

Credibilidad internacional, clave para el nuevo sexenio mexicano

México es un emergente *sui generis*. Se sitúa entre los emergentes con una renta per cápita relativamente más elevada. Tiene una parte cualitativamente importante de su tejido industrial y de servicios notablemente integrada en la economía global. Este segmento de la economía mexicana, además, se beneficia de un capital humano homologable al de muchos países avanzados. A nivel financiero, su grado de profundidad de mercado y de integración también es más elevado que el de la mayor parte de los emergentes. Ha sido ambicioso en plantear reformas estructurales (aunque, ciertamente, sus resultados han sido menores de lo deseable). Y, finalmente, ha hecho gala de dos premisas clave en su política económica: ortodoxia de las finanzas públicas y una política monetaria independiente, que se han traducido en un nivel de desequilibrios macroeconómicos comparativamente bajo con otros emergentes. Esta combinación ha situado al país en una posición mejor a la del pasado para lidiar con *shocks* adversos.¹

A pesar de esta posición de partida favorable, el notable cambio político que se le presupone al nuevo sexenio presidencial (2018-2024), bajo el liderazgo de Andrés Manuel López Obrador, y unas relaciones más inciertas con EE. UU. que las del pasado han suscitado dudas sobre cuáles son las auténticas perspectivas del país en los próximos años y, en particular, si en un momento en el que el entorno global empieza a volverse más exigente, la economía va a ser capaz de capearlo sin problemas. Principalmente, dada la importancia que tiene lo global para México, es especialmente importante valorar si su economía es vulnerable ante tres posibles *shocks* de origen mundial: una desaceleración más acusada de lo esperado en EE. UU.,² una evolución del petróleo significativamente inferior a lo previsto³ y un endurecimiento de las condiciones financieras globales mayor de lo que se contempla en la actualidad.⁴

Por lo que se refiere al primero de estos efectos, es conocido que la economía mexicana está fuertemente integrada con la de EE. UU., por lo que cabría esperar un efecto negativo significativo de un *shock* adverso en esta última. Según estimaciones propias, y como se aprecia en el segundo gráfico, si en 2019 el crecimiento en EE. UU. fuese 1 p. p. inferior al esperado, el crecimiento mexicano pasa-

1. Por ejemplo, el apreciable endurecimiento de la política monetaria ha colocado al país en una situación de poder afrontar en el futuro, si fuese necesario, bajadas del tipo de referencia, una tesitura de la que muchos otros emergentes no se benefician. Igualmente, el margen de política fiscal también es mayor que en otras economías, cuya capacidad contracíclica se ve limitada por el desequilibrio fiscal.
 2. EE. UU. representa el 80% de las exportaciones de México.
 3. La producción de petróleo representaba el 3,4% del PIB mexicano a cierre del 3T 2018.
 4. Estimamos un vector autorregresivo para el PIB de EE. UU. y México, el precio del barril de Brent, el índice de condiciones financieras de las economías avanzadas y el tipo de cambio mexicano frente al dólar. Se utilizan datos trimestrales desde el 2T 2003.

México: previsiones macroeconómicas

Porcentaje de variación anual, salvo indicación expresa

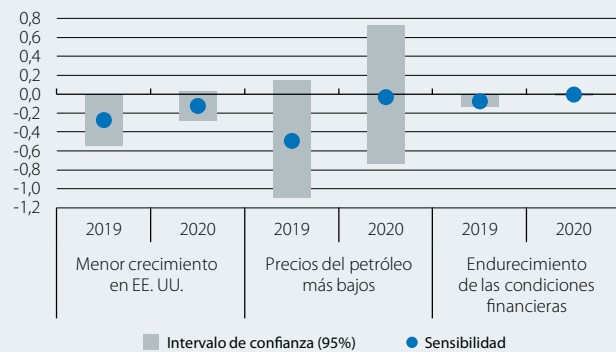
	Prom. 2008-2016	2017	2018 (e)	2019 (p)	2020 (p)
PIB	2,1	2,1	2,0	2,3	2,3
Inflación	3,9	6,0	4,9	4,1	3,4
Saldo fiscal (% del PIB)	-3,4	-1,1	-2,2	-2,5	-2,9
Deuda pública (% del PIB)	46,4	54,2	53,8	53,7	53,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,6	-1,7	-1,3	-1,3	-1,5
Deuda externa (% del PIB)	29,0	37,1	37,8	36,4	35,3

Notas: (e) estimación, (p) previsión.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INEGI y el FMI.

