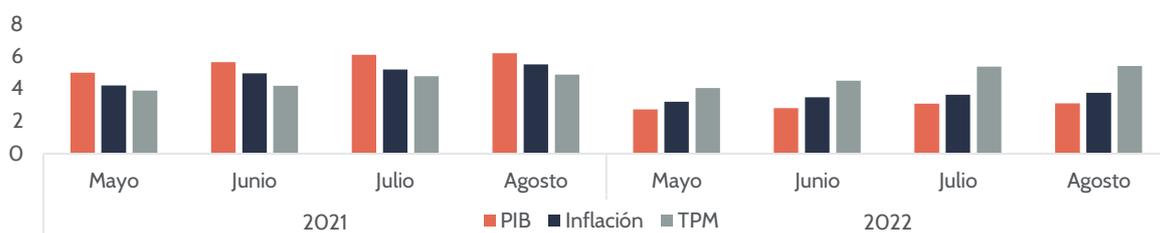


¿Qué paga a un inversionista en México: posiciones tácticas o fundamentos de largo plazo?

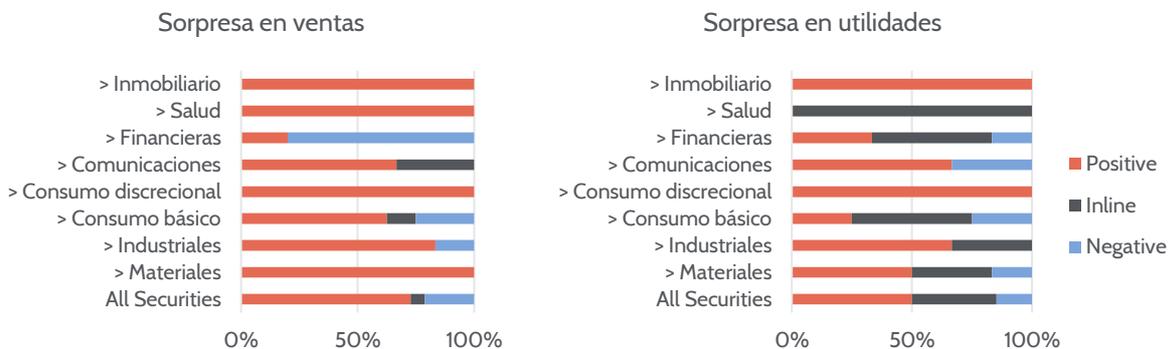
A escasos meses de cumplirse dos años desde el primer caso de Covid-19, México se encuentra en una posición privilegiada frente al resto de economías Latinoamericanas, esto explicado principalmente por tres factores: disciplina fiscal, estabilidad política, y un Estados Unidos pujante. Durante el 1S21 la actividad económica sorprendió mostrando un crecimiento por encima de lo esperado por el mercado. Esto también se vio reflejado a nivel micro con ventas y utilidades que superaron las estimaciones del mercado (gráficos 1 y 2).

Gráfico 1: Revisiones promedio Sell-Side



Fuente: BSR CCAM

Gráfico 2: Sorpresas en resultados del MEXBOL



Fuente: Bloomberg

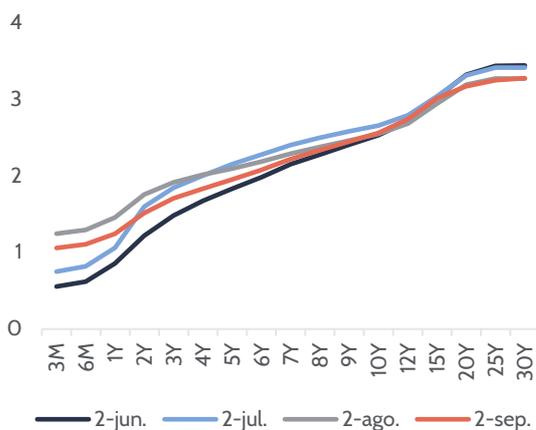
Nuestro análisis indica que en el corto plazo la posición relativa de México frente a sus pares abre un espacio atractivo. Allí, la selección será determinante pues consideramos que todavía se observan debilidades estructurales en el aparato económico local. Particularmente vemos oportunidades atractivas en renta fija, con tasas de rendimiento elevadas dentro del universo de GI soberano y expectativas ancladas en fundamentos macro que lucen sólidas en el corto plazo, sumado al beneficio de un FX relativamente estable en medio de la recuperación del apetito por riesgo.

