



Elaborado por: Inversiones SURA Asset Management México  
Twitter: @SURAmexico  
Periodo de análisis: diciembre 2016

### **Highlights:**

- *Banxico sube 50 bps en su reunión de diciembre; Banxico continuará su ciclo restrictivo, llevando la tasa por encima de 7% hacia el cierre de 2017.*
- *El contagio del tipo de cambio a la dinámica de precios podría acelerarse gracias a una coyuntura inflacionaria negativa por la liberalización de energéticos que sirva de pretexto para que empresas y personas incrementen el precio de todo tipo de bienes y servicios.*
- *Riesgos negativos en balanza de pagos y crecimiento para 2017, aunados a un Fed más duro por políticas reflacionarias en EU, seguirán presionando al peso mexicano.*
- *La curva de M bonos evita mayores empinamientos, al igual que la curva de inflaciones implícitas. Los udibonos caen en tasa ante expectativas desancladas e inflación acelerándose.*
- *La bolsa se recupera marginalmente en diciembre y cierra el año con un avance de 6.2%. No hay claridad respecto a la dirección que debiera tomar en 2017, pero difícilmente repetirá lo logrado en 2016.*

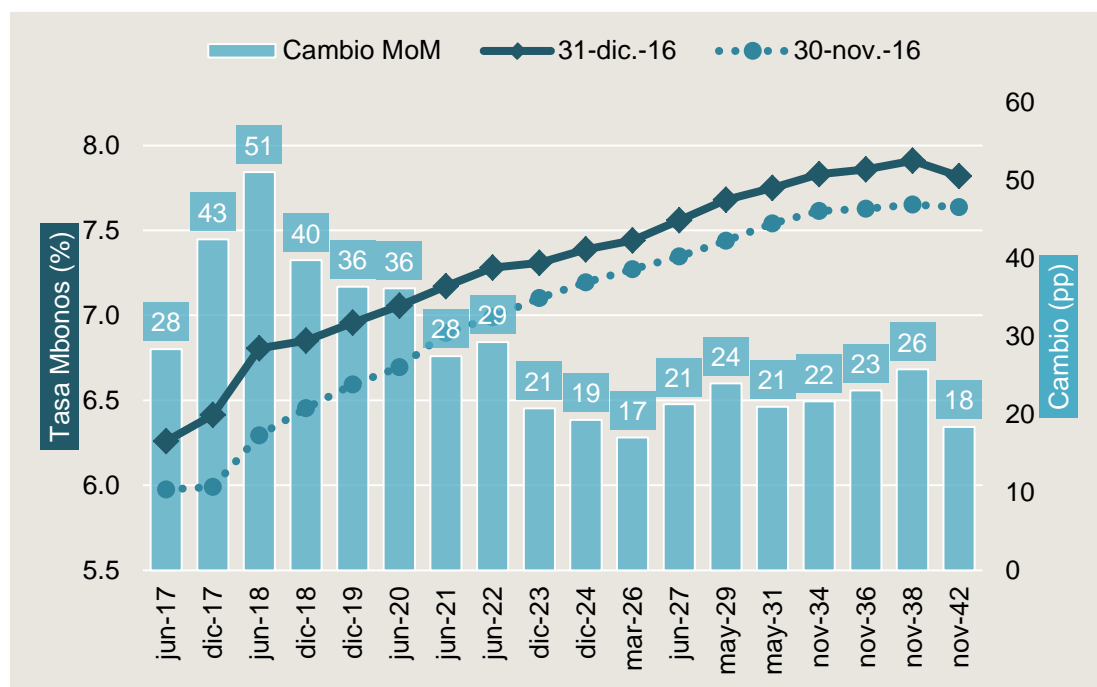
### **1. Perspectiva de tasas**

En diciembre, la curva nominal presentó movimientos adicionales concentrados en la parte corta de la curva que promediaron 40 bps de incremento (figura 1). Las acciones de Banxico en noviembre y diciembre, que colocaron la tasa de referencia en 5.75%

(100 bps de aumento respecto a septiembre) permitieron que la parte larga estuviera menos presionada; evitar mayores empujones era un objetivo importante para el banco central y lo consiguieron pese a los riesgos crecientes para México de una política comercial proteccionista y anti-migrante en EEUU, los cuales se han ido materializando con cada declaración y acción del presidente electo Donald Trump. En su comunicado, Banxico mostró preocupación por el tipo de cambio, al referirse a ajustes permanentes en el mismo a causa de la victoria de Trump, y el ajuste al alza en las expectativas de inflación de mediano y largo plazo como reacción, desanclándose del objetivo central del 3% (en los primeros días de enero, las inflaciones implícitas ya oscilaban entre 3.9 y 4.7%, véase figura 2).

