



Elaborado por: SURA Investment Management México

Twitter: @SURAmexico

Periodo: Agosto 2016

Fecha de análisis: 2 Septiembre 2016

Highlights:

- *Datos de actividad mixtos en EEUU; negativos en México.*
- *Aunque con deflación en la segunda quincena de julio, la inflación recupera su tendencia al alza en la primera quincena de agosto gracias al empuje del no subyacente.*
- *Incertidumbre macroeconómica impide la recuperación del tipo de cambio.*
- *La Fed se mantendrá en pausa durante septiembre; la lectura para Banxico depende de las acciones que SHCP anuncie pronto.*
 - *Caídas en tasas nominales; aplanamiento e incrementos en reales.*
 - *La bolsa mexicana avanza, alcanzando nuevos máximos.*

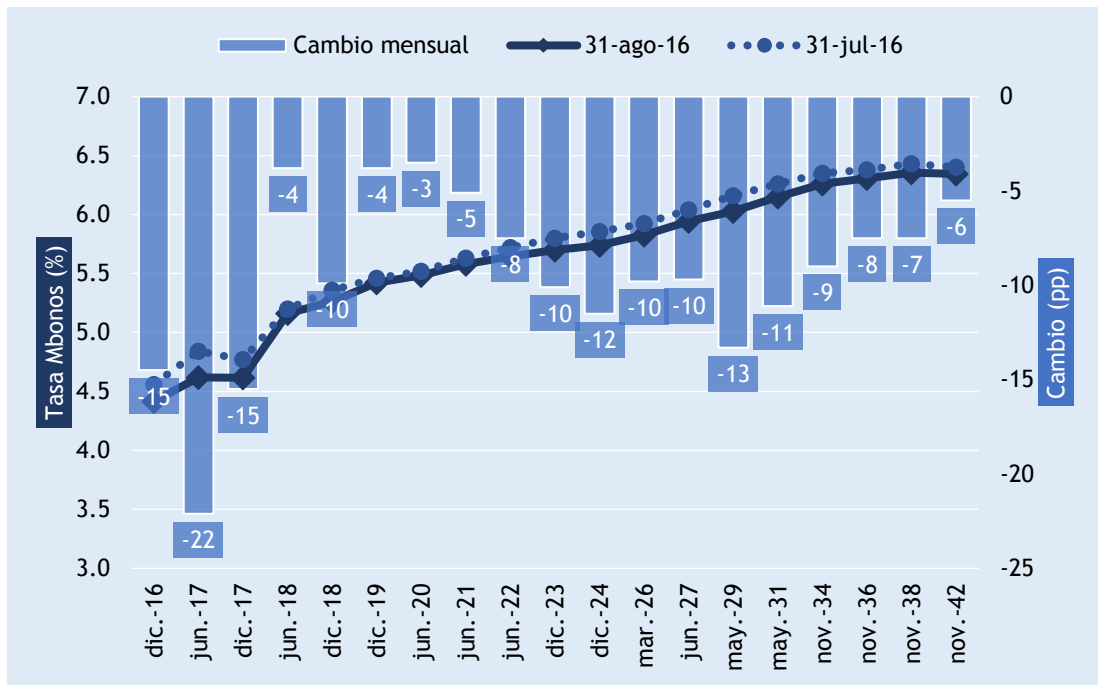
1. Perspectiva de tasas

En agosto, la curva de bonos M se desacopló nuevamente de los papeles del Tesoro, pues el primero presentó caídas en tasa (figura 1), mientras que el segundo tuvo incrementos. El comportamiento de la curva nominal también fue diferente al visto el pasado mes de

julio. Se trata de una corrección en la expectativa de endurecimiento monetario de Banxico a cuenta de la debilidad de los datos de actividad y los consecuentes recortes en las perspectivas de crecimiento para 2016 y 2017 (figura 2), así como una menor inflación esperada para el presente año por la reducción anunciada del precio del gas LP.