En el mercado de renta variable, las oportunidades más atractivas están en las empresas con exposición a los Estados Unidos, que esperamos continúe como principal generador de crecimiento. Somos más cautelosos con las empresas expuestas al mercado local, donde creemos que las vulnerabilidades macro (menor PIB potencial) y fiscales tienen un mayor peso. Esto en un escenario sin reformas estructurales que resuelvan los problemas fiscales o reactiven a la inversión privada.

Renta Fija: Ambiente monetario abre nuevas posibilidades

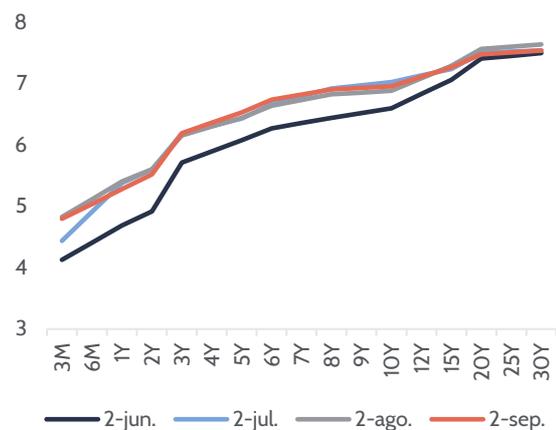
En renta fija las oportunidades más atractivas provienen de la nueva senda de inflación y su impacto en el entorno monetario. Por un lado, vimos el impacto del inicio de ciclo alcista sobre la TPM, con alzas en el tramo corto de la curva nominal (gráfico 4). Lo anterior, gatillado por sorpresas de inflación que impactaron a la curva de Udibonos y ajustaron las inflaciones implícitas en los plazos de 1 a 4 años (gráficos 3 y 5). En conjunto, las curvas incorporan una expectativa de alzas de tasas en al menos tres de las ocho reuniones del 2022, además de los 75pb descontados hasta el cierre del 2021 (gráfico 4).

Gráfico 3: Curva Udibonos (%)



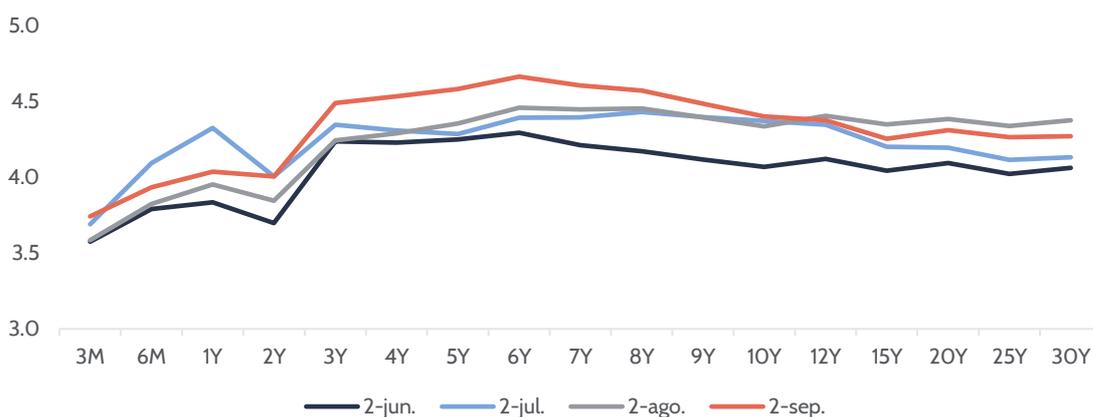
Fuente: BSR CCAM, Bloomberg

Gráfico 4: Curva soberana en MXN



Fuente: BSR CCAM, Bloomberg

Gráfico 5: Inflaciones implícitas (breakeven)



