



MÉXICO: LA DEUDA Y LA CALIFICACIÓN

RIESGOS EN LA CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MÉXICO

La semana pasada, Fitch Ratings alertó sobre una posible presión al perfil crediticio de México. Recordemos que ello no es nuevo pues en 2016, las agencias calificadoras recortaron la perspectiva de México de estable a negativa, aunque la calificación se mantuvo en BBB+ (Véase: [Cambio de Perspectiva](#)). La justificación del ajuste obedeció principalmente al incremento en la deuda del gobierno y a un bajo crecimiento económico. A partir de dicho momento, la atención se ha centrado en la evolución de dichas variables, por lo que un deterioro en las mismas podría repercutir en un recorte en la calificación del país, que actualmente cuenta con grado de inversión.

DEUDA Y PIB HACIA 2017: NO COMPROMETERÁN GRADO DE INVERSIÓN

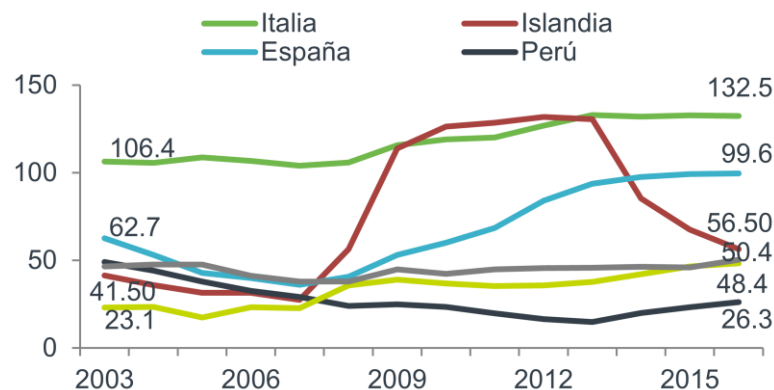
Para 2017, la SHCP estima que la deuda total de México sea de 50.2% del PIB. Existen riesgos para que la razón deuda/PIB aumente, tales como un menor crecimiento de la actividad económica y un encarecimiento de la deuda en moneda extranjera. Ello cobra relevancia al considerar que la proyección de dicha razón por parte del gobierno incorpora supuestos optimistas que difícilmente lograrán concretarse (PIB de entre 2.0-3.0% y un tipo de cambio promedio de 18.2 pesos por dólar para este año).

No obstante lo anterior, es de considerar los remanentes de operación de Banxico que son transferidos a la SHCP, ya que cerca del 70.0% de dichos ingresos son utilizados para el pago de la deuda. Dicho elemento no es considerado en la estimación señalada con anterioridad, lo que incluso apoyó a la razón deuda/PIB en 2016. Esperamos que este año, dada la depreciación cambiaria respecto al año previo, el monto de los remanentes supere al registrado en 2016, con efectos benéficos para el pago de la deuda pública. En segunda instancia, la deuda denominada en moneda extranjera no supera el 40% de la deuda total y 20% de los ingresos del gobierno están denominados en dólares (petroleros). Ello permite, contrarrestar los efectos de una depreciación cambiaria en la deuda al considerar la mejor perspectiva para la cotización del crudo este año. Finalmente, esperamos una moderación de la economía en 2017, pero no una recesión económica que deteriore de manera importante la razón deuda/PIB. De tal manera que, si bien un cambio en la calificación soberana este año es probable, consideramos que difícilmente se comprometería su grado de inversión.

¿CUÁNDO PODRÍA SUCEDER EL CAMBIO?

Las agencias establecieron un plazo aproximado de 24 meses desde su ajuste en la perspectiva para evaluar la posibilidad de un cambio en la calificación. Consideramos que un elemento que también seguirán de cerca será la nueva [relación comercial](#) México-EUA por su impacto en el PIB. Las probabilidades apuntan a un ajuste en la calificación hasta después de aclararse dicho tema.

Así Va – Deuda como % PIB países con BBB+



Fuente: GFBX+ / Bloomberg

Así Va – Calificación Crediticia

País	Moody's	S&P	Fitch	Perspectiva	Grado de inversión
México	A3	BBB+	BBB+	Negativa	Grado de inversión
Colombia	Baa2	BBB	BBB	Estable	
Sudáfrica	Baa2	BBB-	BBB-	Negativa	
Brasil	Ba2	BB	BB	Negativa	
Vietnam	B1	BB-	BB-	Estable	Sin grado de inversión
Honduras	B2	B+	n.d.	Positiva	
Ecuador	B3	B	B	Estable	
Belice	Caa2	CC	n.d.	Estable	

“Los hechos no dejan de existir sólo porque sean ignorados”

Thomas Henry Huxley

Mariana Ramírez

mpramirez@vepormas.com
56251500 Ext. 1725

Marzo 13, 2017

@AyEveporMas



CATEGORÍA:
ANÁLISIS / ESTRATEGIA



7 TIEMPO ESTIMADO
DE LECTURA (min)



OBJETIVO DEL REPORTE
Dar a conocer el panorama
económico.

