México y el efecto Trump

Con la llegada al poder del nuevo Presidente de los EEUU, Donald J. Trump, se abre un entorno de incertidumbre sobre las políticas que pueda llevar a cabo. El impacto en terceros países aún es incierto, aunque uno de los que podría verse más perjudicado es México. En este artículo analizamos los tres canales de impacto que detectamos sobre la economía mexicana de las posibles medidas de Trump: cuenta corriente, cuenta de capital e incertidumbre.

Nereida González

Durante su campaña electoral, el reciente Presidente de los EEUU, Donald Trump, señalaba a México como uno de los países sobre los que aplicaría medidas proteccionistas. A continuación, especificamos los tres canales principales a través de los que las nuevas medidas de Trump podrían tener un efecto negativo sobre la economía de México.

El primero de ellos, sería a través de la **cuenta corriente:**

• En materia de inmigración, Donald Trump ha anunciado la construcción de un muro en la frontera con México y que podría llegar a pagar el gobierno mexicano. En caso de no llegar a un acuerdo sobre la financiación del mismo, Trump amenazaba con bloquear las remesas que los emigrantes mexicanos residentes en los EEUU envían a su país.

El monto total de remesas que recibió México en 2015 se situaba cerca de 25.000 millones de dólares, de los que en torno al 96% del total tiene como origen EEUU. Si bien estos ingresos y su fuerte crecimiento (4,8% anual en 2015) han llevado a una mayor contribución del consumo al

(iStock)/TM mkstock.

crecimiento del PIB, el peso que representan sobre este es limitado (en el entorno de un 2%).

• En términos de comercio exterior, Donald Trump ha planteado la renegociación del NAFTA, acuerdo comercial con México y Canadá.

Este acuerdo ha contribuido significativamente al desarrollo del comercio exterior de México: desde los años 90 en que se firmó, las exportaciones de México se han multiplicado por 7,5. Este incremento se ha registrado especial-

mente en aquellas exportaciones con destino EEUU, que ahora pesan más de un 80% en su balanza comercial. En términos de PIB mexicano supone cerca del 30%, por lo que cualquier reducción del NAFTA podría perjudicar seriamente esta economía.

Si bien es difícil cuantificar el efecto neto que podría tener sobre el crecimiento de México un posible bloqueo de las exportaciones, ante el efecto contrapuesto que podría tener la fuerte depreciación que ha tenido el peso mexicano frente al dólar (que haría más competitivas las exportaciones), el impacto negativo en crecimiento es claro:

• Según la elasticidad histórica de las exportaciones mexicanas sobre el PIB, cada caída de un punto porcentual de las exportaciones supondría, *ceteris paribus*, una caída de medio punto porcentual del PIB.

• También podríamos hacer una comparativa de impacto de un shock externo como el ocurrido en la crisis de 2008 – 2009, cuando la Gran Recesión provocó una caída del PIB de México de un 4,7% anual en 2009 derivada de su alta dependencia de EEUU (seis puntos porcentuales menos que el año precedente). En este año, las exportaciones cedieron un 11,8%, arrastrando a otras partidas del PIB.

El segundo efecto negativo sobre el crecimiento podría ser en términos de **incertidumbre** política que penalice la confianza de los agentes internos. En los últimos meses se observa una caída de los PMI, aunque se mantienen en niveles superiores a 50 puntos.

Asimismo, este efecto de incertidumbre lo anunciaba el FMI en la revisión de sus previsiones de enero con un recorte de sus expectativas de crecimiento para México de seis décimas tanto en 2017 como en 2018. El FMI espera cierta desaceleración hacia una tasa de crecimiento del 1,7% (desde el 2,2% estimado para 2016) este año, con recuperación en 2018 con una previsión del 2%.

A esto se une el escaso margen de maniobra de las autoridades mexicanas para contrarrestar cualquier impacto negativo en su crecimiento vía demanda externa. En materia fiscal, la necesidad de control del ratio de deuda sobre el PIB ha llevado a las autoridades a eliminar los subsidios a la energía. Esto podría llevar a un incremento de los precios, uniéndose a las presiones del banco central mexicano (Banxico) para subir sus tipos de referencia en un intento de frenar el avance de la inflación también impulsada por la depreciación del peso mexicano frente al dólar (un 24% desde principios de 2016). Unas políticas económicas, tanto en el campo fiscal como monetario, contractivas, podrían penalizar el crecimiento durante los próximos años.