Fuente: BSR CCAM, Bloomberg

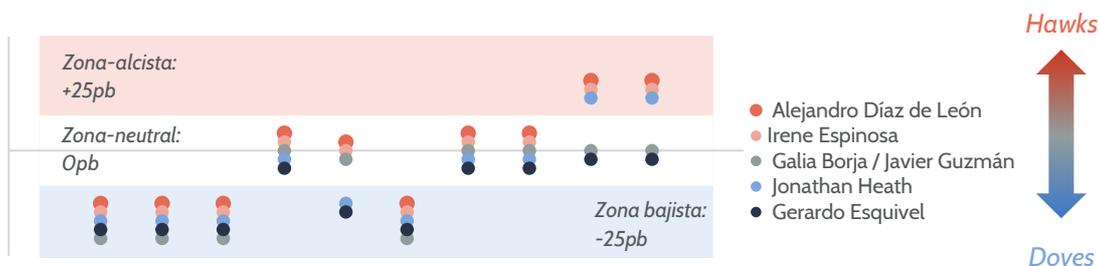
Al comparar los datos mencionados con nuestros pronósticos, encontramos oportunidades en la parte media de la curva de Udibonos. Preveamos caídas en las inflaciones implícitas de los nodos de 2 años en adelante, considerando la fortaleza monetaria local y su impacto sobre la formación de expectativas. Lo anterior, porque las curvas incorporan una inflación por encima del 4.4% (gráfico 5) a pesar de que el Banxico cuenta, a nuestra consideración, con credibilidad suficiente para dicho horizonte.

Banxico: Potencial impacto cualitativo

Desde su conformación, Banxico se ha caracterizado por su independencia y las nominaciones de AMLO no la han afectado. De hecho, no tenemos preocupaciones institucionales, sino más bien nuestra visión descuenta un mayor sesgo bajista en las votaciones durante el 2022, una vez el miembro actual más conservador o *hawk* (Alejandro Díaz de León), sea reemplazado por alguien más heterodoxo, un potencial *dove* (Arturo Herrera), en un ambiente económico desafiante.

Díaz de León ha tenido un sesgo alcista en las votaciones del último año y ha sido determinante en las subidas observadas este año: sin su voto, *ceteris paribus*, no habríamos visto el inicio del ciclo alcista todavía (gráfico 6). El hecho de que su reemplazo sea una persona menos ortodoxa puede implicar que la Junta 2022 termine siendo más tolerante ante una inflación que seguirá por fuera de su rango, al menos en el 1S22. Esto deriva en una mayor incertidumbre sobre el ritmo y la agresividad de las subidas durante el próximo año.

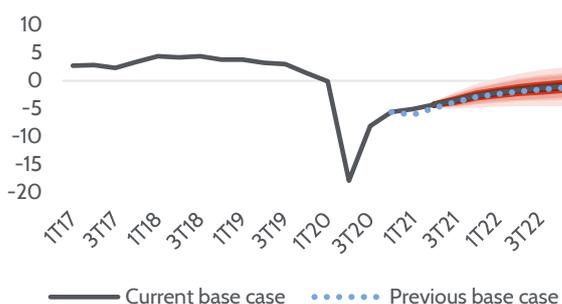
Gráfico 6: Votaciones y sesgo Banxico



Fuente: BSR CCAM

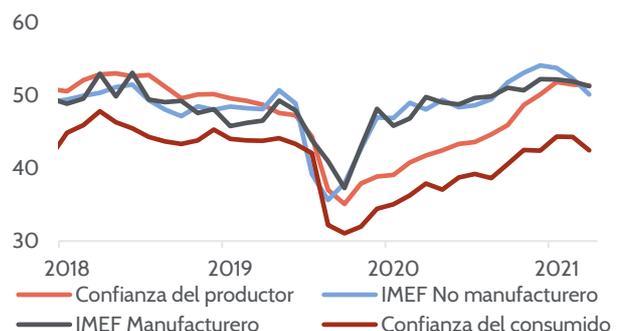
De hecho, a las posiciones de cada miembro, se suma información que puede servir como argumento para subidas o mantención de la tasa: el central aún espera una brecha de producto negativa que soporta mayor estímulo monetario en el corto plazo (gráfico 7), mientras que los indicadores de sentimiento local se ubican cada vez más dentro del terreno expansivo (gráfico 8), indicando que la economía podría comenzar a recalentarse. Tomando en consideración el incierto balance monetario, somos cautelosos sobre las posiciones que emerjan sobre la curva soberana en MXN, pues el riesgo de que no se materialice un ciclo agresivo aún es alto, mientras que consideramos que el espacio en la curva de Udibonos se mantiene atractivo.

