ESTRATEGIA Y PLANEACIÓN FRENTE AL RIESGO CAMBIARIO MEXICANO

I.- Introducción: Expectativa de recuperación económica heterogénea entre países, dentro de un crecimiento global impulsado por Estados Unidos y China.

Actualmente, la economía mundial se encuentra en un proceso de recuperación, después de la auto contracción que causaron las medidas sanitarias, mostrando distintas velocidades de crecimiento entre los distintos países. Los factores que más han incidido en este comportamiento son las medidas para el control de pandemia, el ritmo de vacunación de la población y los paquetes de estímulo económico, tanto fiscal como monetario, que han buscado para contrarrestar los efectos de la paralización de la economía durante el segundo trimestre del año pasado. Los países que estarán al frente del crecimiento de la economía mundial durante 2021 son los más activos en algunos de los puntos anteriores, como Estados Unidos y China.

Haciendo un análisis sobre la coyuntura económica que generó el inicio de la pandemia del coronavirus durante el 2020, los activos refugio, como el oro y el dólar, se vieron fortalecidos ante la creciente incertidumbre que provocó el brote del nuevo Coronavirus y las medidas tomadas para contenerlo. No obstante, a medida que avanza el proceso de inmunización a nivel global, las economías han comenzado a abrirse disipando algunas incertidumbres, alimentando el apetito por instrumentos financieros con más riesgo, aunque todo esto aún con cierta cautela debido a la heterogeneidad presente en el ritmo de recuperación entre los países desarrollados y emergentes, además del temor por un brote inflacionario anticipado. Tomando en cuenta diversos factores, potencialmente todas las clases de activos financieros pudieran florecer en este periodo debido a 5 ejes:

1. Los reportes trimestrales de las utilidades de las empresas correspondientes al primer trimestre del 2021 están mostrando un repunte favorable.
2. La gradual reactivación de la actividad económica a nivel global, tanto del sector industrial como del sector de los servicios (el cual fue el más afectado durante el 2020), generará una fuerte demanda por todo tipo de *commodities*, pero principalmente industriales.
3. A medida que avancen los programas de vacunación y se alcance la inmunización de la población, más países podrán retomar el rimo de actividad previo al inicio de la pandemia e irá incrementando el apetito por activos de riesgo.
4. Las restricciones a la movilidad durante gran parte del 2020 e inicios del 2021 propiciaron un elevado nivel de ahorro de los hogares que estará disponible para ejercer en el gasto de 2021, lo cual, aunado a las bajas tasas de interés, tendrá un gran impacto en diversas industrias, tanto en consumo de bienes como de servicios.
5. El paquete de estímulo fiscal implementado por la administración del Presidente de Estados Unidos (aproximadamente 8% del PIB), Joe Biden, junto con el rápido avance de vacunación, impulsarán el crecimiento en 2021, generando una derrama económica importante a sus socios comerciales.

Estas precondiciones están siempre subordinadas a los riesgos que deben enmarcar el escenario, tales como la mutación del virus sobre la población parcialmente inmunizada, el repunte de contagios de coronavirus, posibles brotes de Inflación, el sobreendeudamiento de empresas y gobiernos y las burbujas inmobiliarias, de bolsas o de bonos gubernamentales a lo largo y ancho del globo. Además, para México, el proceso electoral de este verano.

Escrito por Jorge Arturo Martínez González, CFA Director del Think Tank Financiero EGADE
Newsletter TTF. Mayo de 2021. Todos los derechos reservados.

II.- Dinámica cambiaria y los hilos conductores de la inversión a largo plazo:

La estrategia de inversión debe siempre basarse en aquéllas grandes líneas de pensamiento macroeconómico que serán los hilos conductores de todas las demás variables -y en particular las monedas y sus tasas de interés- de toda decisión de cartera. Para el período de 2021-2022, esos principios de estrategia macroeconómica son los siguientes:

1. **Recuperación heterogénea entre países desarrollados y emergentes**. La desigualdad con la cual se han adquirido las vacunas a nivel mundial ha generado una brecha muy grande entre los países avanzados y los países en desarrollo. Esta diferencia se ha visto reflejada en el ritmo de vacunación de cada país, por lo que se espera que la recuperación de la economía se materialice de manera heterogénea alrededor del mundo. Por otra parte, los estímulos a la economía serán otro factor importante que marque el ritmo de crecimiento, ante lo cual se espera que Estados Unidos lidere la recuperación económica debido al fuerte paquete de estímulo fiscal que implementará la administración de Joe Biden. Europa presenta un paquete igual o mayor al americano.
2. **Un nuevo *superciclo* de *commodities* parece haber comenzado a finales del 2020.** En el ciclo económico usual, la demanda empuja al aumento de los precios y la oferta se ajusta de acuerdo con esta, sin embargo, en un *superciclo*, como le conocen los economistas, la oferta tarda en responder a este aumento de demanda por lo que los precios de las materias primas toman una tendencia al alza durante años. Los últimos dos *superciclos* se observaron en 1970, donde el precio del petróleo creó un boom que duró hasta inicios de 1980, y a inicios del 2000 donde la demanda de acero, cobre, aluminio y carbón por parte de China mantuvo los precios altos hasta el 2014, aunque el petróleo colapsó en el 2008. Algunas razones que nos llevan a pensar que estamos en el comienzo de un ciclo de este tipo son el inicio de un período económico *post-Covid* donde los niveles de demanda que muestra China, el primer país en empezar su recuperación, se muestran muy positivos. Otra razón proviene de los bajos niveles de empleo en la industria minera, que en los últimos dos ciclos han coincidido en niveles mínimos y que actualmente se encuentran ahí, al igual que el número de trabajadores de la industria agrícola a nivel global. Algunas de las materias primas con mayor avance en los últimos 18 meses son el maíz, frijoles de soya, acero, hierro, cobre y madera. En este sentido, un ciclo como este tiene un espejo en el dólar, que suele depreciarse en respuesta.
3. **Presiones inflacionarias al alza por factores transitorios y tasas de interés bajas por un período prolongado.** La caída de la economía durante el 2020 originó el desplome de los precios de diversos productos, pero principalmente el de los energéticos, llevando el precio del petróleo a niveles negativos. La baja base estadística de comparación provocará un incremento en la inflación durante la primera mitad del 2021, sin embargo, se espera que sea un efecto transitorio y que las presiones inflacionarias se mantengan controladas el resto del 2021. Ante una inflación controlada

Escrito por Jorge Arturo Martínez González, CFA Director del Think Tank Financiero EGADE
Newsletter TTF. Mayo de 2021. Todos los derechos reservados.

y la holgura de la economía, la Fed mantendrá baja la tasa de interés de referencia por un período de tiempo prolongado, por lo menos hasta finales de 2022.

4. **Diferencial de tasas entre México y Estados Unidos.** El diferencial de tasas ha pasado de un promedio de 5.75% en los años previos a la pandemia a 3.75%. Un mayor diferencial entre la tasa de interés de México con relación a la del país norteamericano tiende a generar mayor competitividad en activos denominados en pesos. El diferencial actual de tasas se encuentra en niveles del 5% de manera nominal y del 3% de manera real, y aunque este diferencial ha disminuido desde su pico en mayo 2019, continúa siendo una diferencia importante que podría mantener al peso mexicano como una moneda atractiva.
5. **Beneficios de una guerra comercial o una guerra fría tecnológica entre EEUU y China.** A pesar de que el presidente Joe Biden ha tomado una postura más diplomática respecto a las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, aún se espera que su gabinete tome medidas contra el país asiático, toda vez que ha fallado en cumplir con los compromisos de importaciones establecidos en la fase uno del tratado económico entre las dos potencias firmado en febrero del 2020. Un aumento en las tensiones políticas y comerciales entre los dos países podría generar oportunidades para México de acaparar una mayor participación en el comercio internacional que mantiene con Estados Unidos.

Todo lo anterior se desdobla en aquellos sectores, países, industrias y clases de activos que deberán componer una cartera prudente y de alto retorno para los inversionistas.

