

## Análisis Macroeconómico

# Aun no se disipan los riesgos para México, pero las cosas podrían mejorar

Javier Amador / Iván Martínez Urquijo / Carlos Serrano

Las perspectivas han mejorado considerablemente en los últimos dos meses

Los retos para el modelo económico mexicano orientado a la exportación a Estados Unidos llevaron al peso a mínimos históricos cuando se contempló un resultado negativo

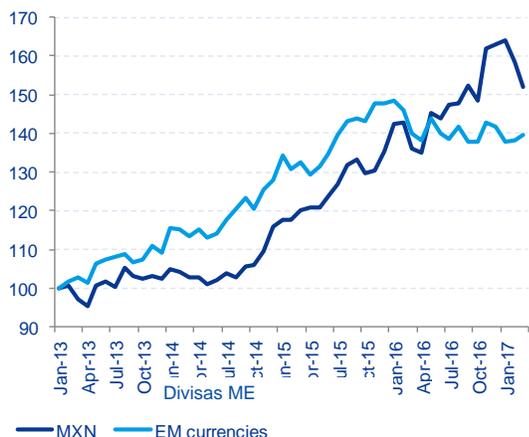
Tomando enero de 2013 como punto de partida, el buen rendimiento del peso mexicano (MXN) comenzó a disminuir en el 4T14 y pasó a ser negativo en mayo de 2016. Tal y como muestran las gráficas 1 y 2, el año 2016 fue de fortalecimiento para la mayoría de las divisas de los mercados emergentes (ME) pero también un año de importante debilitamiento del MXN. Hay tres factores que parecen haber impulsado los pésimos resultados: i) la reducción en las expectativas de crecimiento de Estados Unidos; ii) el debilitamiento de los fundamentales económicos, en concreto, en relación con la cuenta corriente y las cuentas públicas; y iii) el "factor Trump" (véase "[Nuestra opinión sobre el peso](#)"). El tercero de ellos ha sido el principal factor desde abril de 2016 (véase "[El resultado del primer debate presidencial en EE.UU.: ¿un punto de inflexión para el MXN?](#)" y "[Las elecciones de EE.UU. y el MXN: 'Esto no se acaba hasta que se acaba'](#)").

El resultado de las elecciones en Estados Unidos puso en riesgo las relaciones entre las economías de México y Estados Unidos y, por ende, cuestionó el modelo económico mexicano dependiente de las exportaciones a EE.UU., lo que se sumó a las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la balanza de pagos. Si bien nuestro escenario de referencia ha sido que la racionalidad económica acabaría prevaleciendo, dado que el TLCAN es beneficioso para ambas economías (véase "[¿Qué realmente está diciendo el déficit comercial de EE.UU. con México?](#)"), el MXN ha reflejado un resultado negativo, ya que los mercados han seguido centrados en los riesgos y en qué podría ir mal. La percepción de riesgos aumentó a principios de enero a medida que se intensificó la retórica proteccionista del gobierno estadounidense y se centró cada vez más en el TLCAN y, en concreto, en las relaciones comerciales con México. Comprensiblemente, los mercados apostaron por el fracaso del TLCAN.

Gráfica 1

**MXN en relación con divisas de los ME\*, 2013-2017**

Ene 2013 = 100; + por depreciación frente al USD



Fuente: BBVA Research/Bloomberg  
 \*Cálculos propios basados en una nueva ponderación del Índice de JP Morgan de Divisas de Mercados Emergentes tras quitar el MXN.

Gráfica 2

**MXN en relación con divisas de los ME\*, 2013-2017**

Ene 2013=1



Fuente: BBVA Research/Bloomberg  
 \* Ratio > 1 / < 1 para diferencial positivo/negativo absoluto del MXN y tendencia ascendente/descendente para el diferencial positivo/negativo relativo del MXN. Cálculos propios basados en una nueva ponderación del Índice de JP Morgan de Divisas de Mercados Emergentes tras quitar el MXN.

