reciente del Presidente Macri, así como la serie de malas políticas que su gobierno ha logrado revertir en un corto periodo de tiempo.

Enfrentando olas de alta volatilidad y en algunos casos, hasta recesión. El fin de la política monetaria ultra-laxa del Banco de la Reserva Federal en EE.UU. (Fed), así como el fin de la gran expansión económica de China y su desaceleración, terminó con muchos años de crecimiento sostenido en varias naciones de Latinoamérica. En nuestra opinión, el impacto particular de estos dos fenómenos en cada economía de la región está siendo determinado por tres factores: (1) Nivel de apertura tanto comercial, como de la cuenta de capital; (2) el grado de participación de las materias primas (*commodities*) en las exportaciones totales; y (3) el apego a la ortodoxia económica. En este contexto, países con altos porcentajes en (1) y (2), significaron una alta correlación con el crecimiento de China (gráfica de abajo a la izquierda) y un mayor traspaso de la depreciación cambiaria a la inflación (gráfica de abajo, en medio). En este sentido, mientras que una alta correlación con China ha sido una de las razones principales detrás de la desaceleración de Chile, Perú y Colombia, añadir a este factor la instrumentación de políticas públicas desapegadas a la ortodoxia económica está demostrando ser una combinación “tóxica” para países como Venezuela y Brasil, que actualmente se encuentran en recesión. Sobre todo que estas recesiones están siendo acompañadas por altas tasas de inflación, fenómeno denominado “estanflación”, que no se había observado en Latinoamérica desde los ochentas e inicios de los noventa. De hecho, estos factores han tenido una incidencia importante tanto en las acciones que han tenido que tomar los bancos centrales, como las agencias calificadoras de crédito soberano (gráfica de abajo a la derecha). En este contexto, México se ve muy bien, por su lejanía económica con China –que se está desacelerando-, y su cercanía –también económica-, con EE.UU., así como el apego que han tenido las autoridades a la ortodoxia económica. Este apego ha sido muy relevante porque México la mantuvo, inclusive en momentos en los que la mayoría de los países llevó a cabo medidas de estímulo fiscal en el episodio subsecuente a la crisis de 2008-2009.

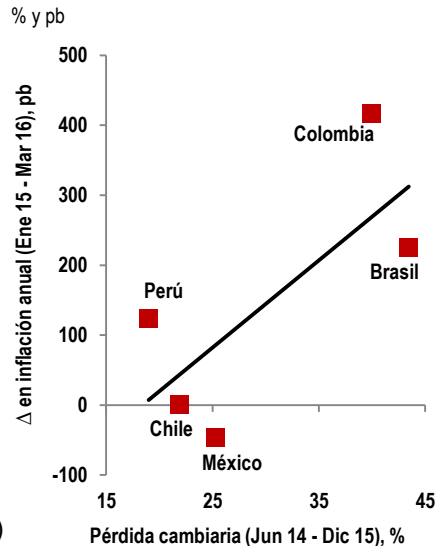
En esos momentos el gobierno mexicano instrumentó medidas de consolidación fiscal. No tenemos duda de que tanto la apertura comercial, como el enfoque manufacturero de nuestras exportaciones y el apego a la ortodoxia económica nos han ayudado a transitar mejor los episodios recientes de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales, con una tasa de crecimiento más estable y un menor traspaso de tipo de cambio a la inflación, que se han reflejado en los movimientos que ha llevado a cabo el banco central. No obstante lo anterior, México enfrenta retos importantes, como la forma en la que tendrá que arreglar Pemex.

Correlación con China y EE.UU.