Gráfico 7: Brecha del producto: Banxico, ago21



Fuente: Banxico

Gráfico 8: Indicadores de sentimiento local

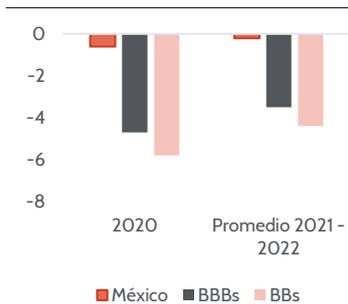


Fuente: IMEF, INEGI, Bloomberg

Política fiscal: Beneficiosa, por ahora

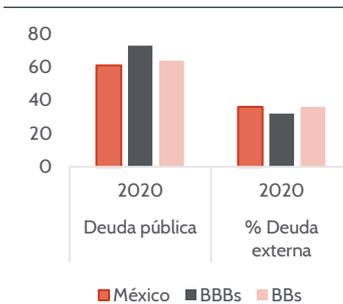
El manejo austero de la crisis, con un paquete fiscal menor al 5% del PIB (vs. 12% promedio regional), sumado a las iniciativas de una sola vez por mejorar los ingresos fiscales (multas a empresas, sobretasas específicas de impuestos, entre otras) permitieron que el país cerrara el 2020 con métricas de deuda y déficit holgadas (gráficos 9 y 10). Si bien ambas variables registraron saltos frente al cierre de 2019, los dos fueron considerablemente menores a los observados en otros países con calificación BBB y menores al promedio de la región (gráfico 11), donde destacamos el salto de la deuda/PIB en Colombia que pasó de 50% al 65% o en Brasil donde se espera 85% al cierre del 2021.

Gráfico 9: Déficit fiscal (% del PIB)



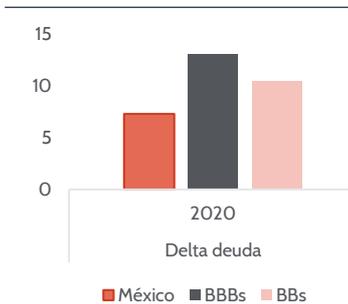
Fuente: IMF, BSR CCAM

Gráfico 10: Métricas de deuda (% del PIB Y %/d.total)



Fuente: IMF, BSR CCAM

Gráfico 11: Salto ratio deuda/PIB

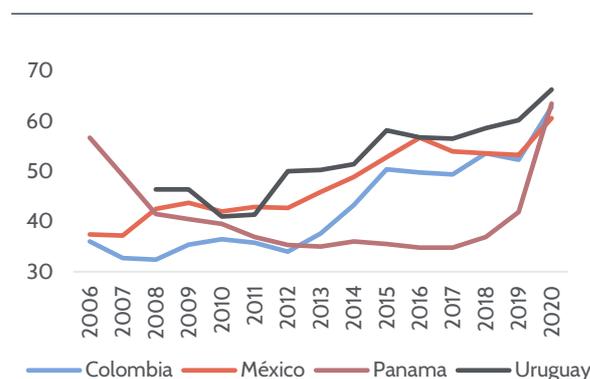


Fuente: IMF, BSR CCAM

En ese sentido, la foto con la que sale México de la crisis lo posiciona mejor que sus pares. Esto en parte explica que las preocupaciones sobre una potencial pérdida del GI se hayan disipado mientras el país todavía mantiene un manejo ineficiente de sus recursos. Sin embargo, es importante recordar el bagaje con el que el país venía hasta dic19 y que para nosotros todavía representan riesgos de mediano y largo plazo.

