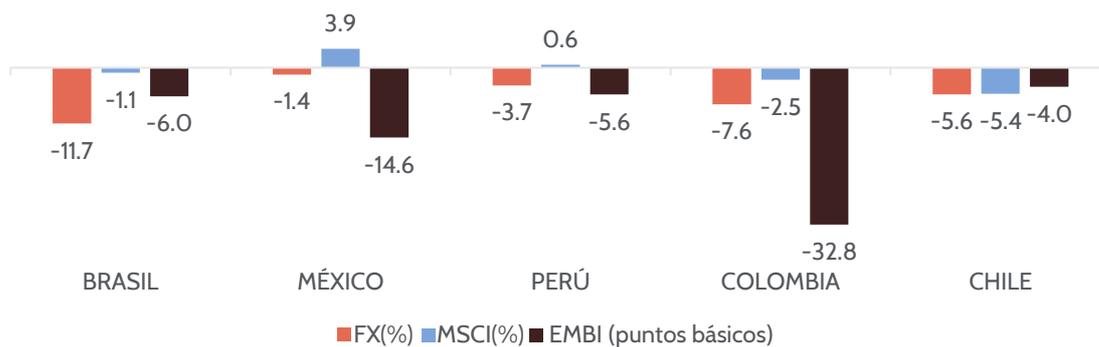


# MÉXICO: Aliviado entre la política y la macro

México se ha caracterizado, pre-pandemia, por una debilidad estructural que ha limitado su crecimiento. A esta debilidad económica se le ha sumado una incertidumbre política por parte del gobierno de Lopez Obrador, quien apuesta por un estado más activo en la economía en lugar de apoyar el desarrollo de la inversión privada. Aun así, y en parte apoyado por el buen manejo fiscal de AMLO, el desempeño de los activos de riesgo mexicanos supera a los de la región en un análisis comparativo. ¿Qué explica que un país emergente con crecimiento de economía madura sea un outlier? ¿Es sostenible?

Gráfico 1: Rendimientos activos de riesgo Latam (promedio variación anual 5Y)



Fuente: Bloomberg, construcción BSR CCAM

En el corto plazo (<1Y) que México continúe viéndose mejor que sus pares Latinoamericanos soportará principalmente a la renta fija y hasta cierto punto para la renta variable, dado que la incertidumbre política es mayor en los otros países y la economía se mantiene alejada de un punto crítico a pesar de sigue deteriorándose. En un horizonte de largo plazo, la ausencia de una reforma estructural que incremente la competitividad e incentive la inversión privada incrementa el riesgo que se materialice un escenario negativo, esto se vuelve aún más crítico conforme nos acercamos a las elecciones generales del 2024.

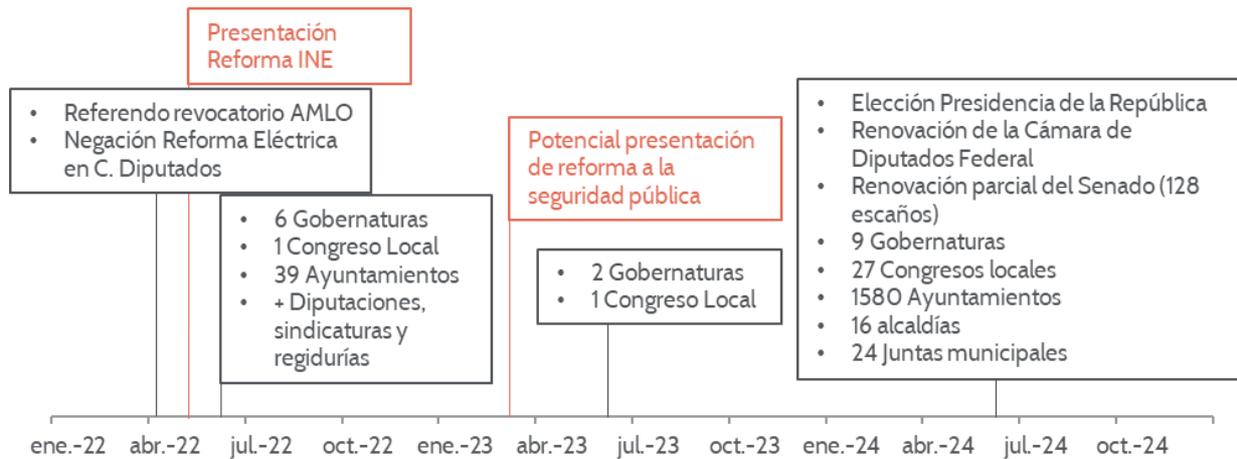
En las siguientes páginas exploramos el impacto que tienen sobre los activos de riesgo tres puntos de vista: el político, el económico, y el entorno global; para discutir las oportunidades que vemos para el corto vs. mediano y largo plazo.