El tercero de los impactos podría ser a través de la **cuenta de capital**. En este entorno de incertidumbre los flujos de inversión han sido negativos durante gran parte de 2016. Hasta el mes de noviembre de este año la inversión cedió en México en casi 14.000 millones de dólares, lo que explicaría la fuerte depreciación del peso mexicano en este periodo. Asimismo, hemos visto como recientemente empresas con planes de inversión en el país se retiraban ante las medidas proteccionistas de Trump.

Como señalábamos anteriormente, el peso mexicano acumula frente al dólar una depreciación del 24% desde principios de 2016, en torno a un 4% en lo que va de 2017. Varios modelos que intentan aproximar el nivel de equilibrio del cruce MXN/USD señalan una fuerte infravaloración del peso frente al dólar.

Nuestro modelo de *fair value*, basado en una versión ampliada del modelo de Clarida según el trabajo de Imakubo, Kamada y Kan (2015), estaría señalando un nivel de equilibrio para el cruce en el entorno de 18MXN/USD, frente a 21MXN/USD en los que cotiza actualmente. Este modelo estima el tipo de cambio teórico según el componente

cíclico del diferencial de tipos de interés entre dos economías. Dado que ajusta los tipos de interés por su tendencia de largo plazo, se tiene en cuenta el impacto de las variaciones cíclicas de los tipos de interés en el tipo de cambio.

Adicionalmente, en una visión de más largo plazo, la PPA relativa señala una fuerte infravaloración del peso mexicano frente al dólar, en el entorno del 45%: a pesar de la mayor inflación de México en relación a EEUU, la PPA señala un nivel de largo plazo en el entorno de 15MXN/USD.

Por todo ello, cabría esperar que el peso mexicano se aprecie frente al dólar en el medio/largo plazo, si bien aún cabría esperar cierta volatilidad del cruce hasta que se concreten en mayor detalle las políticas que llevará a cabo Donald Trump en relación a México.

Mercados financieros

De cara al mes de febrero, reducimos el riesgo de la cartera.

Aumentamos el peso en liquidez (+4%), que supone ya el 15% de la cartera, a la espera de que vayan surgiendo oportunidades de compra en renta fija (especialmente en deuda pública) y renta variable.

Se mantiene la exposición en deuda pública USD (12%) por la TIR que ofrece actualmente la deuda americana y nuestra perspectiva de que el dólar siga manteniéndose fuerte en el corto plazo. Además, actuará como activo refugio si el ciclo económico se ralentiza en los próximos meses, dada su correlación negativa con las posiciones de mayor riesgo.

Se reduce la inversión en *high yield* (del 11% al 9%). Las expectativas para los próximos meses de los principales *drivers* de la renta fija *high yield* no son especialmente negativas: previsión de estabilidad en la tasa de *defaults* favorecido por la positiva evolución del ciclo y repunte, pero gradual, de los tipos de interés. A pesar de ello, la intensa reducción de diferenciales apunta a cierta sobrevaloración de este activo, por lo que reducimos exposición aun manteniendo la sobre ponderación.

Se reduce la inversión en renta fija emergente (del 6% al 4%). En el medio-largo plazo continúa siendo uno de los activos con mejores perspectivas y dónde mantenemos mayor nivel de convicción. Por ello mantenemos la sobre ponderación en nuestra cartera. Sin embargo, en el corto plazo aumenta el riesgo de que este activo pueda verse negativamente influido por un mensaje por parte de la Fed más tensionador.

Mantenemos un peso neutral en renta variable (40%). Para el medio plazo mantenemos perspectivas positivas para la renta variable, especialmente la europea, y se aprovecharán correcciones para tomar nuevas posiciones ::

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	feb-17	ene-17	BMK	AFI vs BMK
Liquidez	15	11	5	10
Monetarios USD	0	0	0	0
Monetarios GBP	0	0	0	0
Mdo. Monetario	**15**	**11**	**5**	**10**
DP Corto EUR	0	0	15	-15
DP Largo EUR	4	4	10	-6
DP USD	12	12	5	7
RF Investment Grade	17	17	15	2
RF High Yield	9	11	7	2
RF Emergente	4	6	3	1
Renta fija	**46**	**49**	**55**	**-9**
RV EUR	20	20	15	5
RV EEUU	14	14	15	-1
RV Japón	3	3	5	-2
RV Emergente	3	3	5	-2
Renta variable	**40**	**40**	**40**	**0**

Fuente: *Afi*.