

Nota Especial

Nuestro escenario macro: el polvo se asienta... en un nivel más alto de primas de riesgo

- La decisión de AMLO de cancelar el proyecto del nuevo aeropuerto de la Ciudad de México en Texcoco llevó a una significativa reacción negativa de los mercados financieros, aun en el contexto de riesgo favorable a los mercados emergentes, lo que nos lleva a confirmar varios ajustes en nuestro escenario macroeconómico.
- Ahora vemos un crecimiento más bajo del PIB en 2019 (1.7% desde 1.9% antes), a medida que los vientos en contra de la actividad económica que ya anticipábamos se exacerban debido a una menor inversión y primas de riesgo más altas.
- En nuestra perspectiva, la reciente depreciación del peso no se revertirá, lo que junto con un desplazamiento hacia arriba de la curva de rendimientos local, implica un equilibrio nominal más alto. Ahora esperamos que Banxico suba su tasa de política 25pb en noviembre y que mantenga dicha tasa en 8% hasta el cierre del 2019 (en comparación con estimados previos de 7.75% y 7% al cierre de 2018 y 2019, respectivamente).

Sergio Luna

+52-55-2226-6799
sergio1.luna@citibanamex.com

Ernesto Revilla

+1-212-816-2621
ernesto.revilla@citi.com

Sergio Kurczyn

+52-55-2226-6396
sergio.kurczyn@citibanamex.com

Adrián de la Garza

+52-55-2262-9559
adrian.delagarza@citi.com

Luis Valdez

+52-55-2226-6323
luis.eduardo.valdezvillalba@citibanamex.com

Esta nota es una traducción libre realizada por el analista del texto original publicado en Citivelocity con el nombre: "*Mexico Economics Flash*" "*Our macro outlook: the dust settles... at higher risk premia*".

Nuestro escenario macro: el polvo se asienta... en un nivel más alto de primas de riesgo

En concordancia con lo que discutimos en una nota reciente, ahora confirmamos varios cambios en nuestro escenario macroeconómico. La decisión de AMLO de cancelar el proyecto del nuevo aeropuerto de la Ciudad de México en Texcoco (NAICM) llevó a una reacción negativa significativa de los mercados financieros. La mayor parte del deterioro en los indicadores macro-financieros ocurrió en las 24 horas siguientes a que los resultados de la consulta se anunciaran y, en algunos casos, los choques originales se revirtieron parcialmente. Por ejemplo, aunque el tipo de cambio peso-dólar pasó de 19.30 a 20.34 entre el 23 y el 31 de octubre, ha mostrado cierta apreciación en días recientes a niveles de 19.89. Creemos que dicha reversión ha reflejado en parte un ambiente favorable al riesgo en mercados emergentes, aunque también pensamos que el mercado no está descontando aún un cambio completo de régimen en México, tratando así la decisión sobre el aeropuerto como un evento aislado. En la nota¹ donde argumentamos por qué pensamos que la decisión de AMLO fue desafortunada, también discutimos cambios potenciales en nuestros pronósticos macroeconómicos una vez que la reacción inicial de mercado hubiera pasado, de tal suerte que pudiéramos evaluar mejor los efectos más duraderos de esta decisión. Hemos concluido nuestra revisión y en esta nota destacamos los principales cambios.

Continuamos caracterizando al gobierno de AMLO como un proceso. Un supuesto importante debe hacerse explícito de entrada. Desde que nos inclinamos en abril de este año por asumir como escenario central una victoria electoral de AMLO, publicamos un escenario macro-económico de mediano plazo más negativo sobre la base de inconsistencias crecientes derivadas de decisiones discrecionales en la asignación de recursos. El caso del NAICM cae en esta categoría y, como tal, modelamos sus impactos no como una modificación de trayectorias, sino como un cambio discreto que genera un efecto de una sola vez sobre las mismas trayectorias que bosquejamos desde abril.