## 1. Entorno Político: Menos complejo de cara a las elecciones presidenciales

En la elección de 2018 AMLO prometió el inicio de la 4ta transformación en México, donde se destacaba una reforma energética que desbarataría la realizada por el gobierno de su antecesor, Enrique Peña Nieto, y que aseguraría la independencia energética de México. A su vez, por medio de consultas populares, esperaba mantener su legitimidad ante el legislativo, imponiendo su agenda. Esto llegó a su punto final con dos eventos: 1. El fallo de la Suprema Corte de Justicia de la Nación (SCJN) de no inconstitucionalidad de la reforma a la Ley de la Industria Eléctrica (aprobada en marzo 2021), y 2. La negación del proyecto constitucional de Reforma Eléctrica.

La primera, una victoria para el gobierno, incluye 12 enmiendas que le dan un mayor poder de mercado a la Comisión Federal de Electricidad (CFE) – la generadora de energía de propiedad del estado que cuenta con el monopolio de la transmisión eléctrica. A largo plazo, es probable que decante en mayores precios de energía eléctrica para consumidores y empresas, y un desincentivo a la inversión privada en el sector. Mientas que el segundo punto representa la mayor derrota que ha tenido el gobierno, puesto que la Reforma Eléctrica necesita de un cambio constitucional que le fue denegado en un debate donde la oposición voto en unísono.

**Gráfico 2: Calendario electoral y presentación de reformas de AMLO**



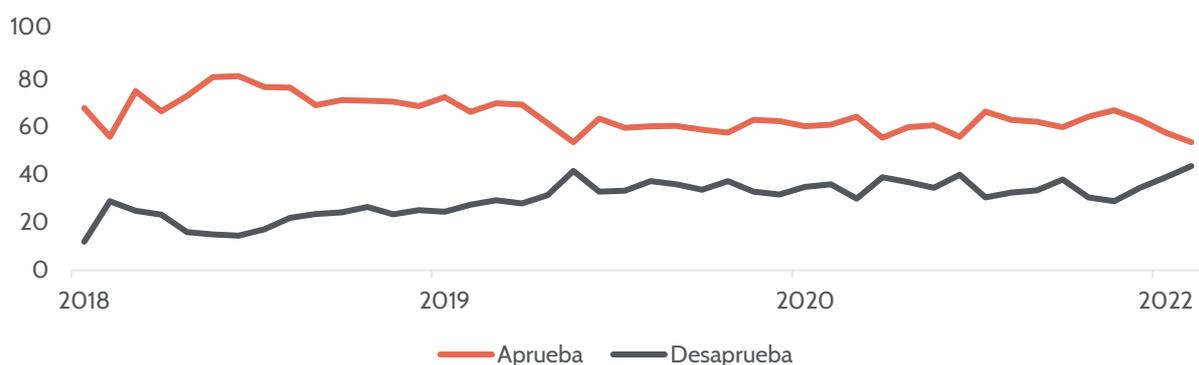
Fuente: BSR CCAM

Finalmente, la presión que AMLO esperaba poder ejercer a través de referendo revocatorio, una consulta arbitraria y sin reconocimiento político de la entidad electoral, tampoco rindió frutos. Este fue de baja participación ciudadana excepto donde Morena tiene una presencia fuerte.

Este entorno político hace improbable que la 4ta transformación de AMLO y Morena pase de modestos cambios en términos constitucionales. Con el vencimiento de su mandato en el 2024 y la imposibilidad de ser reelegido, le quedan a AMLO dos años productivos legislativos, donde vemos menos espacio para medidas radicales y vemos más espacio para enfocarse en buscar asegurar su legado a través de un sucesor viable para la presidencia: medidas moderadas entendiendo que el Congreso sigue actuando como candado constitucional (evidenciado en la negación de la Reforma Eléctrica) deberían guiar el camino.

