

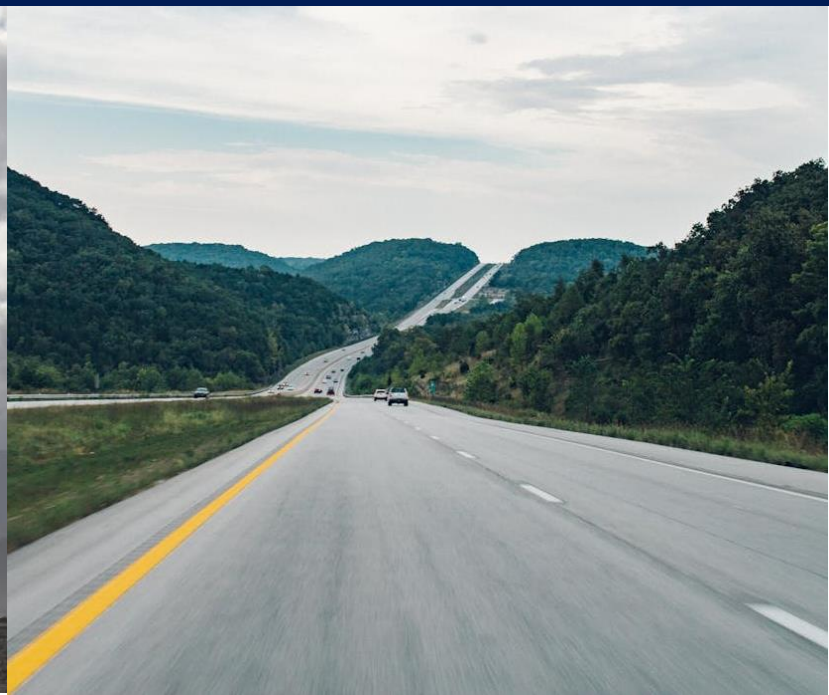
# NEWSLETTER

---

Edición 3

Agosto 2024

[www.fcick.com.mx](http://www.fcick.com.mx)



## Resumen Ejecutivo:

#1

El panorama de inversión actual en México favorece la deuda sobre el capital. Desde que Banxico comenzó a aumentar agresivamente las tasas de interés en 2021, se han mantenido en niveles elevados. Este cambio de paradigma ha forjado un nuevo panorama de inversión en el que los Cetes pagan un rendimiento muy atractivo y la oferta de crédito en el mercado es escasa, lo que lleva a mayores spreads para los prestamistas.

#2

En FCI, creemos que el Crédito Privado en Infraestructura ofrece una propuesta atractiva para aprovechar este nuevo entorno de inversión. Los activos de infraestructura tienden a estar menos afectados por fuerzas cíclicas, tienen un bajo riesgo de obsolescencia y presentan altas barreras de entrada. Estos atributos, entre otros, permiten a los activos de infraestructura asumir cargas de deuda más altas que otros sectores en el ámbito de inversión en crédito, como el crédito corporativo y el crédito inmobiliario. Estos factores nos llevan a la conclusión de que existe una gran oportunidad de inversión en el lado de la deuda en infraestructura con una atractiva propuesta de riesgo-retorno.