Nuestro nuevo pronóstico, en síntesis

Ahora vemos el crecimiento del PIB de 2019 en 1.7%. Ya hemos identificado varios factores que generan vientos en contra para la actividad económica en 2019, especialmente en la primera mitad del año: a) una moderación en el gasto de gobierno que típicamente ocurre al principio de un sexenio, pero que es probable se exacerbe en esta ocasión dada la falta de experiencia administrativa del equipo entrante y la fuga de capital humano que se anticipa como resultado de los recortes salariales anunciados; b) una reducción de la Inversión Fija Bruta (IFB) debido a la incertidumbre política y económica. Dada la decisión de cancelar el NAICM, pensamos que la reducción en inversión será más intensa que lo asumido con anterioridad. En primer lugar, pensamos que el impacto directo de sustraer el NAICM de la IFB (una reducción de 2.6% a 1.6% en su crecimiento anual) no será compensado por otros proyectos de inversión pública, pues propuestas como la de acondicionar y construir dos pistas en Santa Lucía están aún lejos de la fase de ejecución. Segundo, una prima de riesgo más elevada (como se explica más abajo) implica un efecto subyacente en contra de la actividad económica que no era parte de nuestro pronóstico anterior. No obstante, hay varios factores que acotan el grado de desaceleración: vemos al consumo doméstico prolongando su crecimiento estable, sustentado en un mercado laboral robusto, mientras que la fortaleza del crecimiento de los EUA continúa favoreciendo, al sector exportador en particular. Considerando todo lo anterior, ahora vemos el PIB creciendo 1.7% en el 2019, una revisión a la baja respecto a nuestro pronóstico previo de 1.9%.

Cuadro 1. Cambio en las perspectivas macroeconómicas

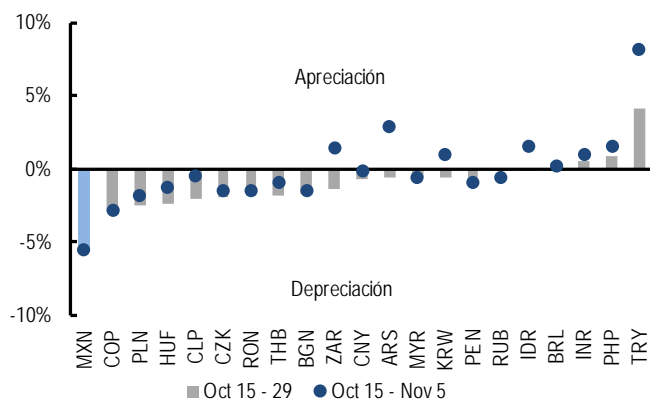
Variable	Pronóstico anterior		Pronóstico actual	
	FP 2018	FP 2019	FP 2018	FP 2019
Crecimiento PIB (%)	2.1	1.9	2.1	1.7
Tipo de cambio	19.2	19.7	20.1	20.5
Tasa de política monetaria (%)	7.75	7.00	8.00	8.00
Inflación (%)	4.5	4.0	4.5	4.0

Fuente: Citi Research

¹ Nota Especial. "La decisión sobre el aeropuerto: una derrota para el sentido común". 29 de octubre de 2018.