Esto nos lleva a concluir que, en una región afectada por una alta incertidumbre política, el 2022 sería un año de mayor estabilidad en México, reforzando la percepción relativa de predictibilidad.

**Gráfico 3: Aprobación presidencial AMLO2**

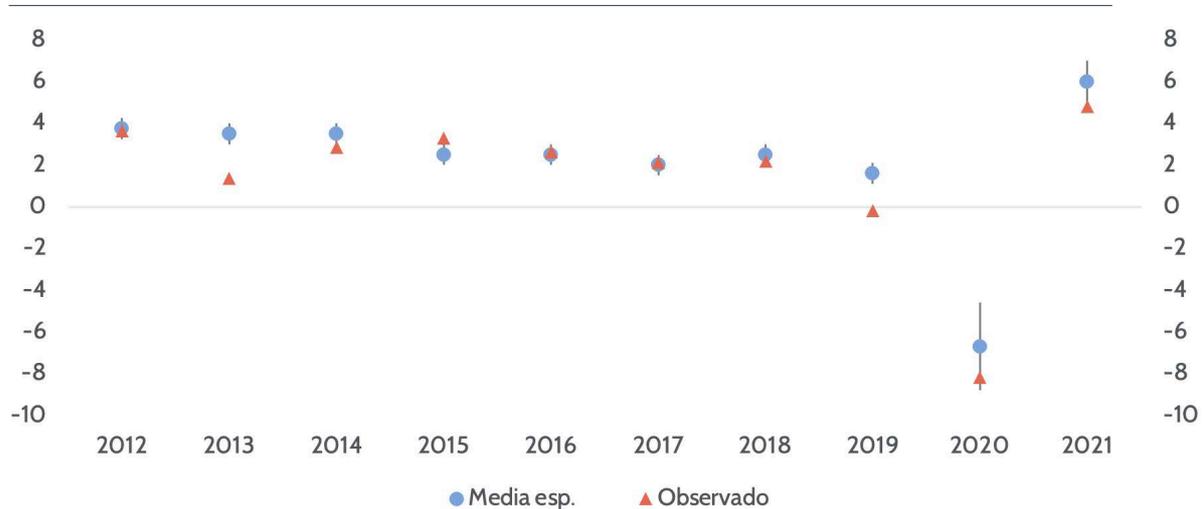


Fuente: Oraculus Poll of polls

## 2. Macroeconomía: A paso lento pero seguro

El crecimiento, medido en expansión de PBI, ha decepcionado. Después de registrar una contracción de 8.2% en el 2020 repunto apenas 4.8% durante el 2021, manteniendo su nivel de PBI real en 3.4% por debajo de lo observado en 4T19 y comparado con la contracción de -7.0% en el 2020 y el repunte de 10.1% en el 2021 para las 4 economías más importantes de la región. Para el 2022, las expectativas ya han sido revisadas a la baja consecutivamente desde la mitad del 2021, de 2.8% para el actual 1.7%. Explicado por la dinámica política, la baja inversión del sector privado, la alta inflación, la baja creación de empleo y menores transferencias globales esperadas. Nuestra expectativa actual es de un crecimiento de 1.9% durante el 2022, mientras el Banxico espera 2.4%, con un rango entre 1.6% y 3.2%.