RIESGOS EN LA CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MÉXICO

En 2016, las agencias calificadoras recortaron la perspectiva de México de estable a negativa, aunque la calificación se mantuvo en BBB+ (Véase: [S&P y Moody's Cambio de Perspectiva](#)). La justificación del ajuste obedeció principalmente al incremento en la deuda del gobierno y a un bajo crecimiento económico. A partir de dicho momento, la atención se ha centrado en la evolución de dichas variables, por lo que un deterioro en las mismas podría repercutir en un recorte en la calificación del país, que actualmente se ubica dos escalones arriba del grado de inversión. Derivado de que las agencias establecieron un plazo aproximado de 24 meses desde su cambio en perspectiva (marzo Moody's y agosto S&P) para evaluar la posibilidad de un cambio en la calificación, vale la pena analizar la evolución de las variables.

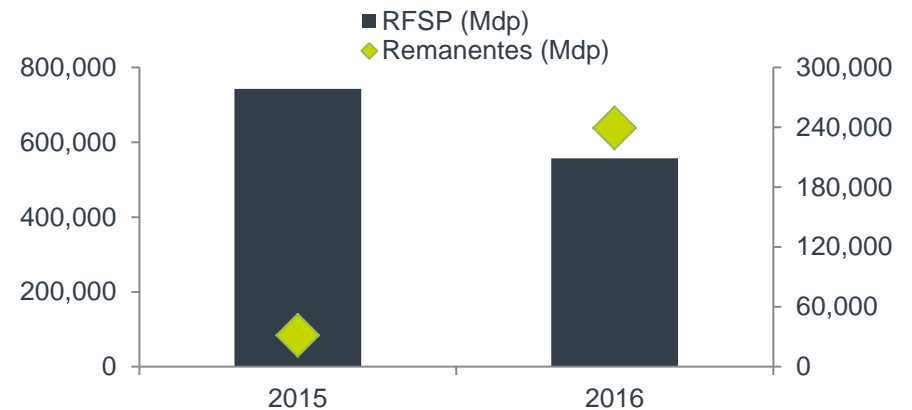
DEUDA Y PIB 2017: NO COMPROMETERÁN GRADO DE INVERSIÓN

Para 2017, la SHCP estima que la deuda total de México sea de 50.2% del PIB y que inicie una trayectoria decreciente para los siguientes años. Existen riesgos para que la razón deuda/PIB aumente, tales como un menor crecimiento de la actividad económica y un encarecimiento de la deuda en moneda extranjera. Ello cobra relevancia al considerar que la proyección de dicha razón incorpora supuestos de un crecimiento económico de entre 2.0-3.0% y un tipo de cambio promedio de 18.2 pesos por dólar¹. Nuestros pronósticos ascienden a 1.6% para el PIB y cerca de \$21.8 para cierre de año.

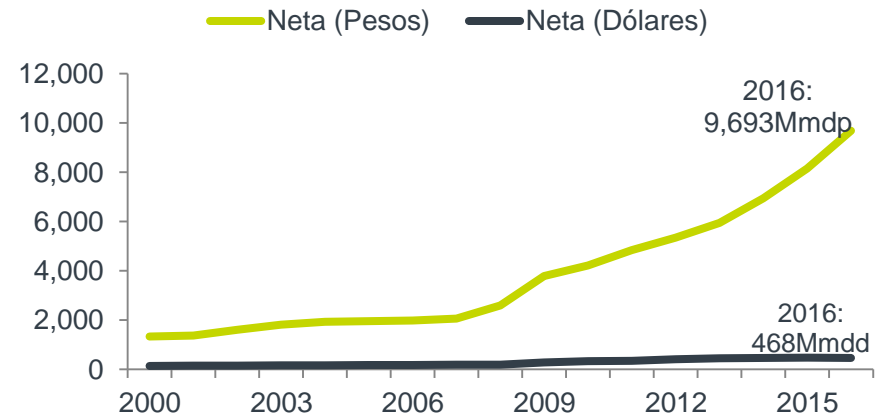
No obstante lo anterior, existen elementos positivos a considerar. En primera instancia, los **remanentes de operación** de Banxico que son transferidos a la SHCP, ya que cerca del 70.0% de los ingresos son utilizados para el pago de la deuda. Dicho elemento no es considerado en la estimación señalada con anterioridad, lo que incluso apoyó a la razón deuda/PIB en 2016, año en el que el banco central registró utilidades por 239Mmdp (1.2% del PIB). Esperamos que este año, dada la depreciación cambiaria respecto al año previo, el monto de los remanentes supere al registrado en 2016, con efectos benéficos en el pago de la deuda pública.