México: respuesta del PIB a diferentes shocks *

Impacto sobre crecimiento anual (p. p.)



Nota: * Se aplica un shock de -1 p. p. sobre el crecimiento anual del PIB de EE. UU. para 2019. Se aplica un shock de -10% respecto de las previsiones del precio del barril de Brent para 2019. Se aplica un shock de -0,5 puntos en un trimestre sobre el índice de condiciones financieras de las economías avanzadas de Goldman Sachs.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de BEA, INEGI, Goldman Sachs y Thomson Reuters Datastream.

ría, en 2019, del 2,3% estimado por CaixaBank Research al 2,0%, y del 2,3% al 2,2% en 2020.

Un segundo *shock* relevante derivaría de una evolución del precio del petróleo, sustancialmente más bajo de lo esperado. Si el precio del crudo en el promedio de 2019 fuera un 10% inferior a lo previsto, las relaciones históricas sugieren que el crecimiento mexicano sería 0,5 p. p. menos que en el escenario central en 2019, mientras que no se vería afectado en 2020. Como se aprecia, se trata de un impacto elevado para 2019, pero es probable que la estimación acorde con los datos históricos esté sobreestimándolo en cierta medida, ya que en los últimos años la importancia del petróleo en la economía se ha ido reduciendo.⁵

5. Como lo ilustra el hecho de que su producción haya pasado del 7,4% del PIB en 2008 al 3,4% en el 3T 2018. Típicamente, un *shock* de estas características podría materializarse a través de Pemex, cuya reducción de ingresos podría acabar trasladándose a menores ingresos fiscales públicos y afectar a la percepción de riesgo soberano.

Un último *shock* vendría generado por un endurecimiento brusco de las condiciones financieras. Así, si se tensionaran las condiciones financieras de los países avanzados en 0,5 puntos (algo superior al registrado durante el episodio conocido como *taper tantrum* de mayo de 2013, por ejemplo) a principios de 2019, en dicho año el crecimiento mexicano sería 0,1 p. p. menor de lo previsto en el escenario central.⁶ A diferencia de lo que sucede con el petróleo, en el que la relación histórica puede estar sobreestimando en cierta medida el impacto, hay que considerar que, dado lo atípico de la evolución de las condiciones financieras en los años de la expansión cuantitativa de los bancos centrales de los países avanzados, es posible que se esté infravalorando el efecto final.⁷

La información que aporta el ejercicio econométrico anterior permite construir unos escenarios alternativos a las previsiones centrales (véase el tercer gráfico). Concretamente, teniendo en cuenta los sesgos de infraestimación o sobrestimación antes mencionados, nos acercamos hacia la banda correspondiente del intervalo de confianza a fin de corregir dicho sesgo. Así, para elaborar el escenario de desaceleración norteamericana, se considera que el *shock* sobre el crecimiento estadounidense probablemente vendría acompañado de un cierto repunte de la volatilidad financiera a nivel mundial, con lo que el impacto sobre México sería algo más significativo que la sensibilidad comentada anteriormente. Concretamente, en este escenario, un drenaje de crecimiento para México más razonable sería de -0,5 p. p. en 2019 y de -0,3 p. p. en 2020. En un segundo escenario de caída del precio del petróleo, la pérdida de importancia del sector petrolífero antes mencionada sugiere que la sensibilidad sería algo menor y el crecimiento en 2019 se reduciría en 0,3 p. p. y no variaría en 2020. Finalmente, en un tercer escenario de endurecimiento de las condiciones financieras globales, el impacto en el crecimiento mexicano de 2019 sería de -0,1 p. p. En definitiva, el impacto negativo de los tres *shocks*, sin ser enorme, tampoco es despreciable, ya que podría situar el crecimiento (especialmente si se combinasen varios de ellos) sensiblemente por debajo del registro a largo plazo (2,5% en el promedio anual de las últimas dos décadas).