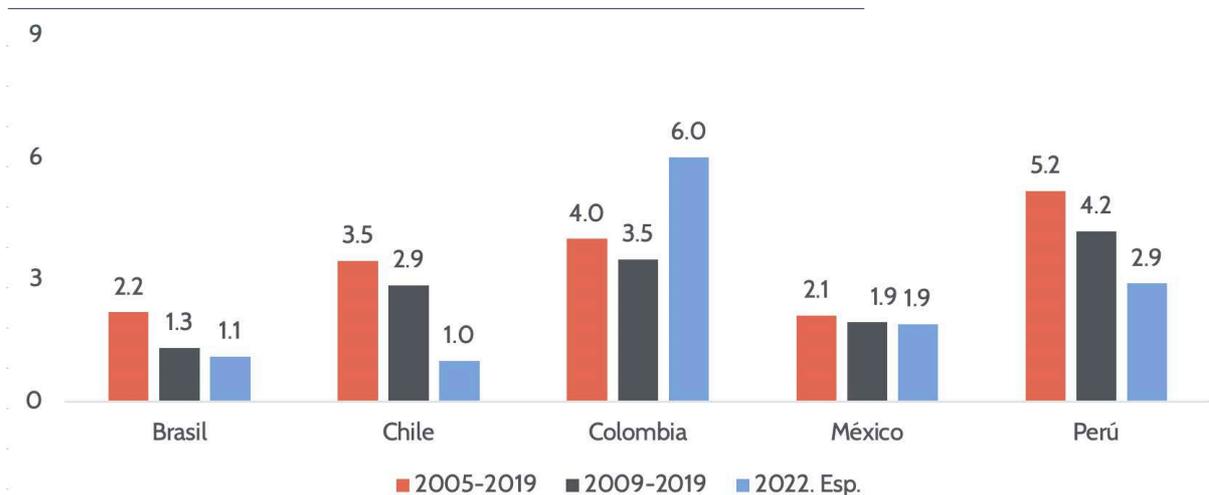
**Gráfico 4: Expectativa inicial (1T de cada año) del PIB Banxico vs. dato real observado**



Fuente: Banxico, Informes trimestrales; INEGI

El termino reversión a la media parece encontrar eco en nuestras proyecciones. Cuando uno hace una comparación histórica amplia, ve que nuestra proyección se ubica cerca del promedio histórico: 2.1% para el periodo 2005 – 2019 y 1.9% promedio 2009-2019. Estos niveles de crecimiento son característicos en economías maduras y cada vez más desarrolladas, este no es el caso de México. Un crecimiento como el esperado no parece ser suficiente señal de alerta para esperar un deterioro material de la macroeconomía, al menos el corto plazo.

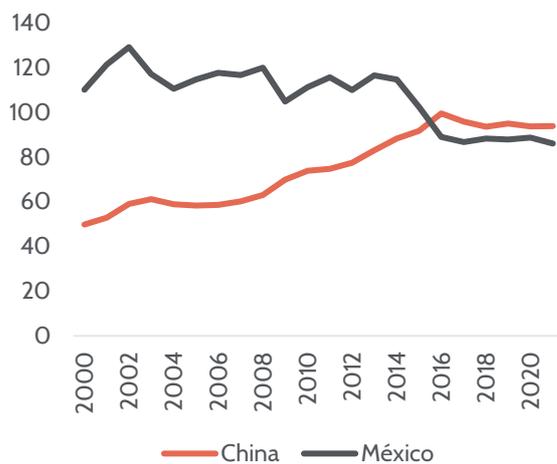
**Gráfico 5: Crecimiento PIB promedio rangos y esperado 2022**



Fuente: Bloomberg, estimados BSR CCAM

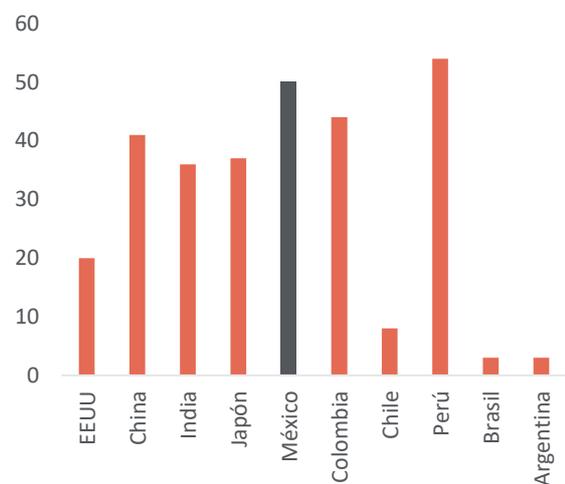
La debilidad mencionada estaría asociados a dos factores: el consumo de los hogares y la inversión privada, que evidencian una tendencia bajista desde 2015. La ausencia de reformas estructurales que mejoren la productividad y competitividad local explican parte, pues a pesar de que periodos presidenciales anteriores se logró la aprobación de reformas que liberalizaban mercados (i.e., reforma energética de 2013) y capitalizaban spillovers derivados de tensiones geopolíticas (i.e., guerra comercial entre USA y China), su implementación no se ha materializado con la rapidez y profundidad necesarias. Evidencia de ello es que a pesar del nivel de apertura comercial de México y de un costo de mano de obra altamente competitivo, no se han observado saltos en inversión sobre sectores estratégicos (bienes y servicios tech, servicios financieros) que aumenten la creación de empleo formal o potencialicen las ventajas comparativas en las cadenas de suministro globales