### Figura 1. Comportamiento de bonos M

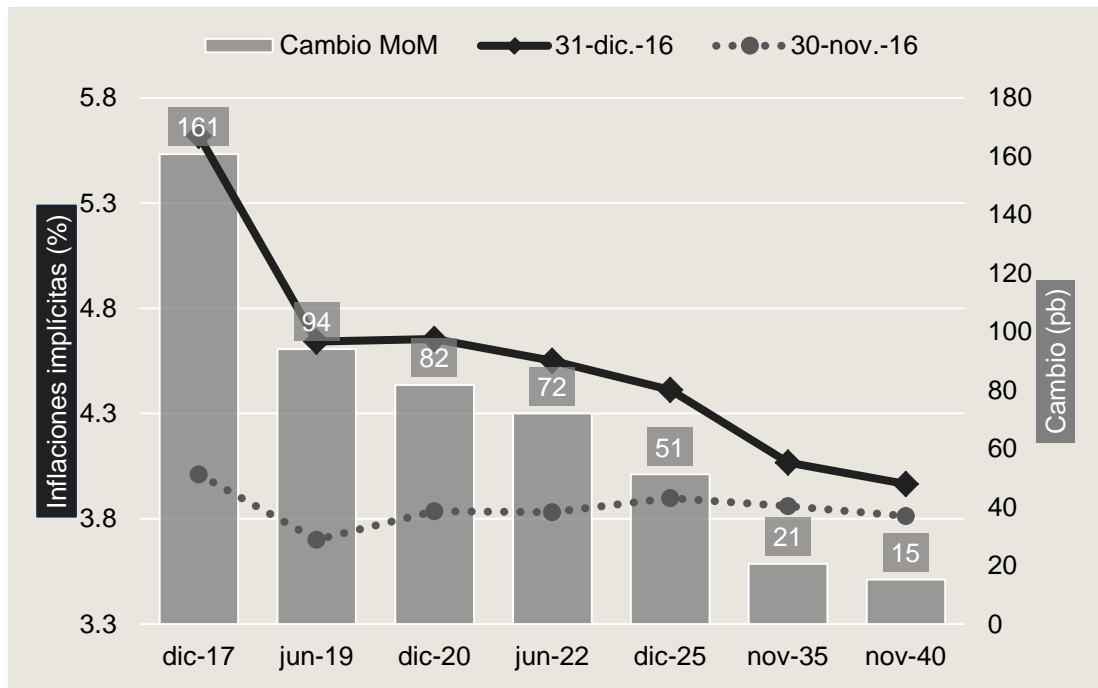
Fuente: Bloomberg (al cierre de diciembre de 2016)



A raíz de estos acontecimientos, es de esperarse un Banxico continuando su ciclo restrictivo, llevando la tasa por encima de 7% hacia el cierre de 2017. El riesgo a esta perspectiva viene no sólo del curso de la inflación y sus expectativas, así como del éxito que tenga el gobierno federal para recortar el gasto, sino también de la nueva composición de la Junta de Gobierno, pues dos de sus integrantes serán reemplazados, incluyendo al Gobernador, y podríamos ver un cambio hacia posturas más duras o más laxas en la conducción de la política monetaria.