III.- Expectativas para el Peso Mexicano en 2H21-2H23:

El Tipo de Cambio Peso-Dólar será influenciado por una gama de factores externos, particularmente concernientes a Estados Unidos, así como internos, derivados del desempeño económico y de la evolución de la situación política. Aunque por lo pronto los mercados tienen previsto un cierto grado de estabilidad cambiaria, al respecto presentamos:

Nuestras principales Previsiones Cambiarias:

1. El **tipo de cambio** podría mantenerse en un rango de entre 19.60 y 21.50 pesos por dólar durante el resto del 2021, esperando que sucedan durante el año episodios de volatilidad ocasionados por temas legislativos y, en su caso, fallos judiciales respecto a la “constitucionalidad” de estas reformas, las elecciones intermedias de 2021 y por posibles cambios en la dirección de la política monetaria de la Reserva Federal.
2. El escenario en el que los riesgos estén alineados **hacia escenarios positivos para México**, donde el tipo de cambio regresa se mantiene por debajo de los 20 pesos por dólar y tiende a apreciarse conforme mejoren las condiciones económicas internas tiene una baja probabilidad de ocurrir -aun así viable-, de alrededor del 20%, dada la alta incertidumbre política y económica que se experimenta en el país.
3. Por su parte, la expectativa de que estos riesgos **giren hacia escenarios menos favorables** es mayor, pudiendo llevar al peso por encima de 21.40, nivel experimentado por última vez en marzo de este año, y cuya probabilidad es cercana a un 30%.

Escrito por Jorge Arturo Martínez González, CFA Director del Think Tank Financiero EGADE
Newsletter TTF. Mayo de 2021. Todos los derechos reservados.

4. Los **riesgos** que explicarán gran parte del comportamiento cambiario en el mercado del Peso durante 2021-2023, según su orden de importancia, son:
   a. **Las elecciones intermedias:** En junio del 2021 se llevarán a cabo una de las elecciones más grandes en la historia de México, en las que serán elegidos 20,000 cargos públicos, entre los que destacan 15 gobernaturas estatales y los 500 miembros de la Cámara de Diputados. Es probable que el partido de Morena reduzca su porcentaje en la legislatura, perdiendo la mayoría absoluta que actualmente mantiene en el Congreso. Sin embargo, a través de alianzas con el Partido del Trabajo y el Partido Verde Ecologista de México, Morena seguiría operando con una mayoría absoluta, pero sin alcanzar aún una mayoría calificada en el Congreso, lo que seguiría impidiendo el tránsito de reformas constitucionales.
   b. **La implementación de reformas de ley que atenten contra el crecimiento económico y la inversión:** El plan energético de AMLO apuesta a la renacionalización del sector eléctrico y de hidrocarburos en México, para lo cual ya se han implementado reformas, algunas de las cuales han sido suspendidas por violar acuerdos internacionales y considerarse inconstitucionales. Ante esto, el presidente ha amenazado con hacer cambios a la constitución, que serían posibles en caso de conseguir una mayoría calificada en el Congreso. Además, fricciones con el Poder Judicial y con el Instituto Nacional Electoral indican que podría haber reformas que reduzcan la democracia en México.
   c. **La política monetaria de la Fed y de Banxico:** Temores de una mayor inflación en Estados Unidos y el resto del mundo han causado incertidumbre en los mercados financieros. No obstante, la Fed ha reafirmado que no incrementaría su tasa de interés puesto que percibe los incrementos en los precios como transitorios. Por el lado de Banxico, la inflación también se considera un fenómeno coyuntural, no obstante, se prevén aumentos en su tasa de interés hacia finales de 2022.
   d. **El desempeño de Pemex y los precios del petróleo:** El elevado endeudamiento de Pemex, en conjunto con su poca flexibilidad operativa, y su alta demanda de inversión para mantener su capacidad productiva, podrían comprometer su calificación crediticia. Aunque la empresa se ve levemente apoyada por la recuperación experimentada los precios del petróleo, caídas en estos de presentarse una sobreoferta global deteriorarían su desempeño.
   e. **Las finanzas públicas y la calificación de la deuda soberana:** Se prevé que la deuda pública incrementará en los próximos años -por encima del 65% del PIB-, a menos que México implemente una reforma fiscal para incrementar la recaudación tributaria. Riesgos de una reducción en la calificación de la deuda podrían materializarse desde mediados de 2022, afectando negativamente el tipo de cambio.
   f. **Liderazgo de Estados Unidos en la recuperación económica:** Una fuerte recuperación económica en Estados Unidos podría impulsar el sector exportador mexicano, toda vez que tendría un impacto positivo sobre las remesas enviadas al país, incrementando los flujos de divisas. No obstante, esto también podría llevar a un fortalecimiento del dólar, lo que tendría un efecto depreciatorio sobre el peso.
   g. **El control del Coronavirus y la distribución de vacunas en México:** No es posible descartar aún que se presente una tercera ola de contagios a nivel