Gráfico 6: Costo laboral unitario real (índice)



Fuente: OECD, a dic21

Gráfico 7: Número de países cubiertos en TLCs



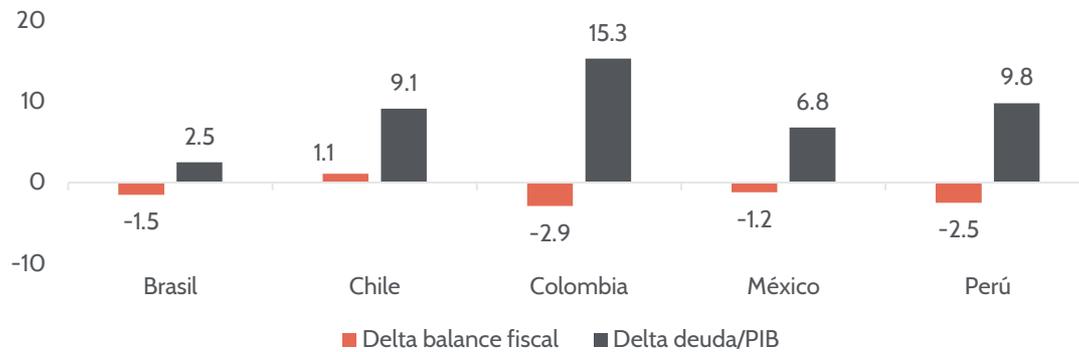
Fuente: Ministerios de Comercio y Ministerios de Economía y Finanzas de los países mencionados, OEA, Consejo de la Unión Europea, OMC

Para este año preveamos que la inercia con la que llega la economía al 2022 y las características de madurez que evidencia, serán suficientes para seguir soportando un entorno político desafiante mientras que las otras economías de la región están por ciclos más desafiantes.

### 3. Activos de Riesgo: Oportunidades emergen en medio de las tensiones y debilidades

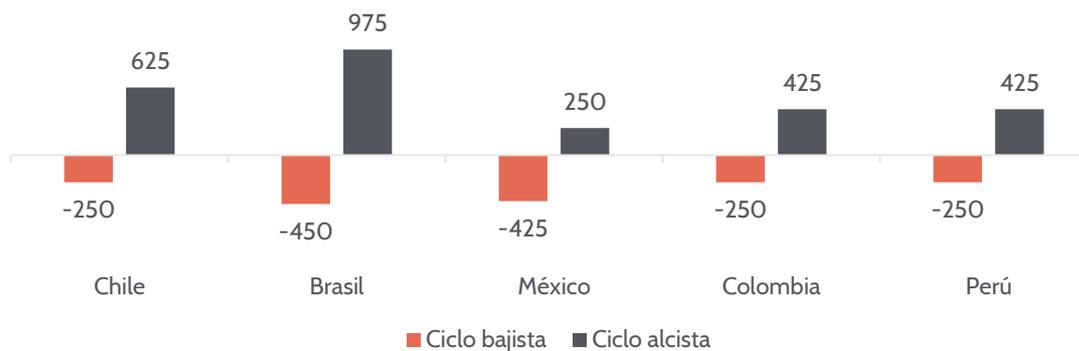
Tanto la renta fija como la renta variable en México se mostraron resilientes durante los últimos años. Ambas clases de activos se vieron beneficiados por temas tanto internos como externos: las políticas austeras de AMLO protegieron a las cuentas fiscales del país, mientras que sus cuentas externas se vieron beneficiadas por la contracción del comercio global (que significó un superávit comercial en México), junto con las resilientes transferencias consecuencia de las políticas fiscales de EE.UU. También a esto se suma el mejor desempeño de empresas estatales como Pemex, que ha ayudado a que el riesgo país encuentre una estabilidad mayor a la de otros países. Todos estos factores brindaron suficiente apoyo al consumo local en México, así como un segundo efecto sobre las compañías cuyos ingresos se originaban en su vecino del norte. Además, Banxico mostró alta ortodoxia haciendo honor a una credibilidad que había quedado en duda, en la medida en que el board quedaba conformado por nominados de AMLO.