### Figura 2. Comportamiento de las inflaciones implícitas

Fuente: Bloomberg (al cierre de diciembre de 2016)



Respecto al Fed, en su reunión de diciembre incrementaron su rango de referencia en 25 bps, después de un año de no hacerlo. Las ganancias laborales acumuladas ya han colocado la tasa de desempleo por debajo de su nivel teórico de equilibrio y los índices de inflación siguen su paso gradual hacia el objetivo de 2%, pero una expectativa más firme de aceleración del crecimiento e inflación justifica un cambio en los pronósticos de la tasa de política monetaria, así como de la tasa terminal (o de largo plazo), al alza. Con tres aumentos en tasas esperados por el comité durante 2017, y el resto de los bancos centrales importantes aún en un ciclo de relajamiento, el dólar y la tasa de los bonos del Tesoro seguirán su ascenso, presionando los precios de prácticamente todos los activos financieros del mundo, ya sean acciones, otras tasas, monedas, materias primas, etc.

Regresando a lo local, la principal víctima de estos eventos ha sido el tipo de cambio; durante diciembre, la depreciación continuó (0.7%), cerrando el año con un deterioro de 20.5% acumulado (figura 3). Se trata de la segunda moneda importante más golpeada en 2016, debajo de la lira turca, y la tercera más golpeada desde mediados de 2014 (en ese entonces, la paridad se ubicaba en 12.86, por lo que hablamos de una depreciación de 61% hasta ahora). Este proceso continuará debido al deterioro del crecimiento y la balanza de pagos mexicana y al encarecimiento generalizado del dólar a cuenta de las políticas reflacionarias en EEUU y un Fed reaccionando en consecuencia.

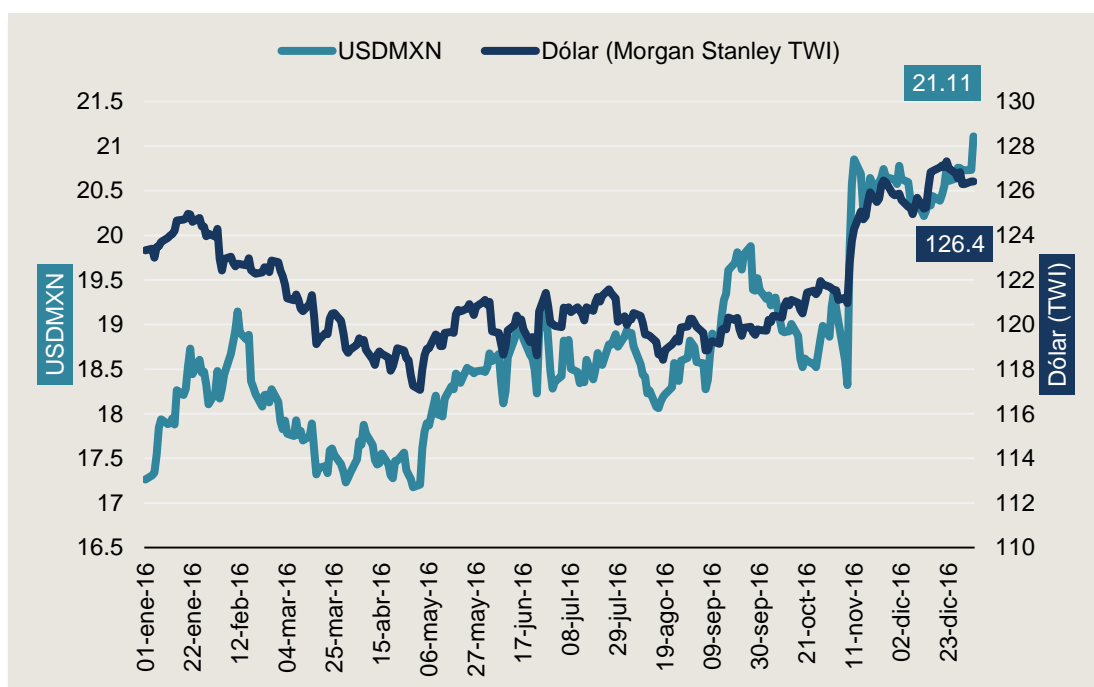
Algunos catalizadores positivos impedirán un deterioro más grave del peso mexicano, particularmente la implementación de la reforma energética, coadyuvada por un entorno de mayores precios del barril de crudo y desregulación del sector en EEUU, mejores balances por parte de PEMEX gracias a la recuperación del precio de la mezcla de exportación, exitosas asociaciones privadas y la liberalización del precio de

las gasolinas, y una renegociación “cosmética” del TLCAN. Todos estos factores son altamente dependientes de un diligente recorte de producción petrolera por parte de los miembros de la OPEP y Rusia, así como de los incentivos políticos que imperen en la renegociación del TLCAN.