Figura 1. Comportamiento de bonos M

Fuente: Bloomberg (al cierre de agosto de 2016)



La conducta de la curva nominal de agosto no se sostendrá en los meses subsecuentes, a razón del deterioro de las razones financieras de nuestro país. Al respecto, S&P colocó con perspectiva negativa la actual calificación de la deuda soberana. La menor expectativa de crecimiento económico perjudica las estimaciones de déficit y deuda pública, ahora alcanzando poco más del 50% del PIB en 2016 (se esperaba 48%, mientras que el observado en 2015 fue 47%). Por otro lado, el recorte al gasto público anunciado en diferentes etapas por parte de la SHCP no ha avanzado al ritmo esperado, y pese a la entrega que realizó Banxico por concepto del remanente de operación de 2015, que ascendió a 1.2% del PIB, el déficit fiscal mejora en sólo una fracción, al pasar de 3.5 a 3% del PIB. La tibieza con la que se ha recortado el gasto público impide que la cuenta corriente mejore mientras el balance comercial petrolero siga debilitándose (el no petrolero parece estabilizarse, evento tardío de la debilidad del tipo de cambio real); la perspectiva en este frente no es halagüeña, toda vez que cualquier recuperación en el precio del petróleo estará topada por los productores de Shale en EEUU y la producción doméstica seguirá débil por la falta de inversión de Pemex y sus enormes retos financieros.

En este contexto, se mantiene la posibilidad de inyecciones adicionales de capital a Pemex por parte de la SHCP, pero esto no sería recomendable dada la ausencia de ingresos no recurrentes como los vistos este año; por lo que acciones de esta índole perjudicarían las metas fiscales de 2017 y castigarían la percepción de la calidad crediticia del gobierno federal. De ahí que sea supremamente importante que la SHCP anuncie un paquete económico 2017 que recorte de modo aún más agresivo el gasto público. De no hacerlo, se arriesga una política monetaria mucho más dura de lo esperado, no sólo para inducir una mayor inversión en cartera que permita el financiamiento en dólares de la cuenta corriente, sino también para deprimir el consumo privado, y con ello, el déficit de cuenta corriente. Ese camino implicaría la parálisis de la actividad económica nacional, dado que el consumo interno es el único factor de dinamismo actual en nuestro país.

Figura 2. Cambio en pronósticos macroeconómicos respecto al mes previo

Fuente: Bloomberg (al cierre de agosto de 2016)

México: Macroeconómicos	2015	2016e	2017e	2018e
<i>Crecimiento del PIB (AaA%)</i>	2.5	2.2 ↓	2.6 ↓	2.8 ↓
<i>Inflación anual (%)</i>	2.13	2.8 ↓	3.4 ↑	3.5
<i>Cuenta corriente a PIB (%)</i>	-2.0	-3.1 ↑	-2.9 ↓	.
<i>Balance fiscal (% PIB)</i>	-3.5	-3.0	-2.6 ↑	-2.5
<i>Tasa del banco central (%)</i>	3.25	4.50	5.20 ↑	.
<i>Tasa del papel a 10 años (%)</i>	6.26	6.10 ↓	6.42 ↓	.
<i>Dólar americano</i>	17.21	18.51 ↓	18.09 ↑	18.00

EEUU: Macroeconómicos	2015	2016e	2017e	2018e
<i>Crecimiento del PIB (AaA%)</i>	2.4	1.5 ↓	2.2	2.1
<i>Inflación PCE subyacente (AaA%)</i>	1.3	1.7	1.8 ↓	2.0
<i>Desempleo (AaA%)</i>	5.0	4.8	4.6	4.6
<i>Cuenta corriente (% PIB)</i>	-2.5	-2.7	-2.8	-2.8 ↓
<i>Balance fiscal (% PIB)</i>	-2.6	-2.9	-2.9	-3.0 ↓
<i>Tasa del banco central</i>	0.50	0.70	1.25 ↑	--
<i>Tasa del papel a 10 años</i>	2.27	1.59 ↓	2.19	--

Recortar el déficit de cuenta corriente es una tarea de primer orden, ya que la cuenta financiera al segundo trimestre del año no fue lo suficientemente elevada para financiarla, lo que provocó un deterioro de las reservas internacionales. La inversión extranjera directa, que es la fuente más sana de financiamiento, no ha repuntado como se esperaba, y la inversión en cartera se volvió negativa por primera vez desde finales de 2009. Todo lo anterior, en síntesis, es estructuralmente negativo para el tipo de cambio, por lo que podría deteriorarse aún más de lo visto, generando presiones inflacionarias adicionales que desanclen las expectativas de inflación.

De ahí que, en vista de las acciones de endurecimiento monetario de Banxico realizadas en el año, haga sentido anticipar un banco central preventivo, concentrado en el comportamiento del tipo de cambio y el proceso de consolidación fiscal. Si cualquiera de estos se debilita, Banxico repetiría la dosis vista en febrero y junio. Por supuesto, tampoco podemos descartar incrementos simultáneos a la Fed.