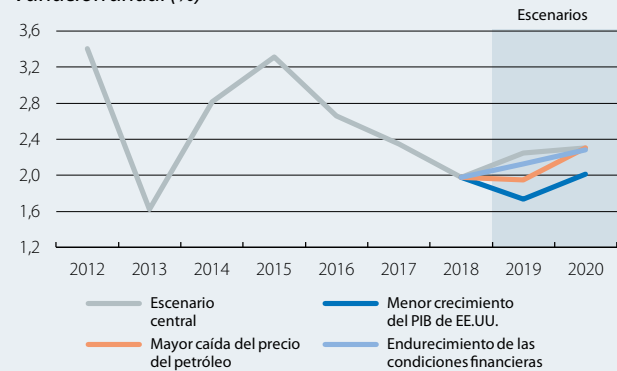
A pesar del origen externo de estos *shocks*, contener los posibles efectos negativos dependerá en no poca medida de la capacidad mexicana de mantener su credibilidad internacional, que en la actualidad es alta y superior a la de prácticamente cualquier otro emergente. Tal y como se mencionaba en la introducción, el país ha hecho gala de una política fiscal razonablemente ortodoxa y de una polí-

6. Cabe señalar que, debido a las particularidades mexicanas antes presentadas, las condiciones financieras del país se correlacionan de forma elevada con las de los avanzados, y no tanto con las de los emergentes.

7. Desde 2009, se ha observado una menor sensibilidad de la volatilidad del crecimiento del PIB de las economías emergentes a las condiciones financieras de las economías avanzadas.

México: crecimiento del PIB en distintos escenarios *

Variación anual (%)



Nota: * Los escenarios se construyen a partir de los shocks descritos en el texto.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de BEA, INEGI, Goldman Sachs y Thomson Reuters Datastream.

tica monetaria independiente, dos elementos que han dotado al país de un ancla de estabilidad importante y que han facilitado un cuadro macroeconómico razonablemente saneado. Por todo ello, es clave que las decisiones de política económica del nuevo Gobierno mantengan su reputación sin erosiones.

En este sentido, las primeras decisiones adoptadas sugieren que el nuevo Gobierno es sensible a estas necesidades y que, más allá del estilo comunicativo y alguna cuestión quizás más controvertida (como un posible cambio en la regulación de las comisiones bancarias, el aumento del salario mínimo o la suspensión del nuevo aeropuerto de Ciudad de México), está primando una orientación pragmática. En particular, los inversores han recibido de forma positiva el proyecto de presupuesto, tanto por muchas de las medidas que se contemplan como por partir de unas previsiones macroeconómicas similares a las que maneja el consenso de analistas. Así, se prevé que en 2019 se alcanzará un superávit primario del 1% del PIB (algo superior al que se estima para 2018, que es de un 0,8%), un objetivo ambicioso y que ayudará a estabilizar la deuda pública, y un déficit total del 2,5% del PIB. Aunque quizás la contención de gastos corrientes planeada parece algo optimista, como tampoco se puede descartar el hecho de que exista alguna desviación en materia de ingresos, los trazos esenciales del presupuesto han alejado (o quizás solo postergado, ya se verá cuando la ejecución presupuestaria avance) los riesgos a una ampliación excesiva del gasto derivado de distintas transferencias sociales anunciadas durante la campaña electoral y antes de la toma de posesión del nuevo Gobierno.⁸ En definitiva, una señal importante en el sentido adecuado de reafirmar el compromiso de México con la estabilidad macroeconómica. El país se juega mucho, y empezar el partido con el planteo adecuado era clave.

8. El aumento de transferencias de distintos nuevos programas se ha visto compensado con la reordenación de muchos otros preexistentes, que se cierran.