**El peso se vio afectado por la retórica proteccionista y los riesgos de un ajuste fiscal en la frontera.** A la retórica proteccionista se le sumó la expectativa de que la política comercial de EE.UU. estaría ligada a la política fiscal, en concreto, a las reformas del impuesto corporativo. Las preocupaciones relacionadas con una posible reforma del impuesto corporativo aumentaron cuando los mercados percibieron que la propuesta, defendida por el portavoz republicano, Paul Ryan, estaba ganando peso. Según esta reforma, los impuestos corporativos pasarían de estar basados en el origen para estar basados en el destino (es decir, punto de venta) e incluirían un ajuste fiscal en frontera (BAT, por sus siglas en inglés) que básicamente subvencionaría las exportaciones (permitiendo deducciones de los costos por las mercancías exportadas), a la vez que aumentaría el costo de las mercancías importadas (al no permitir la deducción del costo por bienes importados). En nuestra opinión, el resultado probablemente equivaldría a un arancel sobre las importaciones. El nexo entre las políticas comerciales y fiscales es que la inclusión del BAT en esta última compensaría también la pérdida de ingresos derivada de un impuesto de sociedades menor (gravando las importaciones) y reduciría las importaciones con el tiempo (dado que los importadores están en una situación menos ventajosa, no es probable que las empresas estén tranquilas con la imposición del BAT). Es decir, si la reducción del impuesto corporativo se financia en parte a través de un BAT y/o un aumento de los aranceles, las empresas podrían tener más incentivos para relocalizar su producción a los Estados Unidos.

Este cambio considerable de los incentivos (concediendo a los productores estadounidenses una gran ventaja) podría conllevar una caída de las exportaciones mexicanas y de la inversión en el sector manufacturero. El

resultado podría traducirse en un menor crecimiento de la economía mexicana y daría lugar a un aumento de las preocupaciones sobre la sostenibilidad externa. Al parecer, estas preocupaciones alcanzaron su máximo el 18 de enero, día de la audiencia de confirmación de Wilbur Ross en el Senado y al día siguiente, en la víspera de la toma de posesión del cargo de Donald Trump (véanse las gráficas 3 y 4).

Gráfica 3

**MXN, abril 2016-2017**  
 Tipo de cambio, ppd (pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research/Bloomberg

Gráfica 4

**MXN en relación con las divisas de los ME\*, abr 2016-2017**  
 1 abr. 2016=1



Fuente: BBVA Research/Bloomberg

\* Ratio > 1 / < 1 para diferencial positivo/negativo absoluto del MXN y tendencia ascendente/descendente para el diferencial positivo/negativo relativo del MXN. Cálculos propios basados en una nueva ponderación del Índice de JP Morgan de Divisas de Mercados Emergentes tras quitar el MXN.

## De lo que es probable que vaya mal a lo que podría ir bien

Parece que el tono más conciliador empleado por la administración Trump durante los últimos dos meses con respecto al TLCAN y México ha aumentado la probabilidad de que la economía mexicana obtenga resultados positivos. En nuestra opinión, han influido varios factores. Por un lado, los interesados en el sector privado estadounidense han manifestado sus preocupaciones por las posibles medidas proteccionistas. Por ejemplo, con respecto al TLCAN, varios actores importantes del sector de alimentos se han opuesto a la posibilidad de realizar cambios significativos en el TLCAN mientras que los minoristas están en contra del BAT. No solo se han iniciado campañas de grupos de presión contra la aplicación de impuestos fronterizos, sino que varios senadores se han manifestado en contra de ellos y no está claro el nivel de apoyo dentro del gobierno de Trump, a juzgar por las conflictivas declaraciones al respecto. Por otra parte, dentro de la administración Trump,

algunos moderados proclives al comercio como Gary Cohn (que lidera el Consejo Económico Nacional (*National Economic Council*)) parecen estar ganando peso en las últimas semanas y están desempeñando un papel más importante en las conversaciones sobre la renegociación del TLCAN<sup>1</sup>. También es importante resaltar que el gobierno se centró en derogar el *Obamacare* al inicio de la administración, lo que ha retrasado la agenda política comercial estadounidense y la reforma fiscal, dando un respiro a los activos de los ME, en concreto, al MXN.

**En general, la situación parece ser menos preocupante que hace dos meses.** Los últimos indicios señalan un resultado más positivo. La probabilidad de obtener un resultado negativo parece estar disminuyendo paulatinamente a medida que aumentan las señales moderadas. Seguimos creyendo que es poco probable un resultado en el que se dañe la relación industrial bilateral y ahora creemos que es menor de lo que era hace dos meses. Esto es, ahora parece menos probable que se dé un escenario que implique una reducción permanente de las exportaciones y las inversiones, aunque seguimos creyendo que, debido a la incertidumbre, este año veremos una contracción en la inversión.