En segunda instancia, la **deuda denominada en moneda extranjera** no supera el 40% de la deuda total y 20% de los ingresos del gobierno están denominados en dólares (petroleros). Ello permite, en parte, contrarrestar los efectos de una depreciación cambiaria sobre la deuda del gobierno. Sobre todo al considerar que los precios del petróleo han mejorado su trayectoria en lo que va del año y podría hacerlo bajo comparación con 2016. En este sentido, en enero del presente año, los ingresos del gobierno por concepto del crudo incrementaron 30.3%, lo que apoya nuestra tesis. Como lo muestra la gráfica de la izquierda, históricamente la deuda en dólares se ha mantenido estable, lo que representa un compromiso de no adquirir deuda establecida en dólares. El riesgo que vemos en este punto, es que el costo de la deuda en pesos sea mayor al estimado, aumentando los costos no programables. La tasa de interés estimada por la SHCP para final de este año es de 5.3% vs. nuestro estimado de 7.25% y la actual de 6.25%.

Así Va – Aprovechamiento del Remanente de Banxico



Así Va – Deuda Neta



RFSP: Requerimientos Financieros del Sector Público. Fuente: GFBX+ / SHCP.

¹ Conforme a los Criterios Generales de Política Económica 2017.

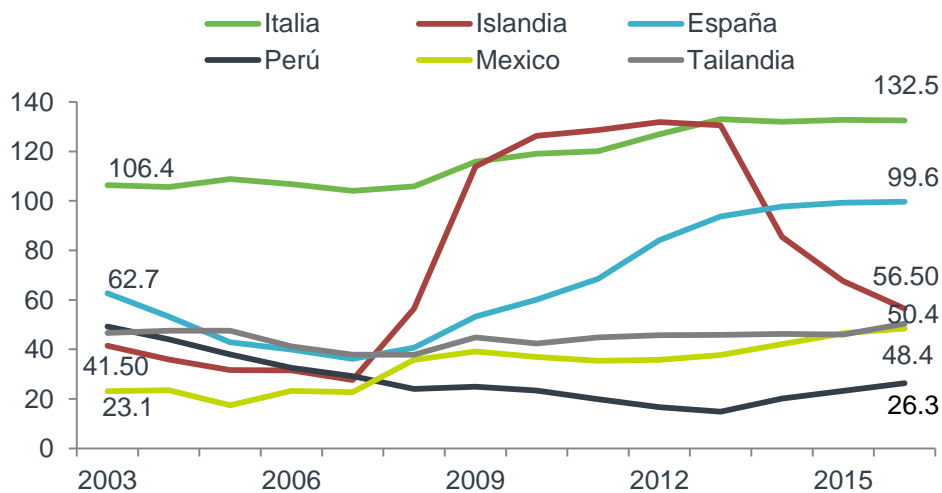
Como tercer punto, la deuda de México todavía continúa debajo de la **mediana** de países con calificación similar (BBB+). En 2016, se situó en 48.4% del PIB, mientras que la mediana se situó en 53.5%. También en este punto es de mencionar que, la tendencia de la razón deuda/PIB se ha incrementado desde 2003, sin embargo, su trayectoria difícilmente puede compararse con la de España, país con calificación de BBB+ cuya deuda pasó de 62.7% en 2003 a 99.6% en 2016.

Finalmente, esperamos una moderación de la economía este año, pero no una recesión económica que deteriore de manera importante la razón deuda/PIB. De tal manera que, si bien un cambio en la calificación soberana este año es probable, consideramos que difícilmente se comprometería su grado de inversión.

RELACIÓN MÉXICO-EUA: NUEVA PREOCUPACIÓN

Recientemente, las agencias calificadoras han advertido que un cambio en la relación entre México y EUA repercutirá en menor crecimiento económico y afectaciones en la cuentas externas a través de menores flujos de remesas, menor inversión y flujos de comercio. De tal manera que la nueva configuración en la relación México y EUA permitirá también definir cualquier ajuste a la calificación soberana. Las últimas declaraciones del Secretario de Comercio de EUA indicaron que será hasta finales de este año que se concreten las negociaciones del Tratado de Libre Comercio, por lo que dicho elemento se suma a las presiones sobre la calificación de México hacia adelante. Las probabilidades apuntan a un ajuste en la calificación hasta después de aclararse dicho tema.

