

CATEGORÍA: Economía / OBJETIVO DEL REPORTE: Dar a conocer aspectos económicos de menor conocimiento general.

"Lo importante es no dejar de hacerse preguntas"

Albert Einstein

Mariana Ramírez  
asaldana@vepormas.com  
5625-1500 Ext. 1767

Febrero 22, 2018

 @AyEVeporMas



Laboratorio Bursátil / Nuestra Filosofía

## Lo que se Sabe: USD se Ha Debilitado y Recientemente Agudizó Su Depreciación

Desde finales de 2017, ha llamado la atención de los mercados la pérdida de fortaleza del dólar, que tan sólo en los últimos tres meses cayó 5.7% y sobre todo al considerar un contexto de alza en las tasas de interés en EUA. Más aún, en las últimas semanas agudizó su depreciación (1.0%), tan solo el jueves de la semana pasada tocó su menor nivel desde 2015. Diversas explicaciones han surgido en torno a dicho fenómeno, siendo la más famosa la aparición de los déficit gemelos (fiscal y comercial), derivado de las implicaciones que la Reforma Fiscal de EUA tendrán en el incremento del déficit del gobierno (1.5 billones de dólares en la próxima década).

### Gráfica 1. Índice Dólar y Posiciones USD (Número de Contratos)



Fuente: GFBX+ / Bloomberg.

## Lo que Pocos Saben: La Depreciación del Dólar NO Obedece a una sólo Razón

Desde agosto de 2017 se han observado posiciones en corto del USD (ver gráfica 1) en su mayor nivel desde 2011 y éstas se han prolongado por al menos seis meses. Las siguientes razones están detrás del movimiento del USD:

- + **Mayor aversión al riesgo:** En los últimos meses del año previo, las expectativas de expansión económica mundial han ido al alza (ver gráfica 2). Se pronostica que en 2018 la economía global crezca 3.7%, mayor al promedio de los últimos tres años (3.4%). Por ello, se ha dado un mayor apetito por activos de riesgo en detrimento del USD.
- + **Tiempo y Magnitud del Ciclo de Alza en Tasas EUA:** Desde diciembre de 2015 (25 meses), la Fed ha incrementado las tasas de interés en 125pbs, lo que contrasta con otros ciclos tanto en tiempo como en magnitud (ver gráfica 3). Por ejemplo, en el ciclo de 1988 las tasas de interés subieron más de 300pbs en 15 meses (hasta 9.5%). Adicionalmente, por primera vez en la historia, el ciclo de 2015 inició con tasas cercanas a 0.0%, por ello consideramos que con tasas todavía bajas (1.5%), el USD no reaccionó al alza en tasas como en otras ocasiones.
- + **Déficit Gemelo:** Los mercados están preocupados porque la Reforma Fiscal (con menor pago de impuestos que incrementa el ingreso disponible) aumentará el consumo, incluidos los bienes importados por lo que se generará un déficit comercial. En conjunto con el déficit fiscal generado por los estímulos fiscales, el fenómeno del déficit gemelo estará presente. Con ello, surge la necesidad de una depreciación del USD como variable de ajuste, para corregir este desbalance en la cuenta corriente, al resultar más caro comprar del exterior (ver [¿Qué es el déficit gemelo?](#)).

## Lo que Pocos Saben: El MXN Aumentará su Volatilidad

Con altas probabilidades y conforme a la historia, el MXN reflejará elementos inciertos (particularmente elecciones) a partir de abril - mayo, hasta desligarse de los posibles debilitamientos del USD y registrar depreciación temporal (ver [USD/MXN Cerrará \\$18.25 a \\$18.5 en 2018](#)).

### Pronósticos Positivos de PIB en 2018

Este año se han conjuntado condiciones favorables para el crecimiento económico global y por ende, un incremento en la demanda global con beneficio en el comercio del mundo. Particularmente, las perspectivas positivas se encuentran en las economías avanzadas (Ver Gráfica 2). En dicho sentido, todo parece indicar que los bancos centrales de Europa y Asia podrían retirar los estímulos monetarios.

En ese contexto, los inversionistas han reducido su aversión al riesgo y aumentado su apetito por otras divisas. El euro se ha apreciado 2.73% en lo que va del año y 14.2% en el último año.