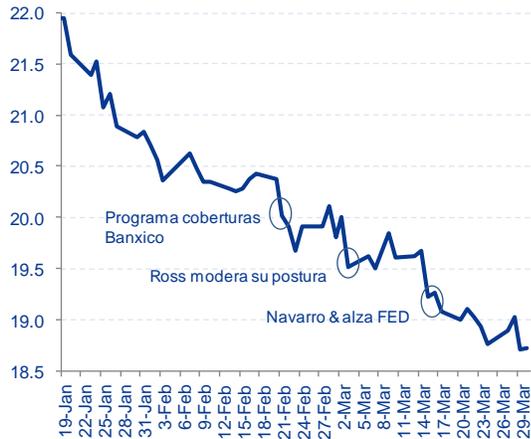
**Los mercados han tomado nota.** Desde que alcanzó su mínimo histórico el 19 de enero, el MXN obtuvo los mejores resultados de las divisas de los ME, con una apreciación del 15% seguida de lejos del Rand sudafricano, que se fortaleció un 6,4% durante el mismo periodo. Tal y como indican las gráficas 5 y 6, el MXN se apreció de forma constante desde que superó los 22 ppp (pesos por dólar), ya que la percepción y la atención del mercado se han trasladado progresivamente de lo que probablemente podría salir mal (es decir, se apuntaba cada vez más a un resultado negativo) a lo que podría salir bien (es decir, una menor probabilidad de un resultado negativo). De este modo, el tipo de cambio ha descendido por debajo de los 19.00 ppp (véase la gráfica 5). Durante este periodo, podemos destacar dos novedades que han aliviado las inquietudes: i) el MXN registró una apreciación de 2.4% el 3 de marzo después de que Wilbur Ross manifestara una postura más moderada<sup>2</sup> que posiblemente implique que él se encuentra en la parte pragmática de la administración estadounidense y (ii) el 15 de marzo después de que Peter Navarro (percibido como menos pragmático, una figura más proteccionista de la administración estadounidense) afirmase que quería que EE.UU., Canadá y México formasen parte de una "potencia" comercial, lo que apreció el MXN más del 1.0%. Más tarde ese día, un "alza con tono relajado" por parte de la Fed fortaleció aún más al MXN. Asimismo, y aunque el principal motor del MXN sigue guardando relación con el comercio y las políticas fiscales estadounidenses, el MXN también obtuvo el respaldo del programa de cobertura de tipos de cambio de 20,000 millones de dólares anunciado por Banxico el 21 de febrero.

1: Véase "White House civil war breaks out over trade". Financial Times, 13 de marzo de 2017.

2: Al afirmar que el MXN se recuperaría si se alcanzaba un acuerdo TLCAN sensato.

Gráfica 5

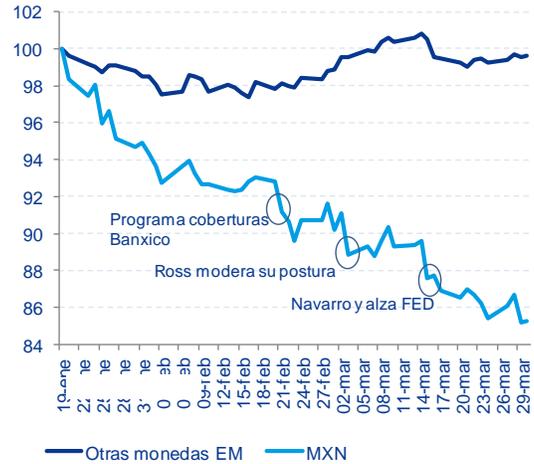
**MXN, 19 de enero hasta la fecha**  
Tipo de cambio, ppd



Fuente: BBVA Research/Bloomberg

Gráfica 6

**MXN en relación con divisas de los ME\***, desde el 19 de enero  
19 Ene 2017 = 100; + por depreciación frente al USD



Fuente: BBVA Research/Bloomberg

\*Cálculos propios basados en una nueva ponderación del índice de JP Morgan de Divisas de Mercados Emergentes tras quitar el MXN.

## Todavía hay dos escenarios posibles... pero ahora parece más probable que las cosas salgan bien

**El peso se debilitaría drásticamente en caso de que fracasaran las renegociaciones del TLCAN.** En un escenario negativo en el que EE.UU. impusiera altos aranceles (lo que supondría una violación de las normas de la OMC) y en el que se rompiera la relación industrial bilateral, sería posible que el USD alcanzara niveles cercanos al 23.0 ppd. En este escenario, habría restricciones arancelarias al comercio y el Congreso estadounidense aprobaría un BAT del 20%. La relación bilateral dañada se traduciría en menores exportaciones e inversiones que, en última instancia, reducirían el potencial de crecimiento. Surgirían preocupaciones relativas a la sostenibilidad externa. Creemos que la probabilidad de que se produzca este escenario se ha reducido a un 30% y posiblemente se reduzca aún más en los próximos trimestres.