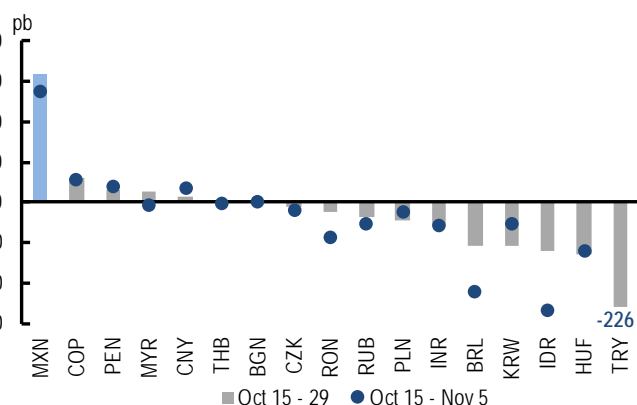
Nuestra visión sobre el tipo de cambio también se modifica hacia un peso más débil. Las gráficas 1 a 4 muestran el desempeño comparativo de varios activos mexicanos contra los correspondientes a otros mercados emergentes prominentes o índices relevantes. El comportamiento de la paridad peso-dólar después del anuncio de la cancelación del NAICM sugiere que dicho evento estaba descontado solo parcialmente, pero también que a pesar de que los factores globales influyen en el desempeño de una moneda tan líquida como el peso mexicano, hubo ciertamente un elemento idiosincrático en juego. Hemos optado así por efectuar un ajuste de una sola vez a nuestra trayectoria peso-dólar (a favor de un peso más débil) que es consistente con un acomodo de mayores primas de riesgo entre el tipo de cambio y las tasas de interés, con un sesgo hacia estas últimas, como se explica más adelante. Así, ahora vemos el tipo de cambio peso-dólar cerrando este año a 20.10, desde un 19.20 previo, mientras que para el final de 2019 ahora esperamos que la paridad peso-dólar alcance 20.50 contra el anterior pronóstico de 19.70.

Gráfica 1. Paridad vs dólar



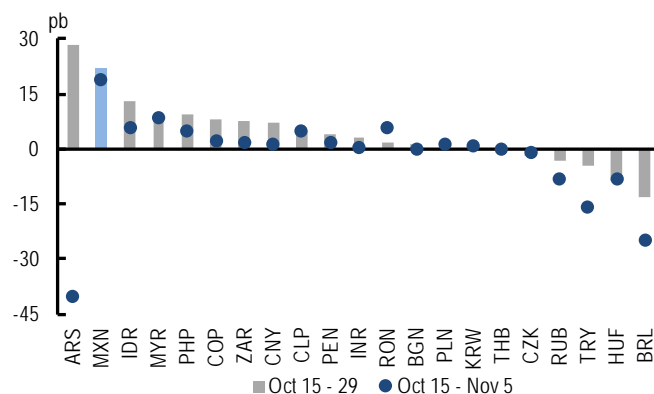
Fuente: Citi Research y Bloomberg.

Gráfica 2. Tasa de interés de 10 años en moneda local



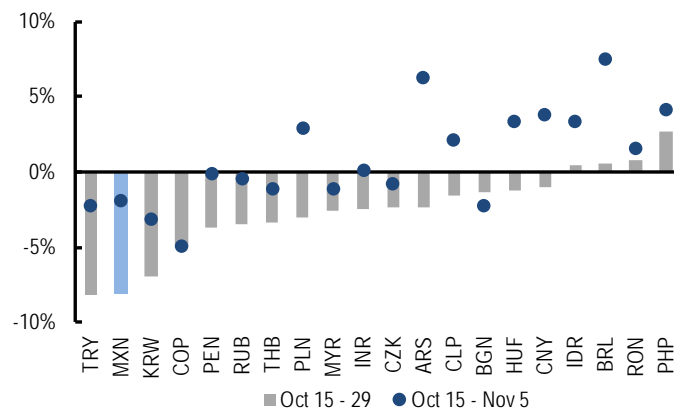
Fuente: Citi Research y Bloomberg.

Gráfica 3. CDS 5 años en dólares



Fuente: Citi Research y Bloomberg.