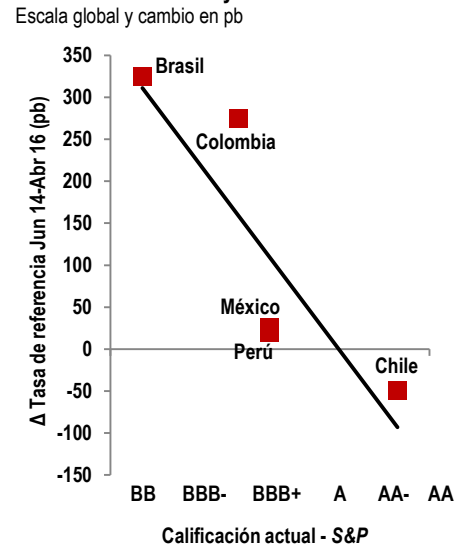
Fuente: Bloomberg, Banorte-ixe

Pérdidas cambiarias e inflación



Fuente: Bloomberg, Banorte-ixe

Calificación crediticia y tasa de referencia



Fuente: Bloomberg, Banorte-ixe

Las reuniones a detalle...

México: El consumidor norteamericano, Pemex y la instrumentación de las reformas. No hay duda de que la economía mexicana continúa “atada” a la economía de EE.UU. Por el lado de la economía real, cabe señalar que si bien la relación económica entre México y EE.UU. está concentrada en el sector manufacturero de ambos países, el resultado final es una alta correlación entre la manufactura mexicana y el consumidor norteamericano. Por lo tanto, el comportamiento del consumo privado en EE.UU. y los riesgos potenciales a los que está sujeto son una de las principales preocupaciones de las autoridades mexicanas. Del lado monetario, va a ser muy difícil que las acciones que tome el Banco de México se deslinden de la política monetaria del Fed. Si bien varios miembros de la Junta de Gobierno de Banxico han comentado que podrían existir ciertas condiciones de mercado en las que Banxico podría no tener que actuar necesariamente si el Fed aumenta la tasa de *Fed Funds* (i.e. un mercado cambiario estable, por ejemplo, podría permitir a Banxico mantener la tasa sin cambios incluso si el Fed sube), consideramos que es mucho más factible que Banxico incluso tenga que aumentar la tasa de referencia más que el Fed, como sucedió recientemente.

Lo anterior estaría inducido por olas intermitentes de elevada volatilidad, que anticipamos que se estarán formando este año, debido a muchos eventos de riesgo y fuentes de incertidumbre global. En las reuniones estuvimos escuchando que lo más preocupa a los inversionistas globales sobre México es el difícil balance entre apoyar a Pemex y mantener finanzas públicas sanas. En ausencia de una reforma fiscal que fortalezca los ingresos no petroleros, el gobierno mexicano continúa dependiendo de Pemex. Sin embargo, no se ve sencilla la manera en que el gobierno mexicano pueda arreglar a Pemex sin comprometer las finanzas públicas. Pemex tiene un claro problema de liquidez de corto plazo y necesita ajustes estructurales de largo plazo para poder ser más eficiente y construir capital (que actualmente es negativo). En este sentido, se necesitan inyecciones de dinero para arreglar ambos problemas y aunque la dependencia de los ingresos petroleros ha disminuido, continúa siendo significativa (~20%). No obstante, varios inversionistas nos comentaron que tienen confianza en que el gobierno encontrará una trayectoria dinámica óptima para lograr enfrentar el dilema de Pemex. Consideramos que la reciente revisión de la perspectiva crediticia de *Moody's* –de “estable” a “negativa”- es un reflejo de la necesidad de contar con un mapa de ruta detallado sobre el plan que tiene el gobierno para arreglar este problema. No obstante lo anterior, en general se sigue percibiendo a México como el mejor país emergente y se continúa poniendo especial atención a la instrumentación de las reformas estructurales.