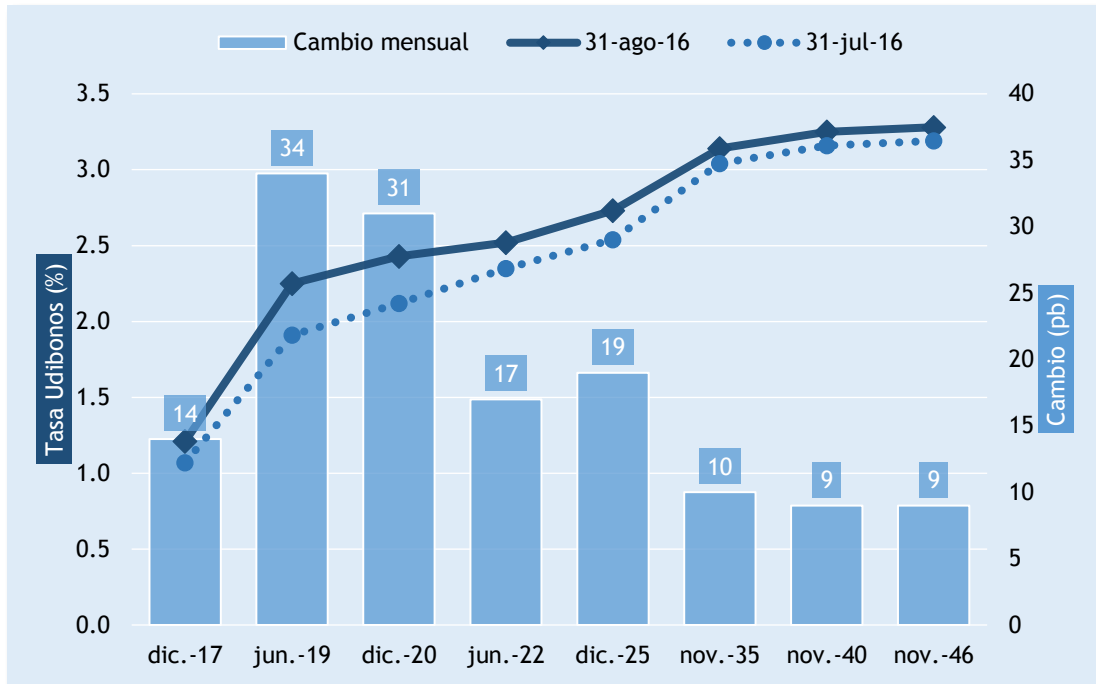
Sobre esto último, los riesgos están inclinados a un incremento en diciembre o hasta 2017. La razón estriba en el estancamiento visto en las tasas de desempleo, subempleo e inflación. Existen otros factores, primordialmente externos y/o políticos (el mercado petrolero, referéndum italiano, actividad económica en China, elecciones en EEUU) que, en conjunto, descartan un incremento en tasa en septiembre, debido a la incertidumbre que de continuo generan en los mercados.

Vale mencionar que los últimos datos de actividad económica en México preocupan. Debido a la contracción del PIB del segundo trimestre, el riesgo de caer en recesión técnica es real, lo que limitaría seriamente cualquier intento por parte de Banxico de subir la tasa. Los datos de tercer trimestre obtenidos hasta ahora son mixtos, con un consumo sectorial aún muy fuerte, crédito repuntando y mercado laboral mejorando, pero acompañado de una demanda externa que sigue debilitándose al igual que la confianza. Asimismo, los indicadores adelantados siguen flojos.

Como sea, lo más probable es que la recesión técnica se evite por dos razones: (1) parte del deterioro del segundo trimestre estuvo explicado por efectos calendario y (2) porque la desaceleración del consumo agregado (discutida en entregas pasadas) será compensada por una aceleración de la producción manufacturera. Este segundo elemento se sustenta en la mejora de la producción manufacturera en EEUU y de su déficit comercial durante julio, presumiblemente explicado por el desvanecimiento del efecto del dólar fuerte durante el año. Gracias a que la historia de divergencia monetaria entre la Fed y el resto de los bancos centrales desarrollados se ha apaciguado, la debilidad relativa del dólar seguirá, mejorando el apetito por bienes norteamericanos. Con ello, se estimulará la demanda por las manufacturas mexicanas, impidiendo una contracción en el tercer trimestre.

