

Nota Especial

La decisión sobre el aeropuerto: una derrota para el sentido común

- Después de la consulta sobre el aeropuerto de la Ciudad de México que tuvo lugar este fin de semana, el Presidente Electo López Obrador dio una conferencia de prensa para anunciar que los resultados de la consulta prevalecerían, lo que efectivamente cancela el proyecto del NAICM en favor de la alternativa de Santa Lucía.
- Los detalles aún son muy vagos, pero nos mantenemos altamente escépticos sobre la viabilidad de la propuesta alternativa de AMLO.
- La decisión implica un deterioro significativo del marco macroeconómico hacia adelante, como lo sugiere el empeoramiento sustantivo de los indicadores macro-financieros después del anuncio de AMLO esta mañana. Quizás más relevante aún desde una perspectiva de mediano plazo es la señal negativa que esta decisión en particular envía a los mercados sobre la manera como se hará política bajo el gobierno de AMLO.

Sergio Luna

+52-55-2226-6799
sergio1.luna@citibanamex.com

Ernesto Revilla

+1-212-816-2621
ernesto.revilla@citi.com

Sergio Kurczyn

+52-55-2226-6396
sergio.kurczyn@citibanamex.com

Adrián de la Garza

+52-55-2262-9559
adrian.delagarza@citi.com

Esta nota es una traducción libre realizada por el analista del texto original publicado en Citivelocity con el nombre: "*Mexico Economics View*" "*The airport decision: A defeat for common sense*".

La decisión sobre el aeropuerto: una derrota para el sentido común

Impactos Directos

En su conferencia de prensa esta mañana, AMLO declaró que apoyaría los resultados de la consulta nacional organizada por su equipo y anunció que cancelará el proyecto del NAICM. Pensábamos que el destino del proyecto en marcha en caso de un resultado en contra durante la consulta podría tomar uno de dos cursos de acción posibles¹: una decisión por parte del Presidente Electo para continuar de todas formas con el proyecto, o bien optar por la opción de Santa Lucía. Pensamos que el sentido común jugaba en contra de la segunda posibilidad, pero eventualmente, y a nuestro parecer, las consideraciones políticas prevalecieron. Nuestra evaluación inicial de sus implicaciones se detalla en las siguientes líneas.

Los detalles son aún muy vagos, pero nos mantenemos muy escépticos sobre la viabilidad de la propuesta alternativa de AMLO.

- **En el frente técnico**, el Presidente Electo ofreció que el proyecto alternativo (i.e. uso de la capacidad existente en los aeropuertos de CDMX y Toluca, así como la adecuación de la base militar de Santa Lucía, o proyecto “Santa Lucía” de aquí en adelante) estará listo para operar en tres años. Añadió que posee información técnica no hecha pública con anterioridad, que garantiza la viabilidad de la opción Santa Lucía. Estamos al pendiente de conocer dicha información, así como de la opinión de los expertos sobre la misma, pero tenemos serias dudas de que una solución al sobrecongestionamiento de tráfico aéreo de la Zona Metropolitana del Valle de México (ZMVM) esté lista antes de mediados de la próxima década. En particular, pensamos que el Movimiento de Tráfico Aéreo (MTA) alcanzará el límite de 55 millones de pasajeros por año permitido por la infraestructura del aeropuerto actual de la Ciudad de México mientras que el de Toluca (MTA por abajo del millón de pasajeros por año actualmente) ofrecerá un alivio modesto, pues es poco probable que las dos pistas de aterrizaje propuestas para Santa Lucía hayan para entonces obtenido todas las certificaciones requeridas, aún si efectivamente están listas en el tiempo prometido. Ello implica una restricción significativa en comparación con el MTA de 60 millones que esperaba procesarse para 2025 vía el proyecto descartado del NAICM.
- **En el frente financiero**, también pensamos que el costo de cancelar el proyecto actual está subestimado. AMLO ratificó que todos los contratos serán honrados, las penalizaciones cubiertas y que existen suficientes recursos en el fideicomiso actual para enfrentar estos desembolsos. Añadió que, a final de cuentas, el proyecto de Santa Lucía permitiría ahorrar 100 mil millones de pesos (mmp). El costo total del NAICM está estimado en 285 mmp, de los cuales 197 mmp ya se obtuvieron vía los mercados (emisiones de deuda y Fibra E), así como con recursos fiscales. Por otra parte, los desembolsos a la fecha son de 58 mmp con otros 112 mmp asignados a contratos hoy vigentes. El primer monto, junto con aproximadamente 40 mmp correspondientes a los contratos vigentes que ya involucran compras de materiales, representa el costo inmediato de cancelar el proyecto². Además de lo anterior, debemos considerar las garantías que se activan sobre los bonos emitidos; un pago obligatorio de dichos instrumentos a su valor de emisión se activará si la concesión a la compañía desarrolladora GACM se cancela. También se genera un evento de impago (default) si la razón de pago de servicio de deuda cae debajo de un múltiplo de 1.15 (hoy en día dicha razón está en 1.42), lo que limita muy severamente el empleo de la Tarifa de Uso de Aeropuerto (TUA) para propósitos distintos a cubrir la deuda actual (hoy en día ello representa 70% del flujo total de TUA). Un acuerdo negociado con acreedores es el resultado más factible pero nuestras estrategias de deuda piensan que será un largo proceso. Por lo tanto, pensamos que a final de cuentas serán necesarios recursos fiscales adicionales aun para una expansión mucho más modesta del MTA en la ZMVM.