El regreso de Argentina al ámbito económico global. Como comentamos al inicio de la presente nota, Argentina fue el país que más llamó la atención de los participantes de la reunión anual del BID. Esto se debió a la reciente victoria del Presidente Macri, así como las medidas de política económica que ha sido capaz de instrumentar y la velocidad con la que ha podido llevarlas a cabo. En varias de sus intervenciones oficiales, el Ministro de Economía, Prat-Gay, destacó seis acciones que ha llevado a cabo el gobierno de Macri en sus primeros 120 días de gobierno: (1) Honrando su deuda soberana; (2) cambios profundos al Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), para dejar de “mentir” en cuanto a los indicadores que publicaban, incorporando métricas y metodologías estándar -aceptadas por los departamentos de estadísticas nacionales de la Organización de Naciones Unidas (ONU) y del Fondo Monetario Internacional (FMI)-, y re expresando las series de datos en los casos en que les sea posible; (3) reiterando la autonomía del banco central, bajo la tutela de Federico Sturzenegger; (4) reconectando con el mundo, en donde las visitas recientes a Argentina de los Presidentes de EE.UU., Obama y Hollande, así como del Primer Ministro italiano, Renzi y la autorización del gobierno argentino al FMI para publicar los documentos previos y actuales que emanan del Artículo IV, son pruebas del compromiso de la administración actual para dar un giro de 180 grados en política exterior; (5) las modificaciones que destacó el Ministro Prat-Gay se llevaron a cabo con la aprobación de más de dos terceras partes de ambas cámaras, a pesar de que el partido de Macri ni siquiera cuenta con una mayoría relativa en ambas cámaras; y (6) se encuentran trabajando en un plan fiscal para reducir la gran cantidad de subsidios “que no tienen razón de ser” y fortalecer las finanzas públicas.

Brasil: Una resaca prolongada que pudiera estar alcanzando un punto de inflexión. Brasil continúa siendo una historia dolorosa en el espectro de mercados emergentes. El país ha estado inmerso en un escenario de recesión en los últimos dos años en un entorno de un elevado estrés político y social. Adicionalmente, la problemática con el virus del Zika no ha logrado disiparse y los inversionistas continúan cuestionándose sobre la fuerte carga fiscal de organizar los Juegos Olímpicos del mes de agosto. A principios de 2016 la nación sudamericana perdió su grado de inversión por parte de las principales agencias calificadoras, un *rating* que obtuvo durante el *boom* del súper-ciclo de materias primas y el fuerte crecimiento de la economía china. A pesar de ello, los mercados parecieran estar apostando ahora a una modesta luz de esperanza influida por el posible proceso político de dimisión presidencial junto con valuaciones estresadas de algunos instrumentos financieros. Esta situación explica por qué los activos brasileños observaron una apreciación cercana a 13% en el 1T16 después de la fuerte depreciación de 36% el año pasado. La Presidenta Dilma Rousseff continúa perdiendo aliados políticos de una manera rápida, algo que ha sido bien recibido por los participantes de los mercados internacionales debido a los enormes errores de política económica que han tenido lugar durante sus dos administraciones. En este sentido, abril será un mes clave para las discusiones en el Congreso, aunque los mercados se han adelantado demasiado a un posible escenario benigno sobre la situación política en Brasil. De acuerdo con cifras publicadas por el *IIF (Institute of International Finance)* los flujos de capital extranjero hacia los mercados brasileños fueron de US\$2,000 millones en marzo (US\$13,400 millones para toda Latinoamérica). El mensaje proveniente de las reuniones del Banco Interamericano de Desarrollo en términos de Brasil fue muy claro. El proceso de desafuero político es solamente un paso inicial hacia cambios estructurales urgentes para que la economía gane tracción nuevamente. El gobierno se encuentra en una situación compleja, presionado por sus ciudadanos, empresas y los mercados para enfrentar problemas internos en la forma de recesión económica, elevada inflación, desbalances de cuentas fiscales y externas, y una importante disminución en la productividad. Todas estas condiciones están coexistiendo con un entorno externo difícil. Los inversionistas demandan políticas macroeconómicas sólidas y consistentes, un mayor gasto en infraestructura y una cohesión política para el diseño y aprobación de reformas estructurales. En general, los mercados globales muestran un alto grado de confianza de que el juicio político sobre Dilma pudiera llevarse a cabo de manera exitosa y pudiera constituir los cimientos para poder alcanzar un marco macroeconómico más estable, aunque todavía reconociendo un año 2016 altamente complicado en términos de la dinámica de la economía y retos importantes para los próximos años.