Por otro lado, a estos niveles de paridad las remesas fluirán a un ritmo acelerado (a menos que se realice un ajuste ágil en las políticas migratorias y de remesas por parte del presidente electo Trump) y las importaciones no petroleras cederán terreno (el dato de noviembre ya apunta en esta dirección), mientras que las tasas alcanzadas impedirán mayores salidas de inversión en cartera; todo esto mitiga los riesgos observados en la balanza de pagos.

### Figura 3. Comportamiento del tipo de cambio

Fuente: Bloomberg (al cierre de diciembre de 2016)

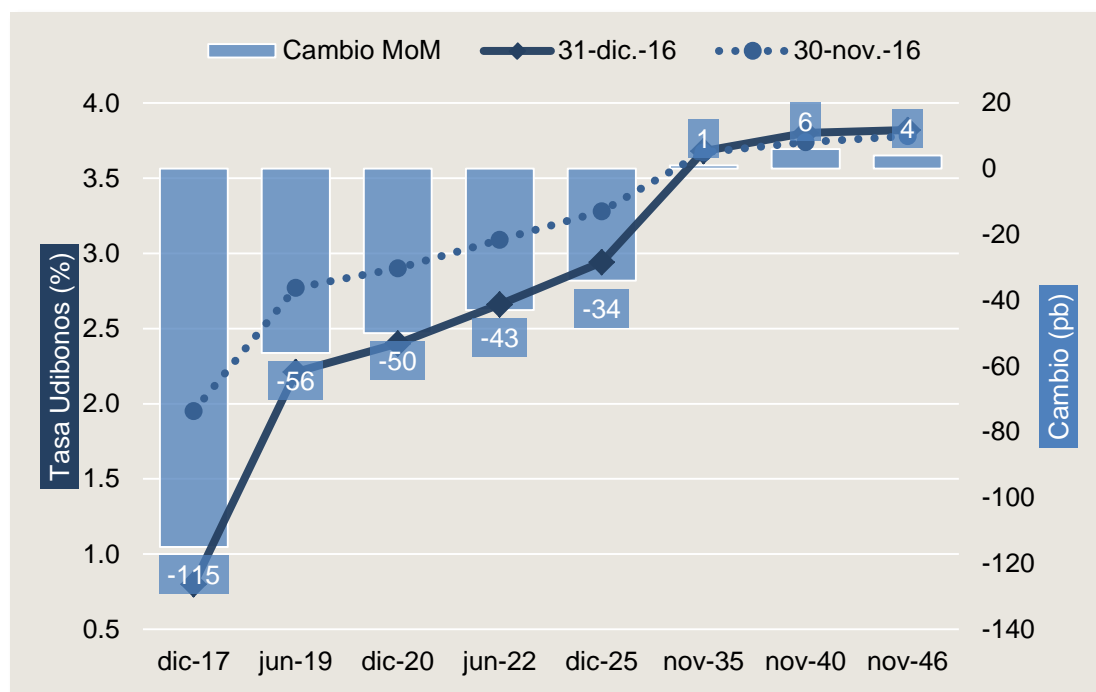


Los udibonos reaccionaron como se anticipaba con caídas en tasa en la parte corta de la curva, pero también en los nodos medios (figura 4). Es de esperarse una aceleración de la inflación a causa de la liberalización de combustibles como la gasolina y el gas LP, su impacto en las tarifas de transporte público, así como en bienes que son sensibles a incrementos en el costo de transporte tales como los alimentos; aunado a esto, revisiones al alza en las tarifas comerciales e industriales de luz, a cuenta de un mayor precio del gas natural, el incremento del 10% anunciado a los salarios mínimos y la perspectiva de una depreciación agresiva y permanente del tipo de cambio desinhibirán un traspaso de los costos crecientes enfrentados por las empresas a los consumidores. Sobre lo anterior, vale mencionar que el contagio del tipo de cambio a la dinámica de precios podría acelerarse gracias a una coyuntura más negativa que sirva de pretexto para incrementar el precio de todo tipo de bienes y servicios. Algo de ello ya ha empezado a ocurrir: la inflación de

servicios, por definición defensiva a variaciones del tipo de cambio, se ha acelerado en las últimas mediciones quincenales.