## Temas Clave

01

Panorama de Inversión en México

02

Características de las Inversiones en Infraestructura

03

Oportunidad de Crédito para Infraestructura

04

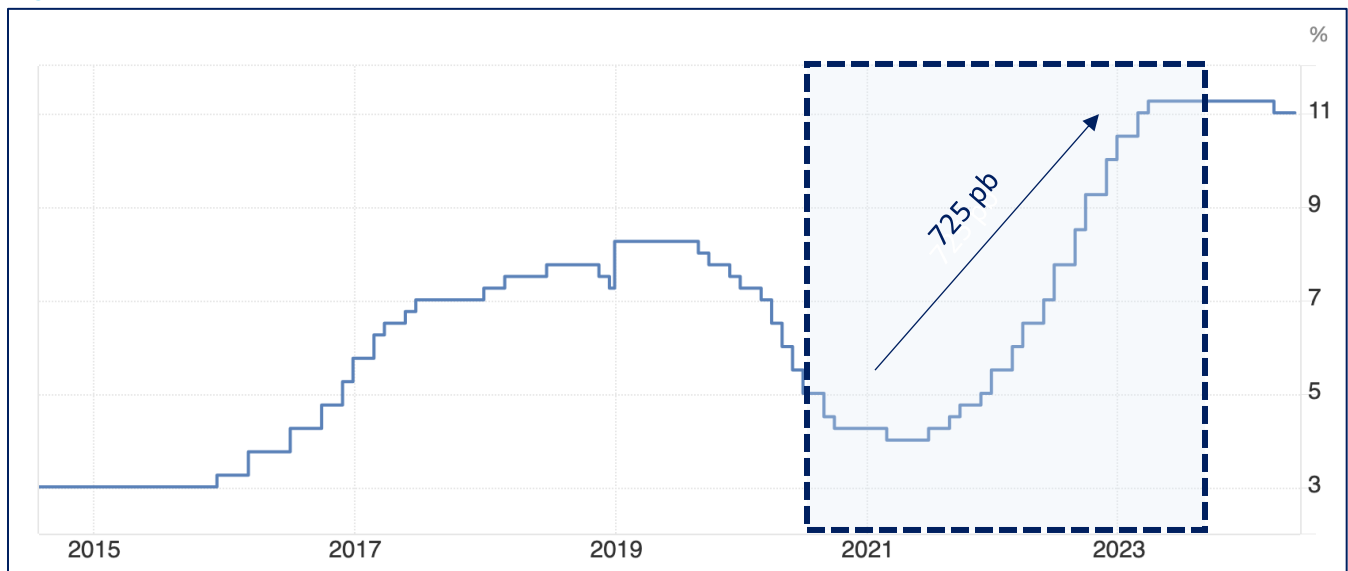
El *Nearshoring* representa una oportunidad importante para México

## Panorama de Inversión en México

Los entornos de inversión y financieros han cambiado drásticamente en los últimos tres años. Aunque la respuesta del gobierno mexicano a la pandemia de COVID-19 fue menos acomodaticia fiscalmente que la de otros países, Banxico aún así redujo las tasas de interés a un mínimo de 4% en febrero de 2021, un nivel no visto desde 2016. Sin embargo, los fuertes estímulos provenientes de las políticas públicas en el mundo, principalmente fiscales y monetarios, cuyo objetivo fue ayudar a los hogares y a la economía en general durante la pandemia, demostró tener consecuencias de largo plazo. En 2021 y 2022 surgieron fuertes presiones inflacionarias a nivel global, lo que llevó a México a tener una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor de 8.7% en agosto de 2022.<sup>1</sup> Estas tendencias inflacionarias presentaron cierta resiliencia hacia su convergencia a los niveles objetivo para los bancos centrales de todo el mundo. Para combatir la inflación, Banxico emprendió un régimen agresivo de aumento de tasas de interés desde julio de 2021 hasta abril de 2023, lo que se vio reflejado en un incremento de las tasas base de 725 puntos básicos, del 4% al

11.25% (**Figura 1**). Los aumentos de tasas de interés ejecutados por Banco de México en un período de diecisiete meses alteraron significativamente el panorama de inversión. Al aumentar las tasas para combatir la inflación, el banco central incrementó el costo de los préstamos. Esto, a su vez, debilitó a los prestatarios de menor calidad, redujo el atractivo de las inversiones de alto riesgo y de las empresas especulativas, y afectó a los modelos de negocio dependientes de menores costos de financiamiento. Este cambio llevó a una reasignación de capital hacia activos más seguros y estables, ya que los inversores buscaban mitigar el riesgo en un entorno de crecientes costos financieros. Además, las tasas de interés más altas pusieron presión sobre las ganancias corporativas y las valuaciones, particularmente en sectores que dependen en gran medida del financiamiento con deuda. En general, esta nueva política de Banxico introdujo un entorno de inversión más cauteloso, destacando la importancia de una selección sólida de activos y empresas para los inversores.