Chile: Haciendo frente a la caída en los precios de las materias primas. La caída en los precios de los *commodities* ha afectado a Chile de una manera significativa, sugiriendo la necesidad de diversificar sus fuentes de crecimiento. El país andino es menos vulnerable a la fuerte caída en los precios del petróleo, toda vez que es una de las pocas naciones latinoamericanas en ser importadoras netas. Sin embargo, ha observado una fuerte afectación en el desempeño de su economía por dos razones: una difícil dinámica del cobre (cerca de 63% del total de sus exportaciones) y una desaceleración de la economía china (el mayor socio comercial contabilizando 24% del total de sus exportaciones). A pesar de este escenario, Chile continúa manteniendo el mayor grado de calificación soberana en la región y ha logrado evitar un escenario de recesión. Bajo este contexto, tanto inversionistas como los actores de las políticas económicas de la región que atendieron a las reuniones del BID de este año han resaltado la importancia de políticas macroeconómicas sólidas y han reconocido el esfuerzo de Chile de mantener cuentas fiscales y externas saludables. El país aprovechó el *boom* del cobre durante el periodo de 2002-2012 de una manera responsable, adoptando una postura conservadora a través de la creación de varios mecanismos de ahorro, entre los que destaca el *Fondo de Estabilización Económica y Social*. El balance de riesgos para la economía es favorable a pesar de un escenario incierto en términos de las materias primas y China hacia delante. La Presidente Michelle Bachelet ha enfrentado menores tasas de crecimiento en comparación con las expectativas, con una depreciación significativa de su moneda (en línea con lo acontecido en otras divisas emergentes) y condiciones adversas que han retrasado de manera moderada su agenda política y económica. A la luz de este nuevo paradigma, el Gobernador Vergara resaltó las preocupaciones del Banco Central de Chile en relación al menor crecimiento observado en sus principales socios comerciales, resultando en proyecciones del PIB menores a las previstas anteriormente para los próximos dos años en su último comunicado de política monetaria, acompañado de un modesto efecto de traspaso de las pérdidas cambiarias sobre la inflación.

Perú: Elecciones y la esperanza de un crecimiento sostenido. Las elecciones presidenciales tuvieron lugar ayer, con pocas sorpresas para los mercados. La líder en las encuestas, Keiko Fujimori, tuvo la victoria frente a sus principales contendientes Pedro Pablo Kuczynski y Verónica Mendoza, pero sin alcanzar los votos suficientes para ganar la contienda electoral. Esto resultará en una segunda ronda a disputarse el 5 de junio. La decisión final del electorado será de extrema importancia en un entorno de mayor crecimiento en años recientes pero con vientos en contra para el crecimiento provenientes de menores precios de las materias primas, una débil demanda externa (principalmente China), e inclusive los efectos que pudiera tener “*El Niño*” sobre la infraestructura. El fortalecimiento de la economía peruana a pesar de un escenario complejo sobre los precios de las materias primas recae sobre dos pilares: políticas consistentes y una estrategia preventiva adoptada durante periodos de auge (como el caso del *Fondo de Estabilización Fiscal*). No solamente las cifras del gobierno han tenido un comportamiento relativamente defensivo, sino también la mayoría de los indicadores sobre la situación financiera del sector corporativo (con una limitada exposición a deuda en moneda extranjera o a tasas revisables).

En este sentido, el nuevo gobierno tendrá la encomienda de mantener la fuerte confianza sobre la historia exitosa de Perú en los últimos años. Tomando en cuenta este contexto, los inversionistas durante los eventos del BID escucharon de manera complaciente que la política fiscal conservadora continuará a través del financiamiento previo de los requerimientos del gobierno para el siguiente año. Más aún, las autoridades intentarán llevar a cabo un manejo más eficiente de los costos de financiamiento así como de la duración de la curva de deuda soberana. De esta manera, los participantes del mercado aguardarán noticias en el frente político para hacer una aseveración más apropiada sobre la situación de la economía peruana, manteniendo una perspectiva positiva sobre sus fundamentales a pesar de bajos precios de *commodities*.