Gráfica 4. Índice de renta variable en moneda local

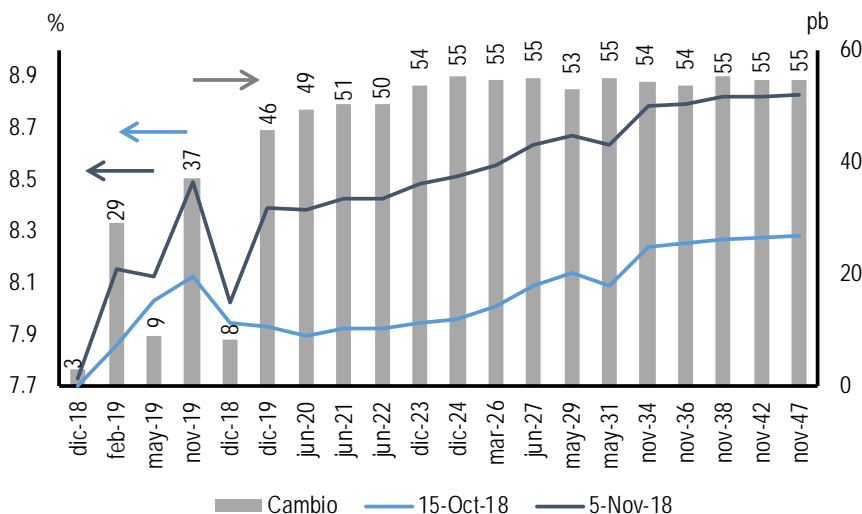


Fuente: Citi Research y Bloomberg.

Adiós a los recortes de tasas en el futuro previsible. El aumento en las tasas de interés locales luego de la decisión del NAICM ha sido notable, particularmente cuando se compara con lo que ha ocurrido con las mismas tasas en mercados emergentes durante las semanas recientes (gráfica 2). En particular, el mercado se movió rápidamente a prever aumentos en tasa por parte de Banxico: ahora pensamos que la Junta de Gobierno lo validará. Así, cambiamos nuestra perspectiva para la decisión de política monetaria de noviembre a un aumento de 25pb y esperamos que la tasa de política de Banxico cierre 2018 a un nivel de 8% (desde 7.75% anteriormente). Si estamos en lo correcto, la tasa real ex ante de política monetaria cerrará 2018 a un nivel inusualmente alto y continuaría subiendo un poco más en 2019. Más importante aún, ya

no esperamos que Banxico recorte su tasa de política monetaria el próximo año, pues el desplazamiento hacia arriba de la curva de rendimientos después del choque del NAICM —especialmente para plazos más largos— sugiere un incremento generalizado en las primas de riesgo (gráfica 5). A nuestro parecer, el mercado ve ahora una tasa neutral más alta, lo cual hace que la tasa nominal actual de 7.75% no sea tan restrictiva como lo era antes. Esto, junto con la necesidad de lidiar con efectos potenciales de traspaso del tipo de cambio sobre lo que hasta la fecha ha sido una trayectoria de inflación subyacente bien comportada, en nuestra opinión inclina el balance para que la Junta de Gobierno de Banxico mantenga sin cambios su tasa de política monetaria durante 2019, aunque en niveles más elevados que los previstos anteriormente, permitiendo así que la inflación termine el próximo año a niveles de 4%.

Gráfica 5. Curva de rendimiento local (tasas de Cetes y Bonos)



Fuente: Citi Research y Bloomberg.

Respecto a esto último, cabe señalar que la trayectoria de la inflación está condicionada a varias decisiones clave que se espera que AMLO anuncie una vez que tome posesión el primero de diciembre: a) La política de precios públicos sobre energéticos; b) salarios mínimos; c) tasas de IVA en la frontera norte. Estas decisiones a su vez serán relevantes para evaluar si las propuestas fiscales de la administración entrante son consistentes y factibles. Hasta ahora el compromiso del próximo Secretario de Hacienda Urzúa de apuntar a un superávit primario equivalente a 0.8% del PIB en el 2019 es bienvenido y reitera los mensajes enviados durante la campaña presidencial. Sin embargo, varios eventos desde entonces —por ejemplo, la necesidad de asignar recursos fiscales a la cancelación del proyecto del NAICM— sugieren que el círculo que Urzúa está tratando de cuadrar es aún más redondo, y por ende los detalles de la propuesta presupuestaria serán particularmente importantes.