**Figura 1:** Tasa de Interés en México



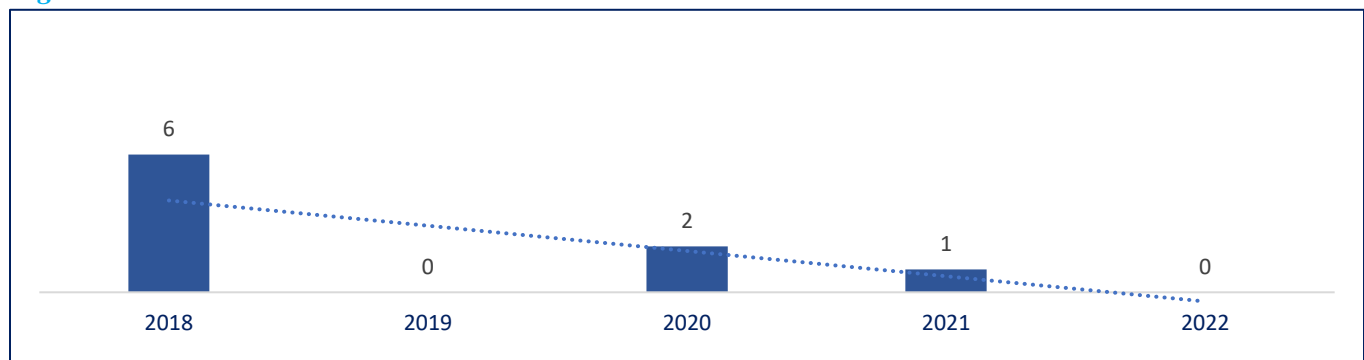
A esto se suma la era que los mercados de capital accionario de México han atravesado en los últimos siete años. El mercado de OPI's (ofertas públicas iniciales) de México desde 2018 prácticamente se ha apagado. Durante el período de cinco años de 2018 a 2022, solo ha habido nueve OPI's en total (**Figura 2**). Contrastando eso con doce empresas que se han deslistado de la bolsa en los últimos cuatro años, se pinta una imagen bastante sombría de los mercados de capital de México.<sup>2</sup> Estas tendencias del mercado dificultan la capacidad de las estrategias enfocadas en capital, como Private Equity y Venture Capital, de generar resultados sólidos para sus inversores.

Esto ha hecho que las inversiones en crédito sean significativamente más atractivas, ya que ahora se

pueden obtener rendimientos similares a los de capital a partir de instrumentos de deuda con un perfil de riesgo ajustado más atractivo. Las tasas base más altas, la oferta de crédito limitada y los spreads más amplios han creado una dinámica en la que los inversores ahora pueden obtener rendimientos de entre un 12% y un 18% en préstamos corporativos y respaldados por activos. Además, en FCI creemos que existen dinámicas adicionales en el mercado mexicano que presentan un amplio conjunto de oportunidades para el crédito privado:

1. Poca penetración de crédito en el sector privado
2. Los bancos son instituciones altamente reguladas, lo que limita sus capacidades de financiamiento

**Figura 2: Número de OPI's anuales en las Bolsas Mexicanas**



**Figura 3: Crédito Interno al Sector Privado (como % del PIB)**

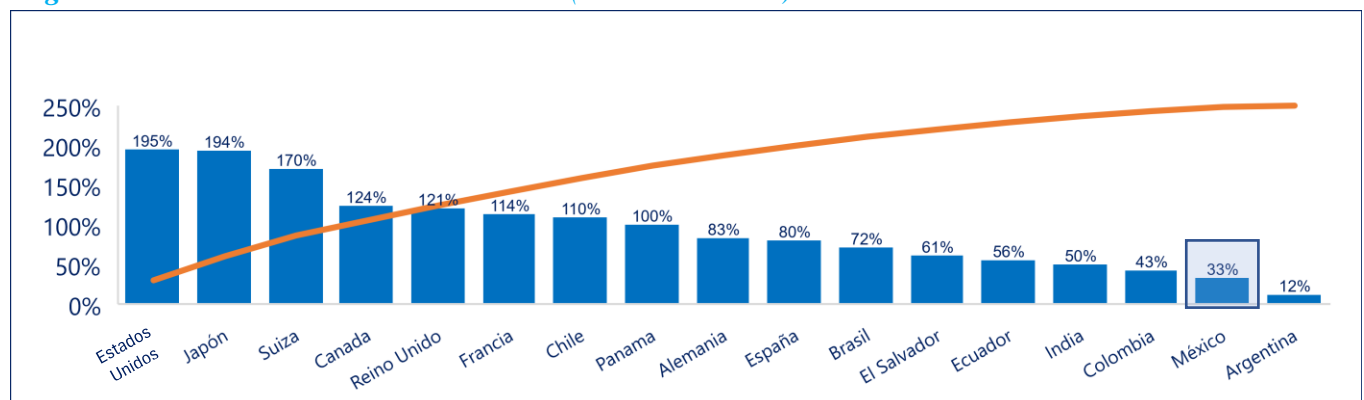


Figura 2: Statista: Number of initial public offerings (IPOs) completed on the Mexico Stock Exchange (BMV) from 2018 to 2022