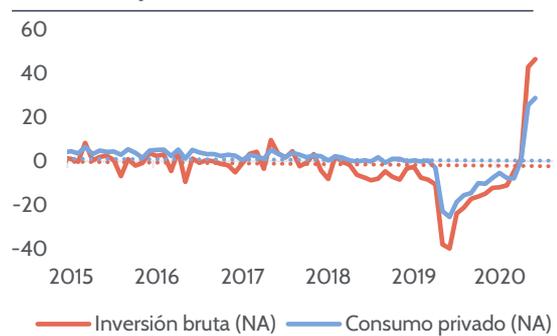
México desde el 2018 con la llegada de AMLO ha venido sufriendo deterioros en las cuentas fiscales: asignación de recursos a proyectos poco eficientes (Pemex, Dos Bocas, Tren Maya), austeridad en proyectos de inversión y fondos de desarrollo, y políticas que afectan al sector privado han sido los factores que explican niveles de deuda repuntando (gráfico 12) y nulas mejoras en los niveles de ahorro o productividad del país.

Gráfico 12: Deuda como % del PIB



Fuente: IMF, BSR CCAM

Gráfico 13: Formación bruta de capital y consumo privado (var. % a/a)



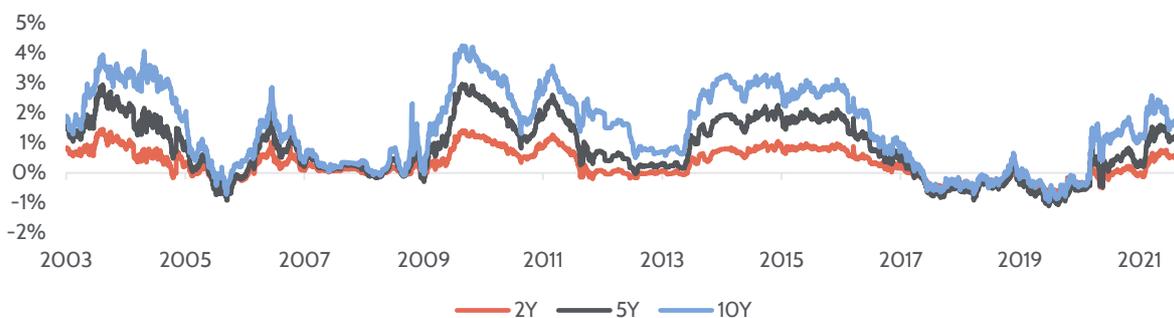
Fuente: INEGI, BSR CCAM

Además, existen debilidades estructurales sobre el crecimiento del PIB que evidencian un menor potencial, afectando la sostenibilidad de las finanzas públicas. Recordemos que el ritmo de crecimiento de la inversión privada pasó a negativo entre 2015 y 2019, mientras que la inversión pública ha registrado caídas interanuales desde 2010. Al tiempo, el consumo de los hogares pasó de crecer un promedio anual de 2.7% a 2.5%, durante el mismo periodo (gráfica 13).

¿Cómo nos posicionamos en ese entorno?

Considerando que las perspectivas fiscales y macro se mantienen como las más relevantes para la sostenibilidad económica en el mediano y largo plazo, e incorporando la posición relativa con la que cuenta México en el corto plazo, prevemos que el premio por plazo de los nodos más largos de la curva pueda comprimirse durante el tiempo en que México goce de esta nueva y mejor posición. Estimamos que el premio por plazo puede contraerse hasta 100pb en el nodo de 10 años, mientras que no descontamos subidas adicionales para la parte corta, como mencionamos anteriormente.

Gráfico 14: Premio por plazo



Fuente: BSR CCAM

Los riesgos que emergen sobre esta recomendación son principalmente externos y podrían ser persistentes, aunque por ahora los consideramos moderados. A pesar de que el entorno de recuperación global se ha tornado ligeramente más incierto, las expectativas sobre las tasas de los Tesoros US de largo plazo siguen pronosticando al menos 30pb sobre el nivel actual (PS CCAM pronostica 1.65% al cierre del 2021). De acuerdo a la metodología desarrollada por el Banxico (jun21), estimamos que una subida de los UST de esta magnitud tendría un efecto en la curva soberana en MXN de +10pb sobre el nodo de 10 años, que luce acotado pero que puede resultar riesgoso para algunos inversionistas, por su persistencia en el tiempo.