### No Todos los Ciclos de la Fed Son Iguales

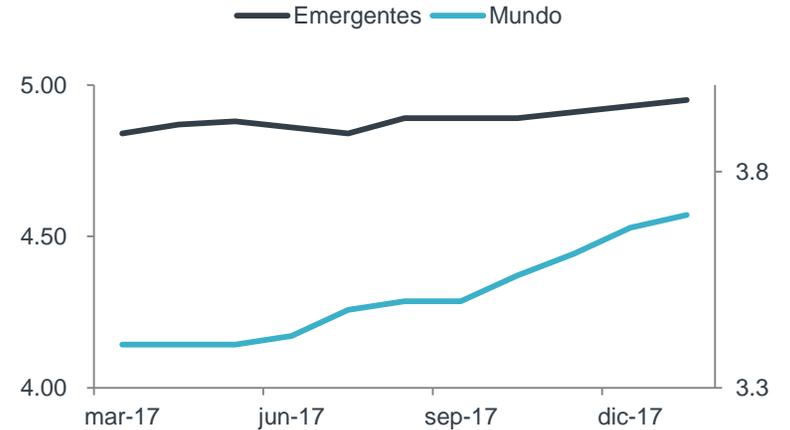
Resulta interesante observar que en los ciclos de alza en la tasa de interés de la Fed, **no siempre el dólar se ha fortalecido**. De hecho, 50% de las veces el USD se apreció posteriormente al inicio de alza en tasas (1983, 1988 y 1999).

Pensamos que ello obedece a diversos elementos como:

- i) El contexto económico global,
- ii) La política fiscal en EUA,
- iii) El inicio de las expectativas de la normalización monetaria (casi en todos los ciclos, previo al primer incremento se ha apreciado el USD),
- iv) El tiempo y la magnitud de los ajustes en la tasa de referencia,
- v) Del nivel en el que parten las tasas de interés.

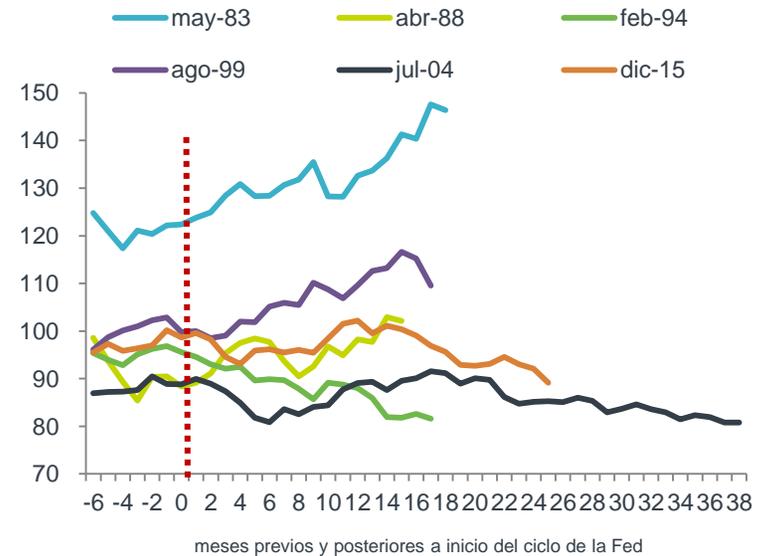
En el ciclo actual que lleva 25 meses de duración, la Fed ha incrementado las tasas de interés en 125pbs, mientras que en el ciclo de 1988 las tasas de interés subieron más de 300pbs en 15 meses (hasta 9.5%). Adicionalmente, por primera vez en la historia, el ciclo de 2015 inició con tasas cercanas a 0.0% y con ajustes actuales la tasa apenas se ubica en 1.5%.

Gráfica 2. Expectativas de PIB Global en 2018



Fuente: GFBX+ / Bloomberg

Gráfica 3. Comportamiento del Dólar (índice) en Ciclos Fed



Fuente: GFBX+ / Bloomberg

### ¿Qué es el Déficit Gemelo?

El déficit gemelo se entiende cuando en el mismo periodo de tiempo, se observa un déficit en el balance fiscal y de la cuenta corriente. En EUA, dicho fenómeno ha ocurrido siete veces (Ver Gráfica 4) y el mercado está preocupado porque próximamente se efectúe dicho acontecimiento.