Las estimaciones, pronósticos o proyecciones referidos en esta publicación se realizan tomando en cuenta, entre otras cosas, el comportamiento histórico de diversas variables tanto económicas como financieras de origen nacional e internacional y los supuestos para su comportamiento futuro. Estos supuestos toman el escenario internacional propuesto, principalmente de las publicaciones mensuales “Global Economic Outlook and Strategy” y “Emerging Markets Economic Outlook and Strategy” publicados por Citi Research en la plataforma de Citivelocity así como sus posibles actualizaciones publicadas en la misma plataforma. Para el escenario local, nuestros estimados consideran principalmente la información publicada en la tabla “Pronósticos Anuales” y “Pronósticos Macroeconómicos” de nuestra publicación semanal “Perspectiva Semanal” así como sus actualizaciones publicadas por nuestra dirección.

Nota Legal

El presente reporte ha sido elaborado por analistas miembros del Departamento de Estudios Económicos y Sociopolíticos de Banco Nacional de México, S.A, integrante del Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. que lo suscribe, con base en información de acceso público no verificada de forma independiente por parte de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. En este reporte se incluyen opiniones y/o juicios personales del analista que lo suscribe, a la fecha del reporte, los que no necesariamente representan, reflejan, expresan, divulgan o resumen el punto de vista, opinión o postura de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. respecto de los temas o asuntos tratados o previstos en el presente. Asimismo, la información contenida en este reporte se considera veraz y precisa. No obstante lo anterior, Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no asume responsabilidad alguna respecto de su veracidad, precisión, exactitud e integridad, ni de las opiniones y/o juicios personales del analista que se incluyen en el presente reporte. Las opiniones y cotizaciones contenidas en el presente reporte corresponden a la fecha de este texto y están sujetas a cambios sin previo aviso como resultado de la volatilidad del mercado o por cualquier otra razón. El presente reporte tiene carácter únicamente informativo y Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no asume responsabilidad alguna por el contenido del mismo. Las opiniones y cotizaciones de mercado aquí contenidas y los criterios utilizados para la elaboración de este reporte no deben interpretarse como una oferta de venta o compra de valores, asesoría o recomendación, promesa o contrato alguno para realizar operación alguna. Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no asume compromiso u otorga garantía alguna, ya sea expresa o tácitamente, acerca de ninguna de las opiniones aquí contenidas, por ello, Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no será responsable en ningún caso por daños y perjuicios de cualquier tipo o naturaleza, derivados de o relacionados con la información contenida en este reporte o uso de este sitio de Internet. Corresponde de forma exclusiva al lector del presente reporte, tomar cualquier decisión de inversión sobre la base de la propia evaluación (interna o a través de un asesor profesional independiente) de los beneficios económicos y riesgos inherentes (legales, financieros y de cualquier otra naturaleza), así como los aspectos legales y fiscales asociados a la operación de que se trate, y determinar con base en dicha evaluación si es capaz de aceptar y asumir dichos riesgos. Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. se reserva invariablemente el derecho de modificar en cualquier tiempo el contenido del presente reporte. La información contenida en el presente reporte, es propiedad exclusiva de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V., por lo que no podrá ser objeto de reproducción o distribución total o parcial alguna, sin la previa autorización por escrito de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. El presente reporte se distribuye por Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. exclusivamente en los Estados Unidos Mexicanos. Por ello, está prohibida su distribución o transmisión por cualquier medio a aquellos países y jurisdicciones en los que la difusión del presente reporte se encuentre restringida o prohibida por las leyes aplicables. El incumplimiento a esta prohibición podría ser objeto de sanciones conforme a la legislación aplicable. Los analistas que contribuyen con la presente publicación pueden o no mantener inversiones, directa o por interpósita persona, en los valores o instrumentos financieros derivados cuyo subyacente sean valores objeto de este reporte de análisis. El análisis contenido en el presente reporte refleja exclusivamente el punto de vista de los analistas responsables de su elaboración, a su vez, estos últimos no perciben compensación alguna de personas distintas a Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. o personas morales que pertenezcan al mismo Grupo financiero. El presente reporte tiene como destinatarios a clientes, autoridades gubernamentales, miembros de la academia, prensa y público en general. El presente reporte, en adición a otros elaborados por nuestra Dirección, se encuentra disponible en <https://www.banamex.com/sitios/analisis-financiero/>.