Colombia: Perdiendo atención de los inversionistas. Pareciera que Colombia ha perdido parte de su atractivo de los últimos años, conforme los participantes del mercado han reconocido que la prima de riesgo país está valuada en una manera justa en comparación con el estado actual de la economía, resultando en un *risk reward* menos favorable. Las cuentas externas se han deteriorado recientemente ante la menor demanda externa y la fuerte disminución en los precios del petróleo, de una manera similar a Chile y Perú. Sin embargo, la economía colombiana ha observado un mayor efecto de traspaso de las pérdidas cambiarias sobre la inflación, al mismo tiempo que un modesto deterioro de sus fundamentales, lo cual pudiera incrementar la prima de riesgo hacia adelante. Adicionalmente, Colombia tiene una elevada exposición a ingresos petroleros, provenientes de Ecopetrol y otras firmas relacionadas al sector, lo cual pudiera derivar en un riesgo más elevado para las corporaciones si la dinámica continúa deteriorándose. El gobierno ha mostrado su compromiso con políticas económicas prudentes, pero los mercados están conscientes de las condiciones adversas provenientes del entorno externo. A pesar de ello, el Ministerio de Finanzas tendrá la oportunidad de continuar con su estrategia de financiamiento, buscando una mezcla eficiente de emisiones en moneda local y extranjera, así como tratar de diversificar aún más la base de inversionistas (explorando otras regiones potenciales). La fuerte depreciación de su moneda ha afectado no solamente los niveles y costos de endeudamiento del gobierno, sino también del sector corporativo, lo cual pudiera verse traducido en los precios de los activos colombianos.

En búsqueda del crecimiento económico. Debido a que actualmente existe poco espacio para llevar a cabo políticas expansionistas tanto del lado fiscal como del monetario en la mayoría de los mercados emergentes, los participantes de la reunión anual del BID se concentraron en dos acciones para propiciar crecimiento en la región: (1) Inversión en infraestructura, principalmente mediante asociaciones público-privadas; y (2) reformas estructurales para abrir o mejorar sectores relevantes de la economía. En nuestra opinión, no cabe duda que de que llevar a cabo este tipo de acciones es de gran importancia y que son una receta para todos los países que desean impulsar su crecimiento económico.

No obstante lo anterior, las economías latinoamericanas se encuentran en diferentes fases de desarrollo en tres aspectos: (1) Estabilidad macroeconómica (e.g. independencia operativa y legal del banco central, reglas fiscales estructurales, regímenes de tipo de cambio más flexible, etc.); (2) transparencia, rendición de cuentas y la instrumentación de un estado de derecho; y (3) reformas estructurales, que se habían mencionado. El punto que queremos destacar es que una vez que se traza la ruta para llevar a cabo un avance importante en estos tres aspectos, consideramos que los gobiernos deben de instrumentar otro tipo de políticas que tomen en cuenta las cambiantes condiciones que está imponiendo el fuerte cambio tecnológico actual: (1) Optimizar las condiciones para el desarrollo de negocios, particularmente para emprendedores; y (2) un cambio estructural en los programas educativos que estén orientados a tres objetivos: (a) Desarrollar la creatividad; (b) utilización de computadoras y programación de *software* (e.g. para la creación de *apps*); y (c) aprendizaje de Inglés. Además de intentar adaptar la currícula estudiantil para afrontar el choque tecnológico, también se aprovechan las bondades de éste. Sobre todo al ver al uso de computadoras y el aprendizaje del idioma Inglés, como catalizadores que abren una plétora de conocimiento en Internet. En nuestra opinión, este tipo de habilidades darán un mucho mayor valor agregado a la población para sobresalir o en algunos casos, sobrevivir la transición al nuevo mundo.