Figura 3: World Bank Organization Data

<https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?end=2023&skipRedirection=true&start=2023&view=map>

2: El Economista <https://www.economista.com.mx/mercados/Baja-valoracion-de-la-BMV-pega-emision-de-OPI-e-incentiva-deslistes-de-acciones-20240514-0096.html>

El crédito directo de México al sector privado como porcentaje del PIB es del 33% según datos de 2023.<sup>3</sup> Cuando se compara este indicador con otros países de América Latina y naciones desarrolladas, es evidente que la disponibilidad de crédito es escasa y necesita crecer para que la economía de México se desarrolle (**Figura 3**). Además, las instituciones bancarias de México han sido históricamente rentables. Sin embargo, debido a un marco regulatorio muy estricto y estándares inflexibles de préstamo, hay una gran parte del mercado que no abordan. Hoy en día, los bancos operan principalmente con grandes corporaciones y activos y no asumen riesgos subordinados en la estructura de capital. La combinación de crédito limitado al sector privado y las capacidades de préstamo restringidas de los bancos presenta una oportunidad para que las instituciones financieras no bancarias, como el Crédito Privado, sirvan este mercado el cual es poco atendido.

Analizando el presupuesto del Gobierno Federal, es evidente que ciertos sectores e industrias carecen del financiamiento necesario para ejecutar proyectos que mejorarán la economía. El Gobierno Federal Mexicano ha incrementado su gasto (como porcentaje del gasto total) en programas sociales y en el financiamiento de su deuda más costosa. Los programas sociales, como las pensiones para adultos mayores, han aumentado del 5.4% del gasto total en 2021 al 8.2% en 2024. Del mismo modo, los costos de financiamiento de la deuda han crecido del 11.6% en 2021 al 14.0% en la actualidad. El aumento en el gasto en estas áreas ha significado que otros rubros del presupuesto de gasto federal hayan visto reducida su asignación. El gasto transferido a los estados ha disminuido en un 1.4% en los últimos 4 años (**Figura 4**). Esto significa que los estados y municipios tendrán que depender de otras fuentes, como la inversión privada, para ejecutar proyectos de infraestructura destinados a mejorar la calidad de vida de sus ciudadanos y sus economías.

**Figura 4: Gasto del Gobierno Federal (% del gasto total)**

	2024	2023	2022	2021
<b>Gasto (\$ billones de dólares)</b>	<b>9,022.0</b>	<b>8,257.6</b>	<b>7,048.2</b>	<b>6,257.1</b>
Programas Sociales	8.2	7.3	6.4	5.4
Pensiones para Adultos de Tercera Edad	5.2	4.1	3.4	2.2
Programa de becas	1.0	1.0	1.2	1.2
Sembrando Vida (reforestación)	0.4	0.4	0.4	0.5
Otros	1.7	1.7	1.4	1.6
Proyectos Prioritarios	2.5	2.9	1.8	1.6
Costo financiero	14.0	13.1	11.2	11.6
<b>Transferencias a los estados</b>	<b>28.4</b>	<b>29.5</b>	<b>29.9</b>	<b>29.8</b>
Participaciones	14.1	14.8	14.5	14.7
Contribuciones	11.8	12.1	12.6	13.4
Otros	2.5	2.6	2.8	1.8
Elementos adicionales (% , miles de millones de dólares)				
PEMEX (DUC)	30.0	40.0	40.0	54.0
PEMEX (contribuciones de capital)	145.0	166.6	188.3	316.4

### Características de la Inversión en Infraestructura

#### **Cualidades Defensivas de la Infraestructura**

La infraestructura es una clase de activos defensiva con menor susceptibilidad a las fuerzas económicas cíclicas en comparación con otros sectores. Esta naturaleza defensiva ayuda a construir carteras de inversión más resilientes.

#### **Flujos de Efectivo Predecibles**

Los ingresos están respaldados por contratos a largo plazo con precios fijos o esquemas de peaje.

