

EL DESEMPEÑO
MACROECONÓMICO DE
MÉXICO EN 2019*

GERARDO ESQUIVEL
JULIO LEAL

BANCO DE MÉXICO (BANXICO)

RESUMEN

En este trabajo se describe y analiza el desempeño macroeconómico de México en 2019. Se enfatizan dos puntos importantes: el mantenimiento de los fundamentos económicos del país y el estancamiento económico observado. Sobre esto último se analizan los diversos factores que contribuyeron a este resultado, tanto externos –tensiones comerciales globales y desaceleración de la manufactura estadounidense– como internos –cambio de gobierno, política monetaria restrictiva y decisiones de política–. Se concluye que la preservación de los fundamentos económicos será un elemento crucial para poder retomar la senda de crecimiento sostenido en los años venideros.

ABSTRACT

This manuscript describes and analyzes the macroeconomic performance of Mexico in 2019. Two main points are emphasized: the maintenance of the economic foundations of the country and the economic stagnation observed. For the latter, various contributing factors are analyzed, both external (global commercial tensions and the decline of manufacturing in the US) and internal (government change, restrictive monetary policy and policy decisions). Findings show that the preservation of economic foundations will be crucial to resume the path of sustained growth for coming years.

* Las opiniones expresadas en este documento son responsabilidad de los autores y no representan la posición institucional del Banco de México ni de su Junta de Gobierno. Las cifras reportadas en este documento son las que estaban disponibles en los primeros días de febrero de 2020.

1. Introducción

En este artículo analizamos el desempeño macroeconómico de México en 2019. En los años previos el país atravesó por un periodo de cierta inestabilidad macroeconómica, la cual se vio reflejada en desbalances continuos y aumentos sustanciales de los déficit fiscal y de cuenta corriente, aumentos de la deuda pública, así como en episodios de inflación relativamente alta y una fuerte depreciación de la moneda mexicana. Quizás el indicador que más claramente da fe de este proceso desestabilizador es el drástico incremento de 20 puntos porcentuales del cociente Deuda-PIB entre 2007 y 2016. Por ello, a partir de 2016, fue necesario comenzar a hacer ajustes fiscales para generar superávit primarios que permitieran estabilizar la deuda como porcentaje del producto interno bruto (PIB).

Un segundo indicador que da cuenta del periodo de inestabilidad macroeconómica por el que atravesó el país en los años previos es el incremento de la inflación en 2017, año en el que la inflación anual fue de 6.77%. Ante ello, la política monetaria respondió adoptando una postura restrictiva que se ha mantenido hasta la fecha. Dicha postura, en combinación con la disciplina fiscal observada, contribuyó a que en 2019 la inflación finalmente regresara a la meta del Banco de México. Desde nuestro punto de vista, si bien la política monetaria ha ayudado a controlar la inflación después de los fuertes incrementos a los energéticos en 2017 y 2018, consideramos que, desde distintas perspectivas, dicha política continúa siendo altamente restrictiva. La evidencia empírica sugiere que la política monetaria restrictiva implementada es uno de los factores detrás del debilitamiento del consumo y la inversión observados recientemente.

Un tercer grupo de indicadores relacionados con la estabilidad macroeconómica del país son las cuentas externas. En el periodo 2004-2018, se observaron continuos déficit de balanza comercial y de cuenta corriente. En una primera etapa, las políticas fiscal y monetaria laxas de ese enton-

ces contribuyeron a generar dichos déficit a través de sus efectos sobre el ahorro nacional y la inversión. A partir de 2014, con la caída en los precios del petróleo y la disminución más acelerada de la plataforma petrolera, la balanza petrolera comenzó con una tendencia descendente, tornándose cada vez más deficitaria. El conjunto de estos factores llevó a una depreciación real importante en dicho periodo, que permitió que la balanza comercial no petrolera se tornase cada vez menos deficitaria. Sin embargo, hasta 2018, el saldo de la balanza comercial total continuaba siendo negativo y no mostraba señales de mejora. En 2019, por primera vez después de más de una década, se registraron superávit, tanto en la balanza comercial, como en la cuenta corriente.

En el contexto anterior, el producto interno bruto del país registró un estancamiento durante 2019. Consideramos que lo anterior se debió a la confluencia de distintos factores, tanto internos como externos, que lo afectaron durante el año. Entre estos podemos mencionar: 1) las tensiones comerciales globales, 2) el contexto de debilidad en la producción manufacturera de Estados Unidos, 3) el propio cambio de gobierno que usualmente afecta el crecimiento, 4) la política monetaria restrictiva, y 5) algunas políticas económicas controversiales que tuvieron cierto impacto en la confianza del sector empresarial y que pudieron haber afectado negativamente a la inversión.

En el presente trabajo se describe y analiza la evolución reciente de los variables asociadas a los fundamentos macroeconómicos de México. La sección 2 se concentra en el análisis de lo ocurrido con las variables fiscales, monetarias y externas, y enfatiza el ajuste importante en estas dimensiones con respecto al pasado inmediato. La sección 3 evalúa los diferentes factores que pudieran explicar la ausencia reciente de crecimiento económico en México. Se concentra en la evolución de indicadores tanto externos como internos, que podrían estar detrás del estancamiento económico que se observó en 2019. Finalmente, la sección 4 plantea algunas consideraciones sobre lo que esto podría implicar para el crecimiento económico futuro de México.