#### Figura 4. Comportamiento de udibonos

Fuente: Bloomberg (al cierre de diciembre de 2016)



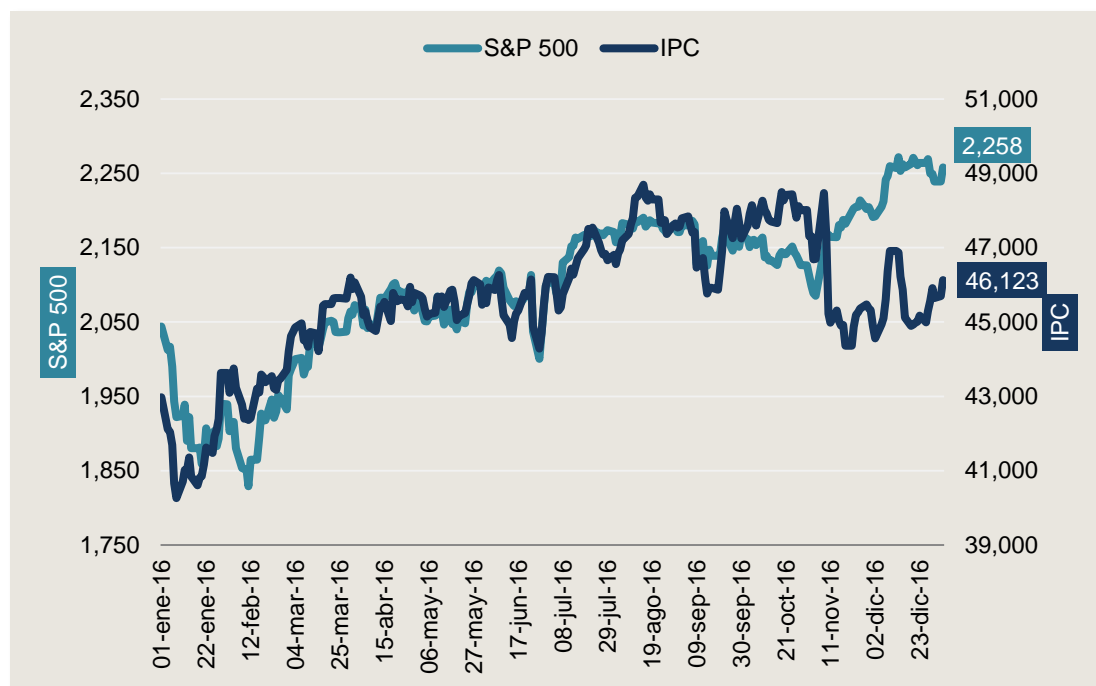
## 2. Perspectiva de mercados

Durante diciembre, los índices accionarios de países emergentes y desarrollados volvieron a tener movimientos divergentes, con variaciones en moneda local de -0.1 y 2.7%, respectivamente. De nuevo, el menor apetito por riesgo y la perspectiva de un mini ciclo de calentamiento en EEUU explica estos comportamientos. En el año, ambos grupos presentaron avances del 7.1 y 6.8% en moneda local, y de 8.6 y 5.3% en dólares, revirtiendo el pobre desempeño observado en 2015.

Lo análogo ocurrió para las acciones estadounidenses y mexicanas: El S&P 500 avanzó 1.8% en el mes, creciendo en el año 9.5% (-0.7% en 2015); el IPC subió 0.7% en diciembre, cerrando el año 6.2% arriba (-0.4% en 2015). Debido a la elevada incertidumbre asociada a las políticas que el presidente electo podría tomar y sus consecuencias en crecimiento y política monetaria para ambos países, no es claro si estos comportamientos en bolsa podrán mantenerse en 2017, aunque existe un claro sesgo positivo para el índice norteamericano y negativo para el mexicano. Sin menoscabo de lo anterior, vale la pena mencionar que la bolsa mexicana sobre-representa empresas que dependen mayoritariamente de sus ventas en México y Latinoamérica, no de EEUU.