#### **Bajo Riesgo de Obsolescencia**

Los activos de infraestructura a menudo tienen perfiles monopolísticos y están menos expuestos a tendencias como la digitalización, los cambios en las preferencias de los consumidores y las fuerzas cíclicas. Además, los activos de infraestructura proporcionan servicios esenciales, que son estables a lo largo del tiempo y menos sensibles a los cambios de precio.

#### **Alta Barrera de Entrada**

Los proyectos de infraestructura son intensivos en capital y requieren experiencia en estructuración, desarrollo y operación, lo cual es difícil de perfeccionar.

#### **Vinculación con la Inflación**

Los activos de infraestructura pueden trasladar los costos de la inflación debido a la regulación y sus contratos de concesión. La deuda con tasa variable está protegida contra la inflación creciente, ya que su rendimiento aumenta con las subidas de las tasas base.



## El Caso del Crédito Privado en Infraestructura

Las dos secciones anteriores en este boletín presentan el panorama financiero y de infraestructura. Esta sección se centra en cómo creemos que los prestamistas de infraestructura están posicionados de manera única para captar las oportunidades que el mercado actual presenta. Dada la naturaleza de los activos en infraestructura con un alto requerimiento en capital, pero a la vez con flujos estables y predecibles a lo largo del tiempo les permite resistir altos niveles de apalancamiento (aproximadamente 85-90% sobre el valor del activo). Esto significa que el universo de inversión es significativamente mayor en deuda que en capital. La capacidad de los prestamistas privados para tomar posiciones en toda la estructura de capital y crear soluciones de préstamos estructurados a medida nos permite desempeñar múltiples roles. Podemos sindicarse junto a bancos y otros acreedores, asumir riesgos subordinados con rendimientos más altos y estructurar soluciones de capital preferente (entre otras posibilidades). Este amplio mandato nos permite trabajar junto a operadores y constructoras, para crear soluciones específicas que podemos ejecutar si consideramos que son oportunas. Además, el mercado de infraestructura mexicano es difícil de navegar y requiere una profunda experiencia sectorial para buscar y estructurar proyectos de manera exitosa. Estas competencias brindan una ventaja a los prestamistas establecidos.

Las altas tasas base y la baja actividad en los mercados de capital son factores estructurales que favorecen la inversión en deuda sobre el capital. El actual régimen de tasas de interés altas por más tiempo proporciona una base sólida para los instrumentos de deuda. Esta base sólida, combinada con la disponibilidad limitada de financiamiento y la necesidad de una profunda experiencia en infraestructura, presenta oportunidades para los prestamistas. Como resultado, los prestamistas pueden exigir diferenciales o primas más altos impulsados por el poder de fijación de precios y la complejidad de la estructuración, en lugar de *spreads* impulsados por el riesgo. Esto ofrece a los inversores en crédito de infraestructura rendimientos que pueden ser entre el 12% y 18%, con una sólida protección a la baja asegurada por activos físicos y menor exposición a las tendencias macroeconómicas cíclicas. Además, los préstamos son inversiones autoliquidables que se desinvierten a través de pagos de intereses y amortización. Esto proporciona a los inversores flujos de distribución consistentes y predecibles. Mantener activos autoliquidables limita los riesgos de salida que los inversores de capital actualmente enfrentan debido a la falta de actividad en el mercado de capitales y en fusiones y adquisiciones en México. Por lo tanto, los prestamistas privados dependen menos del ciclo económico para ejecutar salidas de inversión y devolver efectivo a los inversores.