**Gráfico 8: Salto métricas fiscales 2019 - 2022E**



Fuente: IMF, estimados BSR CCAM

**Gráfico 9: Puntos básicos acumulados en últimos dos ciclos de política monetaria**



Fuente: Bancos Centrales de cada país

El atractivo que mantuvo México se magnifica al compararlo con los rendimientos de sus pares de la región, es decir, México se ve bien porque los demás no lo hacen. Y consideramos que eso se va a mantener al menos este año por las siguientes razones: 1. El entorno político actual luce menos complejo que antes y se compara con un año electoral en Brasil y Colombia, uno de cambios constitucionales en Chile y uno de tensiones Congreso-Ejecutivo en Perú, y 2. La parte del ciclo económico que atraviesan países de mayor crecimiento como Brasil y Perú es de desaceleración, tanto por políticas (fiscales y monetarias) menos laxas, como por el efecto de una desaceleración fuerte de la economía global.

#### 4. Riesgos: Entorno externo más complejo para EM

Los riesgos sobre nuestro view positivo en México tienen que ver con los cambios en las condiciones globales que estamos observando, particularmente la desaceleración del crecimiento de EE.UU. y el ciclo alcista de tasas de la FED. Sin embargo, a nivel local no descartamos ver eventos de malestar considerando la alta inflación ( 7.54% a mar22 ), los niveles de informalidad de la economía ( >55% ) y la fallida mejora en seguridad nacional.

Sobre los temas externos, reconocemos que una desaceleración muy fuerte sobre la economía de EE.UU., que implique menores ingresos en USD (las remesas representan cerca del 4% del PIB), afectarían no solo al consumo sino también a la moneda, y apoyarían nuevas revisiones sobre crecimiento; mientras que los sectores estratégicos y relacionados con el consumo básico (ie. alimentos) y discrecional (ie. Autos y electrodomésticos) también deberían ver sus márgenes afectados. El segundo punto concerniente a la FED, pone en aprietos al Banxico que se enfrenta a un dilema desde el 3T21: subir tasas para controlar una inflación subyacente alta (>6% en los últimos meses) en medio de caídas trimestrales del PIB; y que de no entregar los hikes esperados podría magnificar caídas sobre los rendimientos de los activos de riesgo locales. Los temas internos, en cambio, los consideramos menos apremiantes por cuenta de las situaciones en las que ahondamos en este documento: si bien hay bajo crecimiento, todavía los ciudadanos mantienen un nivel de aprobación muy alto para un presidente en mitad de periodo.

En suma, esperamos que los activos de riesgo mexicanos sigan entregando rendimientos ajustados -por-riesgo atractivos en un horizonte de corto plazo, donde el selection será determinante: parte media y larga de la curva en MXN nominal beneficiada por un manejo macroeconómico y fiscal envidiable, mientras que para la RV vemos mejor desempeño (soportado en las externalidades positivas de la regionalización de las cadenas globales de producción) de los sectores relacionados a los servicios y bienes básicos que terminarían de hacer catch-up a sus niveles pre-pandemia.



## Alejandra Rincones Castañeda

Asociada, Buy Side Research

Alejandra tiene el grado de Economista de la Universidad de los Andes, Bogotá – Colombia, además de ser CFA charterholder desde feb22. Actualmente es Asociada del Buy Side Research y ha estado en Credicorp Capital desde el 2016, como parte de varios equipos dentro del Asset Management. Anteriormente estuvo trabajando en empresas del sector real, ONGs y compañías de consultoría econométrica después de haber sido Asistente de Investigación en el Banco de la República de Colombia. Alejandra está basada en Bogotá y su enfoque es la investigación macro-soberana y de FX para Latam, con foco en Colombia y México.

## 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 2022

### Contacto

Credicorp Capital Asset Management

Email: [ir.am@credicorpcapital.com](mailto:ir.am@credicorpcapital.com)