Así Va – Deuda como % PIB países con BBB+



Fuente: GFBX+ / Bloomberg.

Así Va – Calificación Crediticia

País	Moody's	S&P	Fitch	Perspectiva	Grado de inversión
México	A3	BBB+	BBB+	Negativa	
Colombia	Baa2	BBB	BBB	Estable	Grado especulativo
Sudáfrica	Baa2	BBB-	BBB-	Negativa	
Brasil	Ba2	BB	BB	Negativa	
Vietnam	B1	BB-	BB-	Estable	
Honduras	B2	B+	n.d.	Positiva	
Ecuador	B3	B	B	Estable	
Belice	Caa2	CC	n.d.	Estable	

¿POR QUÉ IMPORTA EL GRADO DE INVERSIÓN?

El grado de inversión disminuye el riesgo de impago, lo que hace más atractiva la adquisición de deuda emitida por un país. Incluso, algunos inversionistas y fondos de inversión internacionales tienen establecido únicamente invertir en países con grado de inversión. De tal manera que tener un grado especulativo ocasiona menores flujos de inversión hacia un país determinado.

¿POR QUÉ LABORATORIO?

Porque nos percibimos y actuamos no únicamente como un área de análisis.

El laboratorio es un lugar dotado de los medios necesarios para realizar **investigaciones, prácticas y trabajos** de carácter científico, tecnológico o técnico; está equipado de instrumentos de medida o equipos para dichos fines y prácticas diversas. Se realizan pruebas hasta obtener resultados satisfactorios para el usuario.

También puede ser un aula o dependencia de cualquier centro docente.

Su importancia en cualquier especialidad radica en el hecho de que las **condiciones ambientales están controladas y normalizadas** de modo que:

1. **Se puede asegurar que no se producen influencias extrañas (independencia) que alteren el resultado del experimento o medición: control.**
2. **Se garantiza que el experimento o medición es repetible, es decir, cualquier otro laboratorio podría repetir el proceso y obtener el mismo resultado: normalización (metodología y proceso).**

REVELACIÓN DE INFORMACIÓN DE REPORTES DE ANÁLISIS DE **CASA DE BOLSA VE POR MÁS, S.A. DE C.V., GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS**, destinado a los clientes de CONFORME AL ARTÍCULO 50 DE LAS Disposiciones de carácter general aplicables a las casas de bolsa e instituciones de crédito en materia de servicios de inversión (las "Disposiciones").

Carlos Ponce Bustos, Rodrigo Heredia Matarazzo, Laura Alejandra Rivas Sánchez, Marco Medina Zaragoza, José María Flores Barrera, José Eduardo Coello Kunz, Rafael Antonio Camacho Peláez, Verónica Uribe Boyzo, Juan Antonio Mendiola Carmona, Mariana Paola Ramírez Montes, Alejandro Javier Saldaña Brito y Maricela Martínez Alvarez, analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, www.vepormas.com, el cual refleja exclusivamente el punto de vista de los Analistas quienes únicamente han recibido remuneraciones por parte de BX+ por los servicios prestados en beneficio de la clientela de BX+. La remuneración variable o extraordinaria que han percibido está determinada en función de la rentabilidad de Grupo Financiero BX+ y el desempeño individual de cada Analista.

El presente documento fue preparado para (uso interno/uso personalizado) como parte de los servicios asesorados y de Análisis con los que se da seguimiento a esta Emisora, bajo ningún motivo podrá considerarse como una opinión objetiva sobre la Emisora ni tampoco como una recomendación generalizada, por lo que su reproducción o reenvío a un tercero que no pueda acreditar su recepción directamente por parte de Casa de Bolsa Ve Por Más, S.A. de C.V. libera a ésta de cualquier responsabilidad derivada de su utilización para toma de decisiones de inversión.

Las Empresas de Grupo Financiero Ve por Más no mantienen inversiones arriba del 1% del valor de su portafolio de inversión al cierre de los últimos tres meses, en instrumentos objeto de las recomendaciones. Los analistas que cubren las emisoras recomendadas es posible que mantengan en su portafolio de inversión, la emisora recomendada. Conservando la posición un plazo de por lo menos 3 meses. Ningún Consejero, Director General o Directivo de las Empresas de Grupo Financiero, fungen con algún cargo en las emisoras que son objeto de las recomendaciones.