¹ Ver nuestra nota especial del 22 de octubre de 2018: “Nuevo Aeropuerto en CDMX: ¿En Vísperas del “Error de Octubre?”.

² Esto es, el costo hundido de lo que ya se construyó a la fecha más el mínimo necesario para hacer frente a los contratos que ya se han firmado y están operando. Sobre estos últimos, AMLO mencionó como opción el que los contratistas trabajen a cambio en el proyecto de Santa Lucía. Obviamente las condiciones de cada contrato se tendrían que revisar, pero asumir que el trabajo de construcción de Santa Lucía pueda empezar de inmediato es difícil, a nuestro parecer.

Impactos Indirectos

A nivel macro, esta decisión implica un deterioro sobre una situación inicial relativamente sana.

- **En el frente de actividad, los riesgos a la baja en nuestro pronóstico de crecimiento del PIB (1.9% en el 2019) se incrementan sustancialmente.** Aún tenemos que calibrar las cifras precisas, en la medida que intentamos evaluar: a) la caída en inversión fija bruta resultado de la cancelación directa del proyecto del NAICM, desde el 2.6% anual para la primera mitad del 2019 a un 1.6% de crecimiento anual en ausencia de dicho proyecto; b) el impacto de señalización sobre flujos de Inversión Extranjera Directa (IED). Ello será particularmente relevante en 1T19, pues ese es un periodo estacionalmente elevado para este tipo de flujos, pues es cuando las empresas foráneas que ya operan en el país deciden sobre su reinversión de utilidades. Nuestro escenario actual ya asume un monto relativamente bajo de IED en 1T19 con 7.4 miles de millones de dólares (mmd) contra un promedio en lo que va de la década de 10.9 mmd, pero ahora pensamos que dicha cifra podría incluso ser más baja;
- **En el lado financiero, un equilibrio nominal más alto es el resultado más probable.** La mayor parte de la atención de los participantes en los mercados ha estado en la reacción cambiaria, pues el peso registró una depreciación de 3.62% contra el dólar durante la jornada local del lunes. Pero hay que mencionar también: un aumento de 3.25% en el riesgo soberano (medido por el swap de riesgo de impago –o CDS– a 5 años del país), un descenso de 4.2% en el valor del índice de la Bolsa Mexicana de valores (que borra en un solo día 258 mmp, casi el equivalente al valor total del proyecto del NAICM) y un aumento de 38 puntos base en el rendimiento de la referencia a 10 años de la curva local; el aumento en el rendimiento del bono a 10 años, por ejemplo, aumenta los costos financieros del gobierno federal en 8.1 mmp. Dado el carácter inesperado de este evento, será importante observar hasta qué grado este deterioro implica una sobre-reacción asociada a un resultado que el mercado no había descontado, o bien si refleja un deterioro más permanente, pero sí pensamos que el segundo factor no es despreciable: el nivel actual del tipo de cambio peso-dólar, ligeramente arriba del 20, reduce significativamente las probabilidades de materialización de nuestro pronóstico para cierre de este año (19.20). Sería necesario por ende una respuesta de política para que dicho escenario se materialice, por ejemplo, un aumento de 25pb en la tasa de referencia por Banxico en su reunión del 15 de noviembre. Sin embargo, pensamos que más que una decisión inmediata por tomar, Banxico seguirá de cerca las reacciones de mercado en los días venideros para determinar el mejor curso de acción ante el dilema entre volatilidad de tasa o de tipo de cambio. Si eventualmente Banxico opta por un aumento de tasa en noviembre, la probabilidad de recortes de tasa durante 2019 se reduciría significativamente, a nuestro parecer.