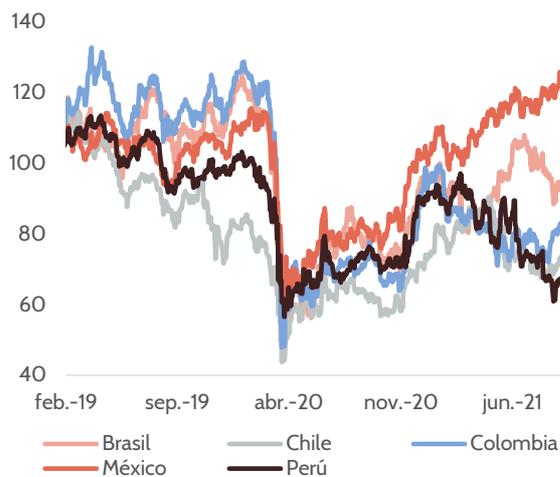
Sin embargo, dichos riesgos terminan siendo manejables considerando la estabilidad que prevemos en el MXN y que aseguraría un importante *carry-trade* de los papeles en pesos en el corto plazo. Los flujos de dólares provenientes de EE.UU. y un mayor apetito por riesgo emergente son los argumentos detrás de nuestra expectativa de USDMXN\$20.4 al cierre del año, correspondiente a una depreciación de 2.5% en el corto plazo y considerablemente menor a las tasas que ofrecen papeles de mediano y largo plazo.

A lo anterior se suma la recuperación del resto del mundo que seguirá incentivando un mayor apetito por riesgo emergente, beneficiando al MXN por su uso masivo como herramienta para tomar posición en EM o de sus opciones para cubrir posiciones en los mismos.

Renta variable: Oportunidades en sectores específicos se toman la escena

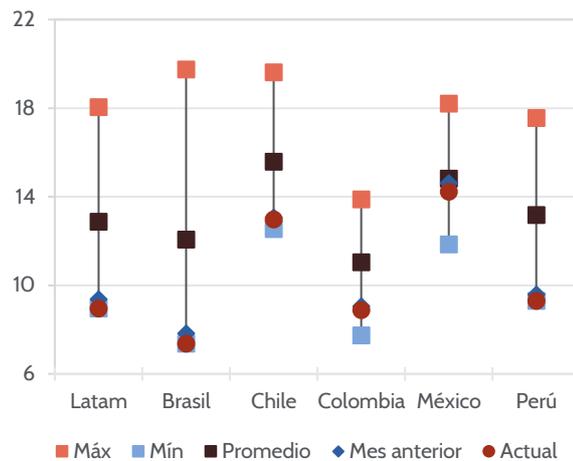
Por el lado de la renta variable, este año el mercado de valores de México también ha acompañado en *momentum*, superando el desempeño en USD de otros pares de la región: el mercado de renta variable registra un crecimiento de 21.2% YTD, después de una caída de -4.0% en el 2020. Sus datos se comparan con un promedio para la región de -15.4% en 2020 y -11.4% YTD (gráfico 15). Dicho desempeño relativo, en ningún caso implica que las valorizaciones luzcan apretadas frente a su nivel histórico (gráfico 16):