Casa de Bolsa Ve por Más, S.A. de C.V. y Banco ve por Más, S.A., Institución de Banca Múltiple, brindan servicios de inversión asesorados y no asesorados a sus clientes personas físicas y corporativos en México y en el extranjero. Es posible que a través de su área de Finanzas Corporativas, Cuentas Especiales, Administración de Portafolios u otras le preste o en el futuro le llegue a prestar algún servicio a las sociedades Emisoras que sean objeto de nuestros reportes. En estos supuestos las entidades que conforman Grupo Financiero Ve Por Más reciben contraprestaciones por parte de dichas sociedades por sus servicios antes referidos. La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos fidedignas, aún en el caso de estimaciones, pero no es posible realizar manifestación alguna sobre su precisión o integridad. La información y en su caso las estimaciones formuladas, son vigentes a la fecha de su emisión, están sujetas a modificaciones que en su caso y en cumplimiento a la normatividad vigente señalarán su antecedente inmediato que implique un cambio. Las entidades que conforman Grupo Financiero Ve por Más, no se comprometen, salvo lo dispuesto en las "Disposiciones" en términos de serializar los reportes, a realizar compulsas o versiones actualizadas respecto del contenido de este documento.

Toda vez que este documento se formula como una recomendación generalizada o personalizada para los destinatarios específicamente señalados en el documento, no podrá ser reproducido, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido parcial o totalmente aún con fines académicos o de medios de comunicación, sin previa autorización escrita por parte de alguna entidad de las que conforman Grupo Financiero Ve por Más.

CATEGORÍAS Y CRITERIOS DE OPINIÓN

CATEGORÍA CRITERIO	CARACTERÍSTICAS	CONDICION EN ESTRATEGIA	DIFERENCIA VS. RENDIMIENTO IPyC
FAVORITA	Emisora que cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Mayor a 5.00 pp
¡ATENCIÓN!	Emisora que está muy cerca de cumplir nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Puede o no formar parte de nuestro portafolio de estrategia	En un rango igual o menor a 5.00 pp
NO POR AHORA	Emisora que por ahora No cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	No forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Menor a 5.00 pp

GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS, S.A. de C.V.
DIRECCIÓN

Alejandro Finkler Kudler	Director General Casa de Bolsa	55 56251500	
Carlos Ponce Bustos	DGA Análisis y Estrategia	55 56251500 x 1537	cponce@vepormas.com
Javier Domenech Macias	Director de Tesorería y Mercados	55 56251500	
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director de Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	mardines@vepormas.com
Lidia Gonzalez Leal	Director Patrimonial Monterrey	81 83180300 x 7314	liqonzalez@vepormas.com
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251500 x 1541	icalderon@vepormas.com

ANÁLISIS BURSÁTIL

Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector A. Bursátil / Metales – Minería	55 56251500 x 1515	rheredia@vepormas.com
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251500 x 1514	lrivas@vepormas.com
Marco Medina Zaragoza	Analista / Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	mmedinaz@vepormas.com
José María Flores Barrera	Analista / Grupos Industriales / Aeropuertos	55 56251500 x 1451	jfloresb@vepormas.com
José Eduardo Coello Kunz	Analista / Financieras / Telecomunicaciones	55 56251700 x 1709	jcoello@vepormas.com
Rafael Antonio Camacho Peláez	Analista / Alimentos y Bebidas / Internacional	55 56251500 x 1530	racamacho@vepormas.com
Verónica Uribe Boyzo	Analista / Consumo Discrecional / Minoristas	55 56251500 x 1465	vuribeb@vepormas.com
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251500 x 1508	jmendiola@vepormas.com
Maricela Martínez Álvarez	Editor	55 56251500 x 1529	mmartineza@vepormas.com

ESTRATEGIA ECONÓMICA

Mariana Paola Ramírez Montes	Analista Económico	55 56251500 x 1725	mpramirez@vepormas.com
Alejandro J. Saldaña Brito	Analista Económico	55 56251500 x 1767	asaldana@vepormas.com

ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS

Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251500 x 1513	masanchez@vepormas.com
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251500 x 1526	gledesma@vepormas.com
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251500 x 1536	rhernandez@vepormas.com
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251500 x 1545	jfernandez@vepormas.com
Heidi Reyes Velázquez	Promoción de Activos	55 56251500 x 1534	hreyes@vepormas.com

COMUNICACIÓN Y RELACIONES PÚBLICAS

Adolfo Ruiz Guzmán	Comunicación y Relaciones Públicas / DGA Desarrollo Comercial	55 11021800 x 32056	aruiz@vepormas.com
--------------------	---	---------------------	--