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

Fuente: Bloomberg (al cierre de diciembre de 2016)



Los datos ampliados del crecimiento anual del PIB durante el 3° trimestre revelan que el dinamismo nuevamente estuvo explicado por el consumo privado, con un avance acumulado mayor a lo visto en el mismo periodo de 2015 (2.8% vs 2.1%); por su parte, la inversión privada mantiene su tendencia negativa (-10.2% vs -10.1%). El consumo y la inversión pública se han desacelerado, aunque todavía no se contraen como se esperaba (1% vs 2.4% para el caso del primero, 2.2% vs 9.3% para el segundo). La demanda externa, el principal motor de crecimiento durante décadas, no reporta avance alguno en lo que va del año, en marcado contraste a lo observado en 2015 cuando las exportaciones subieron 12%; el ajuste fue menos agresivo para las importaciones, que pasaron de un crecimiento acumulado de 9.8% en 2015 a 0.4% en 2016, a razón del avance de las importaciones petrolíferas.

Aunque atenuados por menores importaciones no petroleras, esta pauta seguirá prevaleciendo a lo largo de 2017 como efecto de una política fiscal restrictiva, la caída en inversión privada que está siendo alimentada por las posibles políticas del presidente electo Trump, el consecuente deterioro de las exportaciones no petroleras, la incapacidad estructural del país para importar menos gasolina y exportar más crudo en el corto plazo, en otros factores. De modo que el riesgo en los pronósticos de crecimiento recae, predominantemente, en la conducta que persiga el consumo privado, sobre el cual, el sesgo es negativo.

**Figura 6. Cambio en pronósticos macroeconómicos respecto al mes previo**

Fuente: Bloomberg (al cierre de agosto de 2016)

| <b>EEUU: Macroeconómicos</b>           | <b>2016e</b> | <b>2017e</b> | <b>2018e</b> |
|--|--------------|--------------|--------------|
| <i>Crecimiento del PIB (YoY%)</i>      | 1.9 ↑        | 2.2          | 2.3 ↑        |
| <i>Inflación PCE subyacente (YoY%)</i> | 1.8 ↑        | 1.9          | 2.0          |
| <i>Desempleo (YoY%)</i>                | 4.7 ↓        | 4.7          | 4.5 ↓        |
| <i>Cuenta corriente (% PIB)</i>        | -2.5 ↑       | -2.6 ↑       | -2.7 ↓       |
| <i>Balance fiscal (% PIB)</i>          | -3.1 ↑       | -3.3 ↓       | -3.3 ↓       |
| <i>Deuda pública (% de PIB)</i>        | 76.5 ↑       | 76.2 ↓       | 76.0 ↓       |
| <i>Tasa del banco central</i>          | 0.75 ↑       | 1.30 ↑       | .            |
| <i>Tasa del papel a 10 años</i>        | 2.45 ↑       | 2.70 ↑       | .            |

| <b>México: Macroeconómicos</b>      | <b>2016e</b> | <b>2017e</b> | <b>2018e</b> |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>Crecimiento del PIB (YoY%)</i>   | 1.8 ↓        | 1.7 ↓        | 2.2          |
| <i>Inflación anual (%)</i>          | 3.3 ↑        | 3.9 ↑        | 3.5 ↓        |
| <i>Cuenta corriente a PIB (%)</i>   | -3.3 ↓       | -3.0 ↓       | -2.6 ↑       |
| <i>Balance fiscal (% PIB)</i>       | -3.0         | -2.5         | -2.5 ↓       |
| <i>Tasa del banco central (%)</i>   | 5.75 ↑       | 6.20 ↑       | .            |
| <i>Tasa del papel a 10 años (%)</i> | 7.44 ↑       | 7.53 ↑       | .            |
| <i>Dólar americano</i>              | 20.73 ↑      | 20.20 ↑      | 19.52 ↑      |