Gráfico 15: MSCI países Latam



Fuente: BSR CCAM, Bloomberg

Gráfico 16: Valuaciones MSCI Latam



Fuente: CCAM

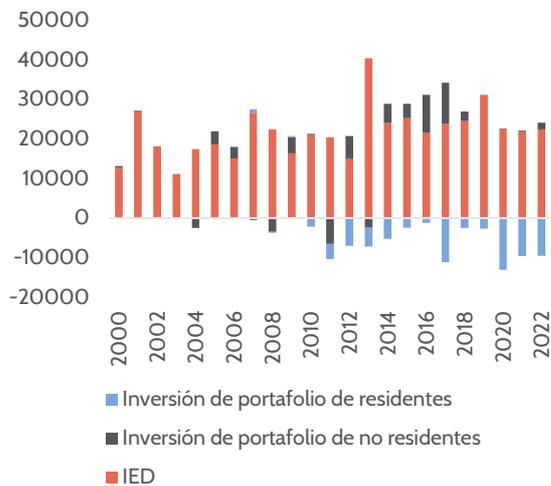
El consenso coincide en que la explicación detrás de la buena evolución económica y de mercado en México, es el crecimiento de EE. UU. y en ese mismo sentido, se ha forjado una perspectiva positiva para el corto plazo. Por un lado, México obtiene dividendos del acelerado ritmo de recuperación de su vecino del norte al ubicarse de nuevo como su principal socio comercial y proveedor de bienes (tanto intermedios como finales) y servicios. Por el otro, los ingresos de los hogares se benefician de externalidades positivas de los estímulos fiscales que ha mantenido como respuesta a la crisis del Covid.

En ese sentido, el avance de recuperación y la mantención de EE.UU. como líder de crecimiento global será determinante en la economía local, con una demanda externa al alza y aun por alcanzar su pico, y en la medida en que se mantengan (marginalmente) los estímulos fiscales en el gobierno de Biden. Por el lado de la demanda, los sectores exportadores se mantendrán beneficiados, mientras que por el lado de la oferta será el consumo de los hogares el que siga soportado.

Sin embargo, y a pesar de los fundamentales positivos para renta variable mexicana, los flujos internacionales han sido débiles y esto deja a que la principal razón para el buen desempeño de las acciones haya sido el enorme flujo de recompras (*buybacks*). Si bien no todas las empresas participan de esto, algunas que si lo han hecho, como América Móvil que representa casi un 20% del índice, ha empujado sus propias acciones de sobremano. Lo mismo sucede con Inbursa, Fibra Uno, Gruma, Bimbo, entre otras. Esto es porque las empresas aún no se sienten confiadas en realizar planes de capex importantes y no han encontrado mejor activo para invertir que sus propias

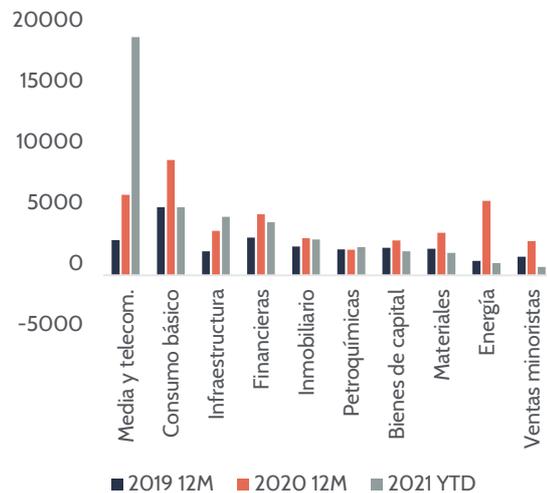
acciones, lo cual muestra la prudencia que todavía tienen los controladores con sus negocios. Lo mismo sucede con empresas como Femsa, Arca, u otras, que continúan enfocando todos sus esfuerzos de M&A fuera del país.

Gráfico 17: Flujos Capital



Fuente: IIF, BSR CCAM

Gráfico 18: Buybacks en MXN M



Fuente: GBM, BSR CCAM

En conclusión, emergen oportunidades específicas en cada clase de activo. Beneficiamos a la parte media de los Udibonos vs. la curva nominal, mientras que para la parte larga de la segunda vemos espacio de contracción en los premios por plazo. En renta variable nos inclinamos por sectores con exposición a EE.UU. que se mantendrá como driver. Reconocemos riesgos para ambos, que pueden provenir tanto de fuentes internas (inflación y tasas) como externas (crecimiento global y FX), si bien los consideramos acotados en el corto plazo frente a los que se observan en sus vecinos. Para un horizonte mayor, la evolución política y el impacto permanente que tenga sobre el aparato productivo se mantienen determinantes.