Escrito por Jorge Arturo Martínez González, CFA Director del Think Tank Financiero EGADE
Newsletter TTF. Mayo de 2021. Todos los derechos reservados.

nacional, en especial porque la distribución de vacunas ha sido lenta y están empezando a presentarse nuevas variantes del virus dentro del país, lo que podría llevar a que la economía limite su recuperación durante 2021.

h. **Aversión al riesgo en economías emergentes:** Expectativas de una recuperación económica más sólida en las naciones desarrolladas podrían llevar a un desplazamiento de fondos de mercados emergentes, depreciando sus monedas. Un "super-ciclo" de *commodities* no obstante -cómo se empieza a observar en los mercados- contiende con esta tendencia -esto es, al depreciar al USD-.

i. **El mayor antagonismo global hacia China en materia comercial:** La crisis sanitaria ocasionada por el Coronavirus, en conjunto con conflictos comerciales que surgieron años antes de la crisis, podrían llevar a un desplazamiento de la inversión de China a otras partes del mundo, en especial la relacionada a la tecnología; no obstante, México requiere reducir la incertidumbre interna para poder capitalizar este factor.

j. **Tendencias a la desglobalización y una menor cooperación internacional:** La partida del Reino Unido de la Unión Europea creo un precedente para que otros integrantes del bloque económico busquen su salida. Empero, esta tendencia podría revertirse gracias a entrada al poder de Biden en Estados Unidos, cuya agenda busca perseguir una mayor cooperación internacional, en particular con sus aliados en Europa.

5. Los modelos del tipo de cambio de equilibrio, tanto propios como en la opinión de analistas, indican que **el peso se encuentra subvaluado** en al menos 16% al mes de marzo del 2021, ubicando el precio de equilibrio en alrededor de 17.50 pesos por dólar. Estimaciones más optimistas podrían ubicarlo hasta en 16.70 MXN/USD, no obstante, tendrían que ocurrir fuertes cambios estructurales positivos en México para que pudiera materializarse una apreciación tan fuerte. En el panorama actual, **no se prevén apreciaciones cercanas a esos niveles** ante la elevada incertidumbre política y económica en México.
6. En las crisis recientes, los ciclos de subvaluación del peso han sido cortos. Por ejemplo, en la crisis del 2008-2009 la divisa solo estuvo subvaluada por alrededor de tres meses, mientras que en la crisis de 1994-1995 la subvaluación duró dos años. No obstante, actualmente el peso lleva subvaluado desde el 2015, y no hay signos de que pronto vaya a cambiar este fenómeno, dado que las políticas económicas del gobierno actual han generado una muy alta percepción de riesgo.
7. Se anticipa que en el mediano plazo el **precio del petróleo** se mantenga en un nivel de entre 55 y 60 dólares por barril, sustentado por una mayor demanda global y por una producción controlada por el lado de la oferta, lo que beneficiaría a México. Además, no es posible descartar que incrementen tensiones en el Medio Oriente que presionen los *petroprecios* al alza.
8. Respecto al mediano plazo, los riesgos que podrían presentarse, son una abrupta desaceleración económica en China, en conjunto con un menor crecimiento global ocasionado por el pago del alto endeudamiento que se adquirió para salir de la crisis del Coronavirus, con sus efectos en inflación y aumentos en tasas (cómo se empieza a observar en Brasil, Turquía y otros países).
9. El sentimiento que prevalece en el equipo mantiene un sesgo desfavorable, y a pesar de que indicadores como las exportaciones y las remesas señalan a mayores flujos, no se puede decir lo mismo de la inversión directa, además de que persiste la debilidad del mercado interno. Sin embargo, no es posible descartar que mejoren las

Escrito por Jorge Arturo Martínez González, CFA Director del Think Tank Financiero EGADE
Newsletter TTF. Mayo de 2021. Todos los derechos reservados.

condiciones y el peso tienda a apreciarse, en particular si tras las elecciones de 2021 el partido Morena no consigue armar una coalición que le otorgue la mayoría calificada en el Congreso, y se aplazan o revierten algunas de las leyes implementadas que desfavorecen la inversión.

