

Análisis macroeconómico

# Una nueva realidad, todavía incierta

Javier Amador / Carlos Serrano

Se deben reforzar los fundamentales económicos. Hay espacio para ello.

## Después del triunfo de Trump, la única certeza es la incertidumbre

**El crecimiento será menor, difícil en estos momentos medir el impacto.** El riesgo que enfrentaba México en las elecciones de EE.UU. se materializó. Nuestro escenario de crecimiento se revisará a la baja, pero la magnitud del cambio es aún incierta, y nuestras previsiones están en proceso de reevaluación. El desafío que representarán los previsibles cambios en las políticas económicas del nuevo gobierno de EE.UU. no es menor. Si bien siempre existe una distancia entre lo que un candidato ofrece en campaña y las decisiones y acciones que toma ya como presidente, hay circunstancias ineludibles: fue elegido en gran parte por promesas que tendrán un impacto sobre la economía mexicana. Además, el nuevo presidente de EE.UU. podría tener el apoyo de la mayoría en ambas cámaras. Para medir el efecto sobre la economía mexicana, necesitamos primero tener información más concreta sobre las decisiones de política económica que tomará el nuevo gobierno de EE.UU. y además medir el impacto que éstas tendrán también sobre la economía de EE.UU.

¿Existe un resquicio de esperanza? Posiblemente. Los sectores manufactureros de ambos países están altamente integrados y las cadenas de valor que se han formado en los últimos 20 años podrían representar una limitante para propuestas de modificación relacionadas con el TLCAN (Tratado de Libre Comercio de América del Norte). Los riesgos de pérdida de competitividad en EE.UU. que implicarían posibles propuestas del nuevo gobierno podrían detonar esfuerzos conjuntos en el sector privado de los tres países del bloque para intentar evitar retroceder años en la creación de cadenas de valor que han permitido crear un bloque competitivo. ¿Podrán convencer al nuevo gobierno? ¿El nuevo gobierno estará dispuesto a incumplir promesas de campaña?

En todo caso, es importante mencionar que la posible transición del TLCAN al marco de NMF (Nación Más Favorecida) de la OMC (Organización Mundial de Comercio) en caso de salida del TLCAN por parte de EE.UU. implicaría un impacto directo posiblemente limitado sobre la economía mexicana. Si ese fuera el camino que se recorriera, los efectos directos no serían tan grandes principalmente por dos razones: i) bajo este nuevo marco, las tarifas arancelarias en promedio se incrementarían 2%; y ii) los mayores incrementos arancelarios terminarían afectando a sectores productivos con una relativa baja participación en el total de las exportaciones de México. Dicho esto, no es el único camino. Una renegociación del TLCAN podría terminar implicando mayores tarifas arancelarias. En paralelo, en ambos casos, existe además incertidumbre respecto otras

decisiones no arancelarias (como una posible menor inversión extranjera directa hacia el país) que podrían tener un mayor impacto económico.

## El efecto final sobre el tipo de cambio (MXN) también es incierto

En notas anteriores (ver por ejemplo: *The US elections & the MXN: "It ain't over till it's over"*, noviembre 4, 2016) mencionábamos que el resultado de las elecciones de EE.UU. podría implicar una depreciación adicional del MXN hasta 22.0 ppp. El nivel en el que se establezca el MXN dependerá principalmente de las decisiones que finalmente termine tomando el nuevo gobierno, aunque también, de las reacciones y decisiones de política económica que tomen las autoridades mexicanas, principalmente la SHCP, Banxico y PEMEX. La incertidumbre que prevalecerá en las próximas semanas o meses respecto a las políticas de Trump, tendrá dos efectos ineludibles sobre los activos financieros mexicanos, principalmente sobre el MXN: i) una mayor prima de riesgo (derivada de los posibles efectos estructurales sobre la economía mexicana); y ii) una mayor volatilidad (derivada de la mayor incertidumbre). Será difícil que estos dos efectos terminen teniendo poca duración. Y el efecto final, aún incierto, sobre el MXN podría ser permanente. El efecto sobre la prima de riesgo de otras variables (e.g., las tasas largas) dependerá también del impacto de las medidas que tomará EE.UU. sobre la economía mexicana y de las acciones que se tomen internamente.

## ¿Qué podemos esperar? Una subida de tasas de Banxico la próxima semana

Anticipábamos que el desenlace de las elecciones tendría un efecto inmediato sobre la tasa monetaria, en caso de que como ocurrió, ganara la opción menos favorable para México. El efecto observado hasta ahora sobre el MXN y los riesgos asociados con la balanza de pagos, tanto por las mayores dificultades que se enfrentarán para financiar el déficit en cuenta corriente, como por los mayores riesgos de salidas de flujos, la probable intensificación del ritmo de *pass-through* (no solo por la mayor depreciación del MXN sino también por la percepción de que ésta será permanente), y el aumento de riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación y con ello, de posibles efectos de segunda ronda sobre los precios, seguramente implicarán un aumento de la tasa de referencia en la reunión del próximo 17 de noviembre.

La magnitud del aumento en la tasa de referencia dependerá en gran medida de la evolución del MXN en los próximos días y también de la información que pudiera irse conociendo. En todo caso, consideramos que la situación actual y el deterioro adicional del balance de riesgos para la inflación, y de los riesgos de estabilidad por una posible salida de flujos, no son consistentes con la posición laxa de la política monetaria que sigue prevaleciendo. Estimamos que la tasa neutral se ubica en torno a 5.5%, por lo que un incremento de 75pb llevaría a una posición neutral a la tasa monetaria. Dicho esto, la fuerte depreciación adicional del MXN ha incrementado la laxitud de las condiciones monetarias por lo que creemos que el aumento debiera ser mayor. Esperamos una subida de 100pb en la próxima reunión y prevemos que, sujeto a las condiciones y los riesgos que prevalezcan en cada momento en el futuro cercano, Banxico mantendrá la puerta abierta para realizar movimientos adicionales en caso de ser necesario. En cualquier caso, el ritmo de aumento de tasas en los

próximos trimestres tenderá a ampliar el spread con la tasa de fondos federales, principalmente en el muy corto plazo tras la decisión que tomen la próxima semana.

## ¿Qué sería deseable? Una reversión más rápida del aumento reciente de las vulnerabilidades

Nuestra postura antes de conocerse el resultado de las elecciones de EE.UU. era que independientemente del desenlace del pasado martes, e incluso si éste hubiera sido positivo para México, el país debiera tomar medidas para reducir las vulnerabilidades. A este respecto, consideramos que las autoridades económicas de México debieran ser proactivas. Ante esta nueva realidad, sería deseable realizar un ajuste al gasto todavía mayor al propuesto. Consideramos que hay espacio para ello y que las circunstancias exigen un mayor esfuerzo. Con ello, se alcanzaría un mayor superávit primario y, en contraste con la propuesta actual, no solo se conseguiría una estabilización de la deuda como porcentaje de PIB sino que se iniciaría una tendencia decreciente, altamente deseable en el contexto actual.

Relacionado con lo anterior, el contexto más complicado es una buena oportunidad para replantearse los tiempos y la ambición del plan de negocios de PEMEX. En nuestra opinión, debieran realizarse mayores recortes al gasto y proponerse más asociaciones con el sector privado. Estas decisiones en conjunto de ser exitosas acelerarían la reestructura de PEMEX y darían mayor confianza a los mercados al reducir las vulnerabilidades a un ritmo más rápido.

## AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.