Principales indicadores económicos de países de Latinoamérica

País	PIB (% a/a)		Inflación (% a/a)		Tasa de referencia (%)		Tipo de cambio (por USD)	
	2016e	2015	2016e	2015	2016e	2015	2016e	2015
Brasil	-3.6	-3.8	8.5	9.0	13.75	14.25	3.97	3.96
Chile	1.9	2.1	4.0	4.3	3.75	3.50	699.0	708.6
Colombia	2.4	3.1	6.7	5.0	6.50	5.75	3,250.0	3,174.5
México	2.3	2.5	2.8	2.1	4.25	3.25	17.60	17.21
Perú	3.5	3.2	3.7	3.5	4.50	3.75	3.54	3.41

Fuente: Bloomberg, Banorte-Ixe

Registro de las últimas recomendaciones de renta fija

Recomendación	Entrada	Objetivo	Stop-loss	Cierre	Status	P/L	Fecha apertura	Fecha cierre
Recibir TIIIE-IRS 1 año (13x 1)	3.92%	3.67%	4.10%	3.87% ¹	Cerrada	Ganancia	12/nov/2015	08/feb/2016
Largo dif TIIIE-28 vs US Libor de 10 años	436pb	410pb	456pb	410pb	Cerrada	Ganancia	30/sep/2015	23/oct/2015
Recibir TIIIE-IRS 9 meses (9x 1)	3.85%	3.65%	4.00%	3.65%	Cerrada	Ganancia	03/sep/2015	18/sep/2015
Dif.TIIIE-28 2/10 años (aplanamiento)	230pb	200pb	250pb	200pb	Cerrada	Ganancia	25/jun/2015	29/jul/2015
Invertir Mbono Dic'24	6.12%	5.89%	6.27%	5.83%	Cerrada	Ganancia	13/mar/2015	19/mar/2015
Recomendación de valor relativo - Bonos M 10 años (Dic'24) / aplanamiento curva					Cerrada	Ganancia	22/dic/2014	06/feb/2015
Pagar TIIIE-IRS 3 meses (3x 1)	3.24%	3.32%	3.20%	3.30%	Cerrada	Ganancia	29/ene/2015	29/ene/2015
Pagar TIIIE-IRS 9 meses (9x 1)	3.28%	3.38%	3.20%	3.38%	Cerrada	Ganancia	29/ene/2015	29/ene/2015
Pagar TIIIE-IRS 5 años (65x 1)	5.25%	5.39%	5.14%	5.14%	Cerrada	Pérdida	04/nov/2014	14/nov/2014
Invertir Udibono Dic'17	0.66%	0.45%	0.82%	0.82%	Cerrada	Pérdida	04/jul/2014	26/sep/2014
Recomendación de valor relativo - Bonos M de 5 a 10 años					Cerrada	Ganancia	05/may/2014	26/sep/2014
Recibir TIIIE-IRS 2 años (26x 1)	3.75%	3.55%	3.90%	3.90%	Cerrada	Pérdida	11/jul/2014	10/sep/2014
Recibir TIIIE-IRS 1 año (13x 1)	4.04%	3.85%	4.20%	3.85%	Cerrada	Ganancia	06/feb/2014	10/abr/2014
Invertir Udibono Jun'16	0.70%	0.45%	0.90%	0.90%	Cerrada	Pérdida	06/ene/2014	04/feb/2014
Invertir Mbono Jun'16	4.47%	3.90%	4.67%	4.06%	Cerrada	Ganancia	07/jun/2013	21/nov/2013
Recibir TIIIE-IRS 6 meses (6x 1)	3.83%	3.65%	4.00%	3.81%	Cerrada	Ganancia	10/oct/2013	25/oct/2013
Recibir TIIIE-IRS 1 año (13x 1)	3.85%	3.55%	4.00%	3.85%	Cerrada	Sin cambios	10/oct/2013	25/oct/2013
Invertir Udibono Dic'17	1.13%	0.95%	1.28%	1.35%	Cerrada	Pérdida	09/ago/2013	10/sep/2013
Recibir TIIIE-IRS 9 meses (9x 1)	4.50%	4.32%	4.65%	4.31%	Cerrada	Ganancia	21/jun/2013	12/jul/2013
Diferencial TIIIE-Libor 10 años	390pb	365pb	410pb	412pb	Cerrada	Pérdida	07/jun/2013	11/jun/2013
Recibir TIIIE-IRS 1 año (13x 1)	4.22%	4.00%	4.30%	4.30%	Cerrada	Pérdida	19/abr/2013	31/may/2013
Invertir Udibono Jun'22	1.40%	1.20%	1.55%	0.97%	Cerrada	Ganancia	15/mar/2013	03/may/2013
Recibir TIIIE-IRS 1 año (13x 1)	4.60%	4.45%	4.70%	4.45%	Cerrada	Ganancia	01/feb/2013	07/mar/2013
Invertir Mbono Nov'42	6.22%	5.97%	6.40%	5.89%	Cerrada	Ganancia	01/feb/2013	07/mar/2013
Invertir Udibono Dic'13	1.21%	0.80%	1.40%	1.40%	Cerrada	Pérdida	01/feb/2013	15/abr/2013
Recibir TIIIE-IRS 1 año (13x 1)	4.87%	4.70%	5.00%	4.69%	Cerrada	Ganancia	11/ene/2013	24/ene/2013
Recibir TIIIE Pagar Mbono 10 años	46pb	35pb	54pb	54pb	Cerrada	Pérdida	19/oct/2012	08/mar/2013
Diferencial TIIIE-Libor 10 años	410pb	385pb	430pb	342pb	Cerrada	Ganancia	21/sep/2013	08/mar/2013
Invertir Udibono Dic'12	+0.97%	-1.50%	+1.20%	-6.50%	Cerrada	Ganancia	01/may/2012	27/nov/2012
Invertir Udibono Dic'13	+1.06%	0.90%	+1.35%	0.90%	Cerrada	Ganancia	01/may/2012	14/dic/2012