Darío Valdizán

Director

Head de Buy Side Research

Renta Fija, Renta Variable y Soberanos

Darío estudió Economía en la Universidad de Wisconsin - Madison. Antes de unirse a Credicorp Capital, se desempeñó como Gerente de Estrategia de Portafolio para Grupo Breca, el grupo económico más grande del Perú. Trabajó como director de investigación durante 3 años en ONYX EM, una boutique de gestión de activos con sede en Sao Paulo, Brasil, analizando varias industrias en América Latina, excepto Brasil. Anteriormente, trabajó durante 6 años en BTG Pactual y UBS Pactual, en Río de Janeiro y UBS, Stamford, CT, cubriendo varios sectores: Hidrocarburos, Cemento, y Construcción & Maquinarias. Darío es un veterano de la Fuerza Aérea de los Estados Unidos (USAF).

Descargo de Responsabilidad

Este reporte es propiedad de Credicorp Capital Asset Management S.A. Administradora General de Fondos y/o sus personas relacionadas (en adelante denominadas conjuntamente, "Credicorp Capital"), por tanto, ninguna parte del material ni su contenido, ni ninguna copia del mismo puede ser alterada en forma alguna, transmitida, copiada o distribuida a terceros sin el previo consentimiento expreso de Credicorp Capital. Al realizar el presente reporte, Credicorp Capital ha confiado en la información proveniente de fuentes públicas. Credicorp Capital no ha verificado la veracidad, la integridad ni la exactitud de la información a la que ha tenido acceso, ni ha adelantado o realizado procedimientos de auditoría respecto de ésta. En consecuencia, este reporte no importa una declaración, aseveración ni una garantía (expresa o implícita) respecto de la veracidad, exactitud o integridad de la información que aquí se incluye, o cualquier otra información escrita u oral que se brinde a cualquier interesado y/o a sus asesores. A menos que esté expresamente indicado, no se ha utilizado en este reporte información sujeta a confidencialidad ni información privilegiada que pueda significar la infracción a las normas del mercado de valores, o aquella que pueda significar incumplimiento a la legislación sobre derechos de autor. Salvo que esté expresamente indicado, el reporte no contiene recomendaciones de inversión u otras sugerencias que deban entenderse hechas en cumplimiento del deber especial de asesoría que asiste a los intermediarios del mercado de valores frente a los clientes clasificados como cliente inversionista. Cuando así sea, se especificará el perfil de riesgo del inversionista al cual se dirige la recomendación. El inversionista debe tener en cuenta que Credicorp Capital podría efectuar operaciones a nombre propio con las compañías que son analizadas en este tipo de reportes las que eventualmente podrían incluir transacciones de compra y venta de títulos emitidos por éstas. Al analizar el presente reporte, el lector debe tener claro que el objetivo buscado no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero operativo específico, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados en la evaluación. Tampoco lo es brindar asesorías de inversión, ni opiniones que deban tomarse como recomendaciones de Credicorp Capital. La información contenida en este reporte es de carácter estrictamente referencial y así debe ser tomada. Asimismo, es necesario considerar que la información contenida en este reporte puede estar dirigida a un segmento específico de clientes o a inversionistas con un determinado perfil de riesgo distinto del suyo. Es de entera y absoluta responsabilidad del cliente determinar cuál es el uso que hace de la información suministrada y por ende es el único responsable de las decisiones de inversión o cualquier otra operación en el mercado de valores que adopte sobre la base de ésta. El resultado de cualquier inversión u operación efectuada con apoyo en la información contenida en este reporte es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza, no siendo responsabilidad de Credicorp Capital, dicho resultado, por lo que tampoco asume ningún tipo de responsabilidad, por cualquier acción u omisión derivada del uso de la información contenida en este documento. En ningún caso la información aquí publicada puede considerarse como un concepto u opinión de tipo financiero, jurídico, contable o tributario, ni mucho menos como un consejo o una asesoría de inversión.

© Credicorp Capital 2021

Contacto

Credicorp Capital Asset Management
Email: ir.am@credicorpcapital.com