**El peso se fortalecería aún más en el caso de que la renegociación del TLCAN fuese fructífera.** En un escenario positivo, en el que el nuevo TLCAN no dañase la relación comercial con EE.UU., sería posible incluso que el USD llegara a alcanzar niveles cercanos o inferiores a los 18.0 ppd, antes de volver a los niveles coherentes con nuestro tipo de cambio de equilibrio estimado (es decir, en un rango cercano al 18.0 y 18.5 ppd). Sin embargo, hay dos posibles escenarios dentro de este resultado positivo: uno en el que hay algunos retoques en las políticas comerciales y fiscales estadounidenses (una combinación de algunas restricciones comerciales y un BAT a una tasa relativamente baja, posiblemente en el rango del 5-10%) y uno incluso más

positivo sin restricciones comerciales y sin BAT<sup>3</sup>. En cualquier caso y aunque se produzca este resultado positivo tanto del TLCAN 2.0, como de reforma fiscal estadounidense, una apreciación más permanente a niveles consistentes nuestro tipo de cambio de equilibrio no se materializará en 2017, ya que la renegociación del TLCAN probablemente lleve mucho más tiempo. Esto, dado que es muy poco probable que empiece antes de este verano y que finalice antes del verano de 2018. Con base en esto estimamos que lo más probable (70%) es que el USD oscile alrededor de los 19.5 ppd durante buena parte del año. Ahora bien, dado que aun no se disipan del todo los riesgos, resulta prudente tener en cuenta los niveles asociados con un escenario negativo (es decir, 23.0 ppd) al que, como se comentó anteriormente, asignamos una probabilidad del 30%. Por lo tanto, **teniendo en cuenta la media ponderada de los escenarios mencionados, esperamos un tipo de cambio cercano a 20.5 para finales del año 2017.**

**Después de 2017, a medida que se disipen los riesgos, el MXN podría eventualmente superar las preocupaciones que todavía se reflejan actualmente en el mercado cambiario.** Teniendo en cuenta que las exportaciones son más sensibles a la demanda que al precio, la posibilidad de que se produzca un ritmo más fuerte del crecimiento estadounidense impulsaría tanto las exportaciones como la IDE, apoyando probablemente al MXN. La estimación del nivel del tipo de cambio de equilibrio<sup>4</sup> (es decir, un rango entre el 18.0 y 18.5 ppd) está influida por las perspectivas de variables fundamentales que a su vez incorporan la incertidumbre sobre la relación comercial entre México y EE.UU., por lo cual en caso de no concretarse el escenario de ruptura se podría pensar incluso en una estimación marginalmente más baja. Tal y como explicamos en el primer apartado, el "factor Trump" ha sido el principal detrás de los movimientos del peso desde abril de 2016. Como una ilustración de este punto simulamos un sendero del MXN similar a aquel seguido de media por las divisas de los ME, según el Índice de JP Morgan de Divisas de Mercados Emergentes a partir del 1 de abril de 2016 hasta la fecha (véase la gráfica 8).

---

3: Creemos que el BAT no acabará teniendo los apoyos políticos suficientes.

4: Una estimación de dónde tendría que situarse el tipo de cambio para equilibrar la cuenta corriente habida cuenta de los flujos existentes.

Gráfica 7

**MXN actual y tipo de cambio de equilibrio estimado**

Tipo de cambio, ppd

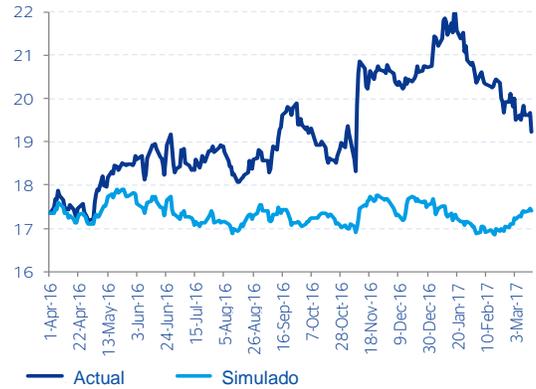


Fuente: BBVA Research/Bloomberg

Gráfica 8

**MXN actual frente al sendero simulado del MXN reproduciendo el resultado medio de las divisas de los ME\* desde el 1 de abril de 2016**

Tipo de cambio, ppd



Fuente: BBVA Research/Bloomberg

\*Cálculos propios basados en una nueva ponderación del Índice de JP Morgan de Divisas de Mercados Emergentes tras quitar el MXN.

**Aviso Legal**

Este documento ha sido preparado por BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) y por BBVA Bancomer. S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer, por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.