No obstante, lo anterior, quizá más relevante desde una perspectiva de mediano plazo sea que, a nuestro parecer, la visión de “AMLO como un proceso” es ahora más negativa. Habíamos asumido que los miembros más moderados del equipo de AMLO tendrían una influencia mayor en su proceso de toma de decisiones. Más específicamente, pensamos que una visión del destino del NAICM como un referente para que los inversionistas evaluaran qué esperar de la administración entrante podría hacer posible encontrar una solución intermedia a lo que ha sido esencialmente una discusión binaria. El resultado de este episodio sugiere sin embargo un proceso más discrecional de toma de decisiones. No pensamos que la presidencia de Andrés Manuel Lopez Obrador será definida por un solo “evento”; sí pensamos, sin embargo, que lo que la decisión del aeropuerto sugiere es que el “proceso” en marcha implica más incertidumbre macroeconómica.

Las estimaciones, pronósticos o proyecciones referidos en esta publicación se realizan tomando en cuenta, entre otras cosas, el comportamiento histórico de diversas variables tanto económicas como financieras de origen nacional e internacional y los supuestos para su comportamiento futuro. Estos supuestos toman el escenario internacional propuesto, principalmente de las publicaciones mensuales “Global Economic Outlook and Strategy” y “Emerging Markets Economic Outlook and Strategy” publicados por Citi Research en la plataforma de Citivelocity así como sus posibles actualizaciones publicadas en la misma plataforma. Para el escenario local, nuestros estimados consideran principalmente la información publicada en la tabla “Pronósticos Anuales” y “Pronósticos Macroeconómicos” de nuestra publicación semanal “Perspectiva Semanal” así como sus actualizaciones publicadas por nuestra dirección.

Nota Legal

El presente reporte ha sido elaborado por analistas miembros del Departamento de Estudios Económicos y Sociopolíticos de Banco Nacional de México, S.A, integrante del Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. que lo suscribe, con base en información de acceso público no verificada de forma independiente por parte de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. En este reporte se incluyen opiniones y/o juicios personales del analista que lo suscribe, a la fecha del reporte, los que no necesariamente representan, reflejan, expresan, divulgan o resumen el punto de vista, opinión o postura de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. respecto de los temas o asuntos tratados o previstos en el presente. Asimismo, la información contenida en este reporte se considera veraz y precisa. No obstante lo anterior, Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no asume responsabilidad alguna respecto de su veracidad, precisión, exactitud e integridad, ni de las opiniones y/o juicios personales del analista que se incluyen en el presente reporte. Las opiniones y cotizaciones contenidas en el presente reporte corresponden a la fecha de este texto y están sujetas a cambios sin previo aviso como resultado de la volatilidad del mercado o por cualquier otra razón. El presente reporte tiene carácter únicamente informativo y Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no asume responsabilidad alguna por el contenido del mismo. Las opiniones y cotizaciones de mercado aquí contenidas y los criterios utilizados para la elaboración de este reporte no deben interpretarse como una oferta de venta o compra de valores, asesoría o recomendación, promesa o contrato alguno para realizar operación alguna. Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no asume compromiso u otorga garantía alguna, ya sea expresa o tácitamente, acerca de ninguna de las opiniones aquí contenidas, por ello, Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no será responsable en ningún caso por daños y perjuicios de cualquier tipo o naturaleza, derivados de o relacionados con la información contenida en este reporte o uso de este sitio de Internet. Corresponde de forma exclusiva al lector del presente reporte, tomar cualquier decisión de inversión sobre la base de la propia evaluación (interna o a través de un asesor profesional independiente) de los beneficios económicos y riesgos inherentes (legales, financieros y de cualquier otra naturaleza), así como los aspectos legales y fiscales asociados a la operación de que se trate, y determinar con base en dicha evaluación si es capaz de aceptar y asumir dichos riesgos. Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. se reserva invariablemente el derecho de modificar en cualquier tiempo el contenido del presente reporte. La información contenida en el presente reporte, es propiedad exclusiva de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V., por lo que no podrá ser objeto de reproducción o distribución total o parcial alguna, sin la previa autorización por escrito de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. El presente reporte se distribuye por Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. exclusivamente en los Estados Unidos Mexicanos. Por ello, está prohibida su distribución o transmisión por cualquier medio a aquellos países y jurisdicciones en los que la difusión del presente reporte se encuentre restringida o prohibida por las leyes aplicables. El incumplimiento a esta prohibición podría ser objeto de sanciones conforme a la legislación aplicable. Los analistas que contribuyen con la presente publicación pueden o no mantener inversiones, directa o por interpósita persona, en los valores o instrumentos financieros derivados cuyo subyacente sean valores objeto de este reporte de análisis. El análisis contenido en el presente reporte refleja exclusivamente el punto de vista de los analistas responsables de su elaboración, a su vez, estos últimos no perciben compensación alguna de personas distintas a Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. o personas morales que pertenezcan al mismo Grupo financiero. El presente reporte tiene como destinatarios a clientes, autoridades gubernamentales, miembros de la academia, prensa y público en general. El presente reporte, en adición a otros elaborados por nuestra Dirección, se encuentra disponible en <https://www.banamex.com/sitios/analisis-financiero/>.