Para su mejor entendimiento, presentamos lo que indican las cuentas nacionales mediante las siguientes ecuaciones:

$$\text{PIB: } Y = C + G + I + (X - M) \text{ --- (1)}$$

donde C es consumo, G es gasto del gobierno, I es inversión privada y (X-M) es la balanza comercial.

Adicionalmente,

$$\text{PIB: } Y = C + S + T \text{ --- (2)}$$

donde C es consumo, S es ahorro privado y T son impuestos.

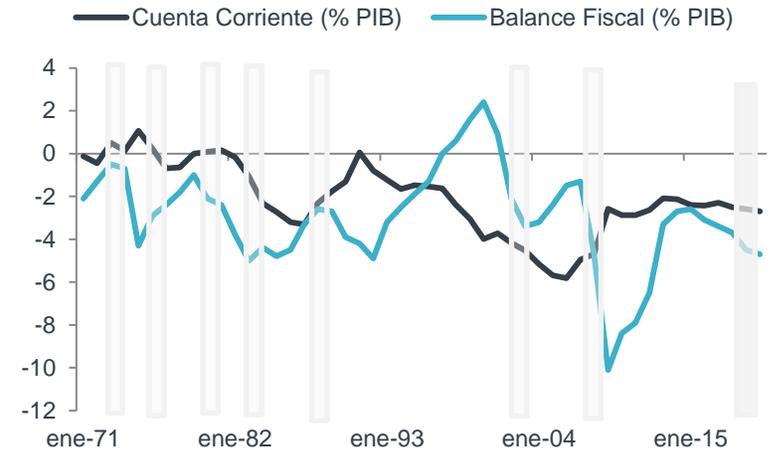
Bajo modificaciones aritméticas, las dos entidades se pueden juntar para llegar a la siguiente:

$$(S-I) + (T-G) = (X-M) \text{ --- (3)}$$

donde (S-I) es el balance privado (Gráfica 5), (T-G) es el balance fiscal y (X-M) es el balance de la cuenta corriente (Gráfica 4).

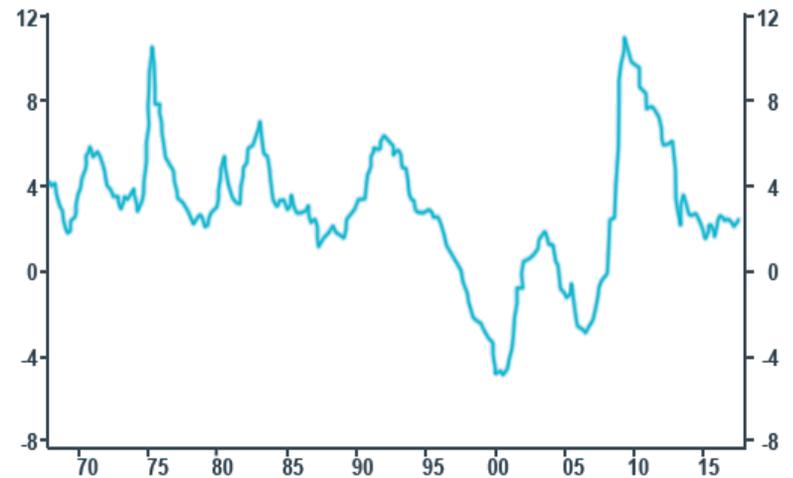
Lo anterior ilustra que un mayor déficit fiscal (T-G), *caeteris paribus*, genera inmediatamente un mayor déficit comercial. En ese sentido, el dólar se deprecia **inicialmente** para corregir dicho desbalance comercial, al hacer más competitivas las ventas de EUA al resto del mundo (X) y disminuir las importaciones que te generaron en primera instancia dicha distorsión.