¹ Ganancias de carry y roll-down de 17pb

Registro de las últimas recomendaciones del mercado cambiario*

Recomendación	Entrada	Objetivo	Stop-loss	Cierre	Status	P/L*	Fecha apertura	Fecha Cierre
Direccional: Largo USD/MXN	14.98	15.50	14.60	15.43	Cerrada	Ganancia	20-mar-15	20-abr-15
Direccional: Corto EUR/MXN	17.70	n.a.	n.a.	16.90	Cerrada	Ganancia	5-ene-15	15-ene-15
Trading: Largo USD/MXN	14.40	n.a.	n.a.	14.85	Cerrada	Ganancia	15-dic-14	5-ene-15
Trading: Largo USD/MXN	13.62	n.a.	n.a.	14.11	Cerrada	Ganancia	21-nov-14	3-dic-14
Direccional: Corto USD/MXN	13.21	n.a.	n.a.	13.64	Cerrada	Pérdida	10-sep-14	26-sep-14
Trading: Corto EUR/MXN	17.20	n.a.	n.a.	17.03	Cerrada	Ganancia	27-ago-14	4-sep-14
USD/MXN call spread**	12.99	13.30	n.a.	13.02	Cerrada	Pérdida	6-may-14	13-jun-14
Corto direccional USD/MXN	13.00	12.70	13.25	13.28	Cerrada	Pérdida	31-oct-13	8-nov-13
Corto límite USD/MXN	13.25	12.90	13.46	--	Cancelada	--	11-oct-13	17-oct-13
Corto especulativo USD/MXN	12.70	12.50	13.00	13.00	Cerrada	Pérdida	26-jul-13	21-ago-13
Corto EUR/MXN	16.05	15.70	16.40	15.69	Cerrada	Ganancia	29-abr-13	9-may-13
Largo USD/MXN	12.60	12.90	12.40	12.40	Cerrada	Pérdida	11-mar-13	13-mar-13
Largo USD/MXN	12.60	12.90	12.40	12.85	Cerrada	Ganancia	11-ene-13	27-feb-13
Táctico corto límite en USD/MXN	12.90	12.75	13.05	--	Cancelada	--	10-dic-12	17-dic-12

* Únicamente rendimiento de la posición en el spot (sin incluir carry)

** Strike bajo (long call) en 13.00, strike alto (short call) en 13.30. Costo de la prima de 0.718% del notional

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, 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, 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 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.orozco@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	hugo.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