V.- Tres escenarios para el desempeño del MXN, en los próximos dos años:

El comportamiento del peso, además de obedecer a su propio ciclo fundamental y técnico, depende mucho de la realización de los riesgos sistémicos frente a nosotros, como se detalla a continuación y como fue relatado en las previsiones de secciones previas.

Los factores a continuación influyen sobre el tipo de cambio, aunque solo los primeros cinco serán utilizados para crear escenarios puesto que es difícil medir el impacto de los últimos tres en México: Resultado de las elecciones intermedias de 2021 y dirección de la política económica.

1. Incrementos en la tasa de interés de la Fed de presentarse una mayor inflación en Estados Unidos, lo que reduciría el diferencial de tasas con Banxico.
2. Degradación de las finanzas públicas, que podría desembocar en pérdidas en la calificación crediticia de la deuda soberana.
3. Desempeño de la economía de Estados Unidos.
4. Control del Coronavirus y vacunación a nivel nacional.
5. Menor apetito por activos de mercados emergentes.
6. Desplazamiento de la inversión extranjera en China hacia otras partes del mundo.
7. Una menor integración económica a nivel global.

A continuación, presentamos una tabla con los escenarios posibles para los próximos dos años, usando sólo los primeros cinco riesgos descritos arriba:

Escrito por Jorge Arturo Martínez González, CFA Director del Think Tank Financiero EGADE
Newsletter TTF. Mayo de 2021. Todos los derechos reservados.

Escenarios 2021-2023			
	Adverso	Base	Favorable
Elecciones Intermedias y Política Económica	Morena tiene una mayoría calificada en el Congresa e implementa políticas populistas y nacionalistas más radicales	Morena tiene una mayoría absoluta en el Congreso y continúa implementando políticas populistas, aunque sin hacer cambios radicales	Morena no tiene mayoría en el Congreso y se aplazan algunas de las políticas populistas ya implementadas
Diferencial de tasas Mx-EE.UU (Cierre 2023)	4.5-0.75=3.75	4.75-0.50=4.25	5.00-0.25=4.75
Calificación Deuda Soberana	De 1 a 2 notch	Sin cambios	Sin cambios
Economía EE.UU.	El crecimiento ecónomico rápidamente pierde impulso y deja de apoyar el sector exportador mexicano	Crecimiento económico sólido y sostenido que apoya el crecimiento de las exportaciones mexicanas y las remesas	Elevado crecimiento económico que impulsa las exportaciones mexicanas, los enviós de remesas y la inversión directa
Coronavirus México	Se da una tercera ola de contagios en 2021 y no se vacuna a la población hasta mediadios de 2022	No hay más olas de contagios severas y se vacuna a la mayoría de la población al primer trimestre del 2022	No hay más olas de contagios y se vacuna a la mayoría de la población al cierre del 2021

En la siguiente tabla, en base a todo lo anterior, se observa la estructura del MXN previsto para el Escenario Base y otros dos Escenarios Alternativos:

Tipo de Cambio MXN/USD (Fin de Periodo)			
Escenarios	Adverso	Base	Favorable
2T21	21.17	20.62	20.42
3T21	21.23	20.68	20.28
4T21	21.49	20.79	19.89
1T22	22.13	20.83	19.73
2T22	22.71	20.96	19.66
3T22	23.02	21.17	19.67
4T22	23.21	21.36	19.56
1T23	23.42	21.37	19.37
2T23	23.65	21.50	19.30
3T23	23.85	21.70	19.30
4T23	24.05	21.90	19.20

Escrito por Jorge Arturo Martínez González, CFA Director del Think Tank Financiero EGADE
Newsletter TTF. Mayo de 2021. Todos los derechos reservados.

Página Web: https://egade.csf.itesm.mx/ci/think-tank/

Escrito por Jorge Arturo Martínez González, CFA Director del Think Tank Financiero EGADE
Newsletter TTF. Mayo de 2021. Todos los derechos reservados.