**Gráfica 4. Balance Fiscal y Balanza Comercial en EUA (% PIB)**



Fuente: GFBX+ / Bloomberg

**Gráfica 5. Balance Privado (% PIB)**



Fuente: GFBX+ / Financial Times

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, Rafael Antonio Camacho Peláez, Dianna Paulina Iñiguez Tavera, Carlos Norman Pérez Carrizosa, Mariana Paola Ramírez Montes, Alejandro Javier Saldaña Brito y Maricela Martínez Álvarez, Gustavo Hernández Ocadiz, analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, [www.vepormas.com](http://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, brinda servicios de inversión asesorados y no asesorados a sus clientes personas físicas y corporativas 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	Características	Condición En Estrategia	Diferencia Vs. Rendimiento IPyC
<b>FAVORITA</b>	Emisora que cumple nuestros dos requisitos básicos: <b>1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva.</b> 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
<b>¡ATENCIÓN!</b>	Emisora que está muy cerca de cumplir nuestros dos requisitos básicos: <b>1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva.</b> 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
<b>NO POR AHORA</b>	Emisora que por ahora No cumple nuestros dos requisitos básicos: <b>1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva.</b> 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	<a href="mailto:cponce@vepormas.com">cponce@vepormas.com</a>
Gilberto Romero	Director de Mercados	55 56251500	
Javier Torroella de Cima	Director de Tesorería	55 56251500 x 1603	<a href="mailto:jtorroella@vepormas.com">jtorroella@vepormas.com</a>
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director de Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	<a href="mailto:mardines@vepormas.com">mardines@vepormas.com</a>
Lidia Gonzalez Leal	Director Patrimonial Monterrey	81 83180300 x 7314	<a href="mailto:ligonzalez@vepormas.com">ligonzalez@vepormas.com</a>
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251500 x 1541	<a href="mailto:icalderon@vepormas.com">icalderon@vepormas.com</a>

**Análisis Bursátil**

Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector A. Bursátil / Metales – Minería	55 56251500 x 1515	<a href="mailto:rheredia@vepormas.com">rheredia@vepormas.com</a>
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251500 x 1514	<a href="mailto:lrivas@vepormas.com">lrivas@vepormas.com</a>
Marco Medina Zaragoza	Analista / Infraestructura / Fibras / Aeropuertos	55 56251500 x 1453	<a href="mailto:mmedinaz@vepormas.com">mmedinaz@vepormas.com</a>
Rafael Antonio Camacho Peláez	Analista / Telcos / Internacional / Vivienda	55 56251500 x 1530	<a href="mailto:racamacho@vepormas.com">racamacho@vepormas.com</a>
Dianna Paulina Iñiguez Tavera	Analista / Consumo Básico-Discrecional / Minoristas	55 56251500 x 1508	<a href="mailto:dlniguez@vepormas.com">dlniguez@vepormas.com</a>
Carlos Norman Pérez Carrizosa	Analista / Financieras / Automotriz	55 56251500 x 1465	<a href="mailto:cnperez@vepormas.com">cnperez@vepormas.com</a>
Gustavo Hernández Ocadiz	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251500 x 1709	<a href="mailto:ghernandez@vepormas.com">ghernandez@vepormas.com</a>
Maricela Martínez Álvarez	Editor	55 56251500 x 1529	<a href="mailto:mmartineza@vepormas.com">mmartineza@vepormas.com</a>

**Estrategia Económica**

Mariana Paola Ramírez Montes	Analista Económico	55 56251500 x 1725	<a href="mailto:mpramirez@vepormas.com">mpramirez@vepormas.com</a>
Alejandro J. Saldaña Brito	Analista Económico	55 56251500 x 1767	<a href="mailto:asaldana@vepormas.com">asaldana@vepormas.com</a>

**Administración de Portafolios**

Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251500 x 1513	<a href="mailto:masanchez@vepormas.com">masanchez@vepormas.com</a>
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251500 x 1526	<a href="mailto:gledesma@vepormas.com">gledesma@vepormas.com</a>
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251500 x 1545	<a href="mailto:jfernandez@vepormas.com">jfernandez@vepormas.com</a>

**Comunicación y Relaciones Públicas**

Adolfo Ruiz Guzmán	Comunicación y Relaciones Públicas / DGA Desarrollo Comercial	55 11021800 x 32056	<a href="mailto:aruiz@vepormas.com">aruiz@vepormas.com</a>
--------------------	---	---------------------	--