Figura 3. Comportamiento de Udibonos

Fuente: Bloomberg (al cierre de agosto de 2016)

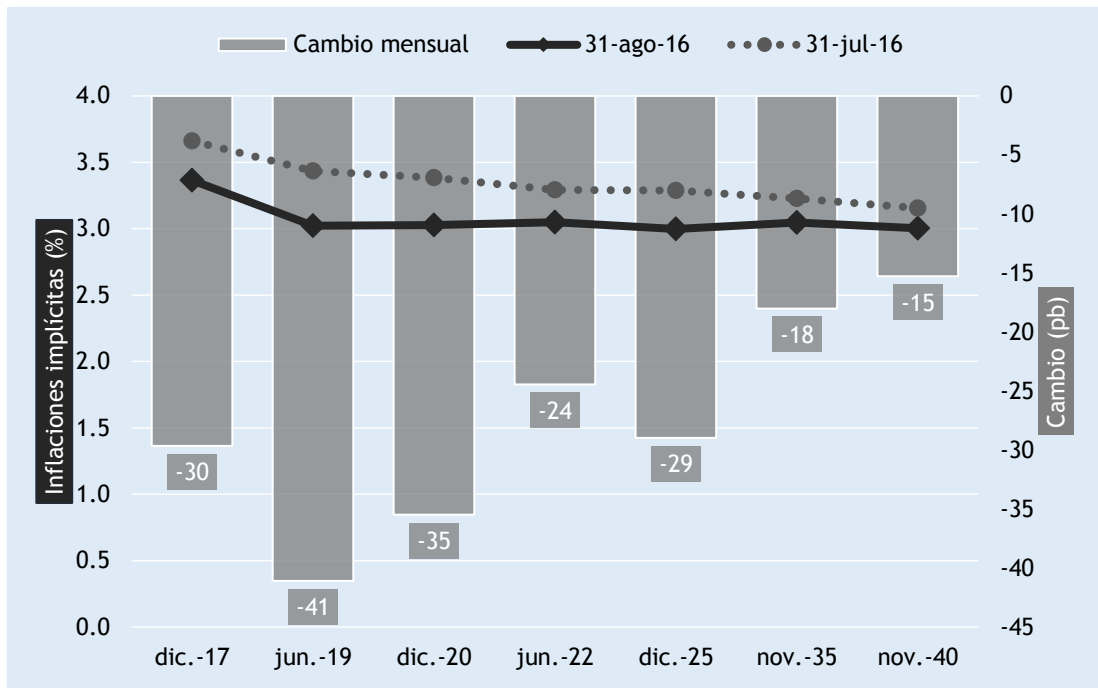


Los Udibonos rompieron con el comportamiento de los meses previos al presentar incrementos en tasa, particularmente en la parte corta de la curva (figura 3). Las perspectivas inflacionarias para este año fueron ajustadas a la baja por un tipo de cambio lateral en agosto, deflación en la segunda quincena de julio (principalmente por caídas en los precios de los agropecuarios) y la reducción anunciada en el gas LP, que recortó las expectativas de inflación para todo el mes de agosto. Los riesgos siguen situados al alza: la inflación de la primera quincena de agosto fue sustancial, en particular en las mercancías no alimenticias (más evidencia de que el tipo de cambio débil está reflejándose en inflación), así como frutas y verduras (como se anticipaba, una reversión a la media después de siete meses de nula inflación). Los energéticos fueron los mayores contribuyentes (conforme al ajuste mensual a gasolinas y diésel), pero este factor dejará de jugar a partir de la segunda quincena de septiembre. Ciertamente, se corre el riesgo de que la liberalización de la gasolina se adelante a 2017, lo que motivaría un ajuste importante en el consenso de inflación para ese año si el precio de referencia mantiene la recuperación que se ha observado desde fines de enero, pero es probable que los diputados vuelvan a limitar los vaivenes del precio de la gasolina y el diésel imponiendo bandas superiores e inferiores.

El comportamiento encontrado de la curva nominal y real explica la reversión de las inflaciones implícitas durante agosto (figura 4). Ya se anticipaba una corrección en estos indicadores, pero dado que ahora se sitúan en torno del objetivo central de Banxico (3%) no esperamos movimientos agudos en adelante. Una importante salvedad es el Udi17, dada la incertidumbre alrededor de la política de precios de la gasolina y el diésel para el siguiente año.