## El Nearshoring Representa una Oportunidad Importante para México

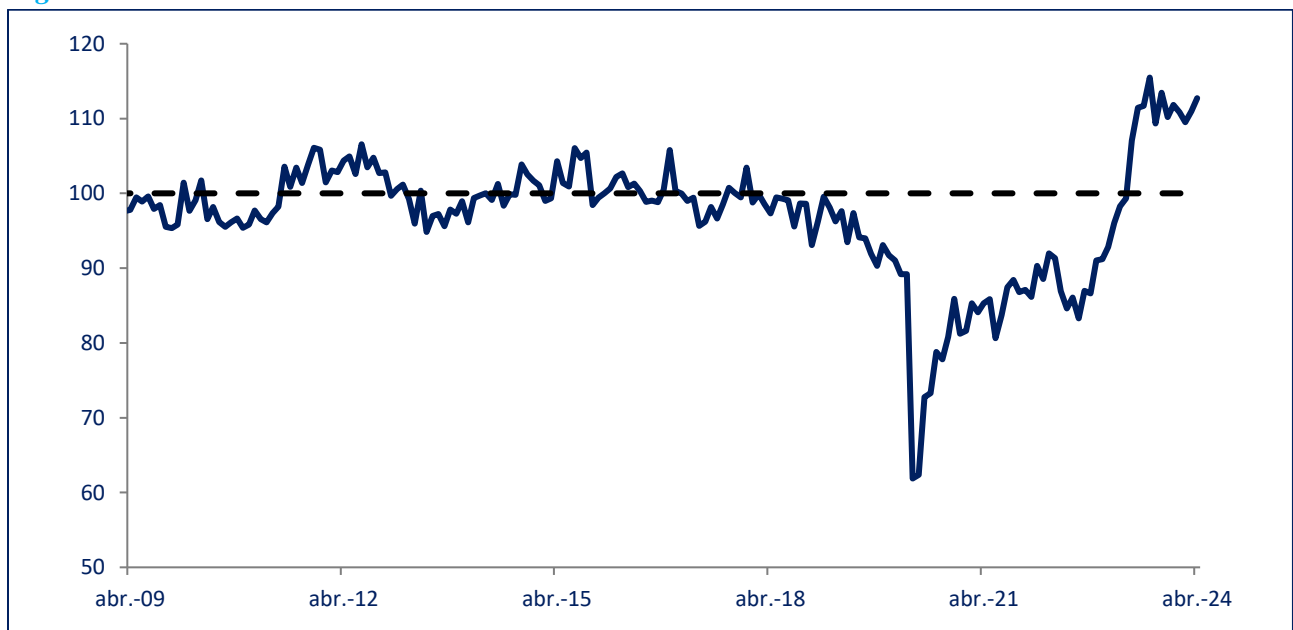
El comercio exterior está experimentando cambios estructurales derivados de factores geopolíticos (destacando las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China) y un replanteamiento de los modelos de negocio para evitar las disrupciones en la cadena de suministro observado durante la pandemia. Gracias a las ventajas competitivas que ofrece México, el Nearshoring o relocalización podría ofrecer una ventana de oportunidad para incrementar su participación de mercado en el comercio internacional.

El Nearshoring debe considerarse como un cambio estructural de largo plazo. Sin embargo, existen distintas fases u olas que estarán teniendo impacto en México. La primera fase en la que nos encontramos requiere de un fortalecimiento del ecosistema exportador. Esta coyuntura trae consigo, entre otras oportunidades, una importante demanda por infraestructura para poder satisfacer las

necesidades presentes y futuras que traen consigo el Nearshoring. Hasta el momento existe evidencia de esta tesis de inversión, con un incremento significativo en la construcción no residencial, especialmente aquel asociado al sector exportador (**Figura 5**) o el fuerte aumento en las importaciones de bienes de capital, destacando las importaciones de maquinaria y equipo (**Figura 6**).

Tomando en cuenta el limitado margen de maniobra de las cuentas fiscales en estos momentos, se abre una gran oportunidad para la participación del sector privado en la generación de infraestructura que permita liberar los cuellos de botella existente en México. Esta situación tocará un sinnúmero de aristas, entre ellas los canales de financiamiento de los proyectos de infraestructura que requiere el país.

**Figura 5: Construcción no residencial**





**Figura 6: Maquinaria y Equipo importado e Importaciones de bienes de capital**



### Conclusión

Creemos que el crédito en infraestructura ofrece rendimientos atractivos ajustados al riesgo, respaldados por flujos de efectivo estables, bajos riesgos de incumplimiento debido a los bajos niveles de volatilidad de la infraestructura, y garantías sólidas en caso de incumplimiento. La falta de inversión en infraestructura durante la última década significa que las necesidades de infraestructura hoy en día son mayores que nunca. Mientras tanto, las finanzas públicas limitadas y la poca accesibilidad operativa de la banca sugieren que existe una gran brecha

entre las necesidades de financiamiento y la oferta. Esto posiciona a los prestamistas institucionales para captar una creciente y evidente escasez de financiamiento en infraestructura. A medida que las tasas de interés se mantienen altas por más tiempo, la actividad en los mercados de capital sigue siendo limitada y la disponibilidad de financiamiento sigue siendo escasa, las firmas de crédito privado continúan ampliando su rango de oportunidad en préstamos corporativos y respaldados por activos.