Figura 4. Comportamiento de las inflaciones implícitas

Fuente: Bloomberg (al cierre de agosto de 2016)

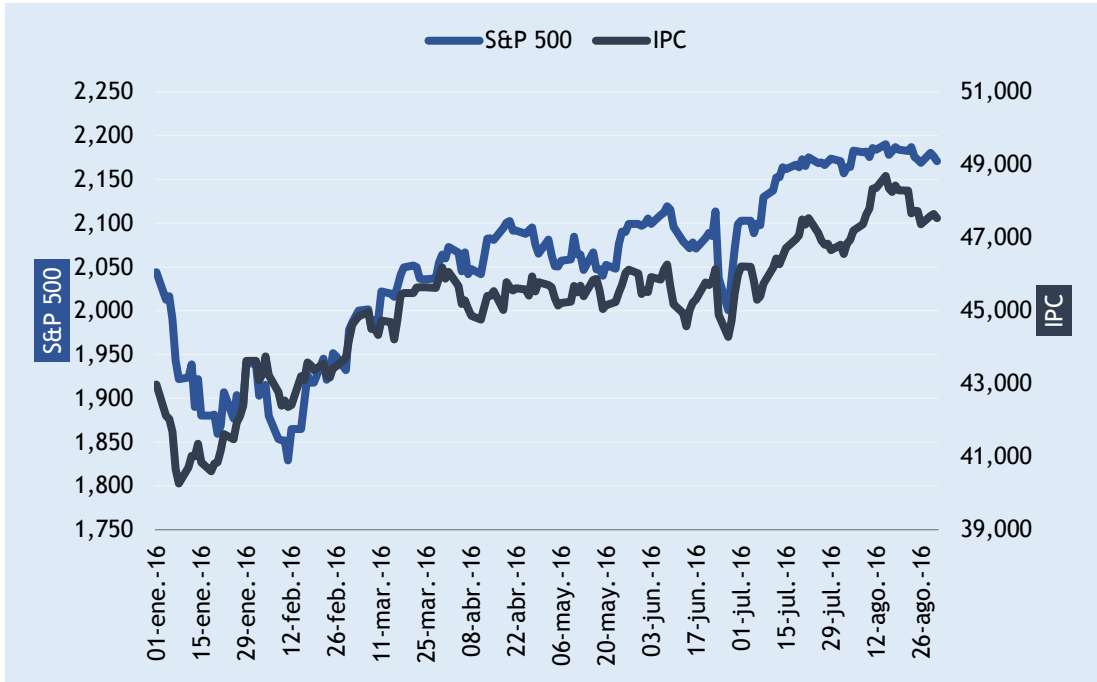


2. Perspectiva de mercados

Durante agosto, el *rally* de riesgo se atemperó como habíamos adelantado: el índice accionario de países emergentes mejoró 2.6%, mientras el desarrollado lo hizo en sólo 0.2%. Los incrementos fueron ligeramente más modestos en dólares, debido a un relativo fortalecimiento de esta moneda contra sus pares. Podemos anticipar algo de lateralidad durante septiembre, toda vez que los datos en Reino Unido han sorprendido positivamente, pero lo contrario ha ocurrido en la Eurozona y Japón, lo que provocará un ajuste en la expectativa de menor/mayor liquidez por posturas monetarias más duras/laxas en estas regiones. A su vez, nuevas rondas de discusión entre la OPEP y Rusia para limitar mayores incrementos en producción a los vistos recientemente podrían desinhibir un mayor apetito por el riesgo, pero los desaires al respecto se han vuelto comunes. La bolsa local se contagió del buen desempeño observado en bolsas emergentes, reputando 1.9% y alcanzando nuevos máximos, mientras que el S&P 500 retrocedió marginalmente (-0.12%).

Figura 5. Comportamiento del IPC y el S&P 500

Fuente: Bloomberg (al cierre de agosto de 2016)



El peso mexicano presentó una elevada volatilidad durante agosto, pero cerró el mes ligeramente más débil que al cierre de julio (0.2% arriba), pese a las fuertes ganancias del precio del petróleo (casi 11% en el mes) y la mayor ventaja que Hillary Clinton obtuvo de Donald Trump en lo que va de la contienda presidencial norteamericana. Parece claro que el peso mexicano no logrará una apreciación sostenida contra el dólar a menos que los balances internos y externos mejoren conforme a lo esgrimido en el segmento anterior.

Figura 6. Comportamiento del tipo de cambio y el petróleo

Fuente: Bloomberg (al cierre de agosto de 2016)