2. Desempeño y fundamentos macroeconómicos

Desde una perspectiva macroeconómica, el desempeño de la economía mexicana en 2019 tuvo dos características fundamentales: una cierta estabilidad en diversos indicadores macro y un nulo crecimiento económico. En esta sección hablaremos de la primera característica y en la siguiente sección hablaremos de la segunda.

En 2019 diversos indicadores macroeconómicos como la inflación, el tipo de cambio, el déficit de cuenta corriente, la deuda pública, las tasas de interés y las primas de riesgo tuvieron un mejor desempeño en México que en el año anterior. En el caso de la inflación, por ejemplo, esta cerró el año en 2.83% y fue la segunda más baja del siglo, mientras que el peso se apreció en cerca de 4% con respecto al dólar.

La estabilidad macroeconómica facilita que los agentes económicos tomen decisiones en un contexto de baja incertidumbre y es, por lo tanto, una condición necesaria –aunque no suficiente– para la detonación del crecimiento económico acelerado. Dicha estabilidad, se logra con la confluencia de diversos factores tanto internos como externos. A continuación, describiremos brevemente algunos aspectos relevantes del desempeño macroeconómico de México en 2019 y lo haremos en tres subsecciones relacionadas con los temas fiscales, monetarios y externos, respectivamente.

2.1 La política fiscal

Una pieza clave para lograr la estabilidad macroeconómica es el comportamiento de las finanzas públicas. El comportamiento de las finanzas públicas durante el primer año de la nueva administración contrasta notoriamente con lo observado en los años anteriores. Después de un periodo en que la deuda pública como porcentaje del PIB se mantuvo relativamente constante –entre 2000 y 2007–, este indicador aumentó vertiginosamente durante las últimas dos administraciones. En efecto, el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP), que es el

concepto más amplio de deuda pública, pasó de representar 28.8% del PIB en 2007, a 48.7% en 2016, registrando así un incremento de 20 puntos porcentuales del PIB en dicho periodo (ver Figura 1). El deterioro observado en las finanzas públicas, eventualmente repercutió en un aumento del costo financiero para el gobierno federal a través de su impacto en el saldo de la deuda, las primas de riesgo y las tasas de interés.

Figura 1
Cociente de Deuda Pública a PIB (%).¹



Notas: /1 El concepto de deuda corresponde al Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP).

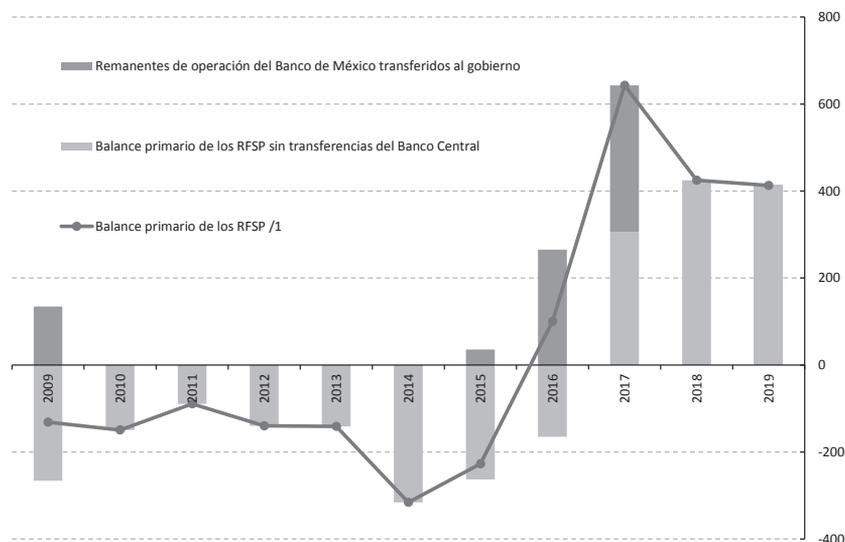
Fuente: SHCP.

Ante el deterioro creciente de las finanzas públicas, y en medio de diversos acontecimientos externos que también afectaron los fundamentos macroeconómicos del país –entre los que destacó la caída del precio del petróleo y la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte promovida por el presidente estadounidense Donald Trump–, la estabilidad macroeconómica se vio mermada con un incremento en las primas de riesgo y una significativa depreciación del tipo de cambio que inició desde 2014 y se intensificó a partir de 2016. Como consecuencia de todo lo anterior, la relativa estabilidad de precios que había experimentado el país desde la crisis financiera de 2009 fue interrumpida en 2017 con un incremento importante en los precios de los energéticos y en la inflación general.¹

Ante el desajuste macroeconómico mencionado, se presentó la necesidad de estabilizar el cociente de deuda pública a PIB. De esta forma, en 2016 la deuda pública como porcentaje del PIB tocó su punto máximo en años recientes, mientras que en 2017 se redujo un poco y se estabilizó en niveles cercanos a 45%. A ello contribuyeron el esfuerzo por lograr superávit primarios, las elevadas tasas de inflación y las transferencias de los remanentes de operación del Banco de México al Gobierno Federal. Dichas transferencias representaron aproximadamente 239 mil y 321 mil millones de pesos en 2016 y 2017, respectivamente. Para dimensionar la importancia de estas transferencias, la Figura 2 muestra el balance primario observado (de los RFSP) y el que se hubiera registrado en ausencia de dichas aportaciones. En el caso de 2016, por ejemplo, el balance primario habría sido negativo.

1 Además de los choques externos ya mencionados, también hubo factores internos que contribuyeron a esta situación. Por ejemplo, la producción petrolera tuvo una tendencia decreciente a partir de 2004 y hasta 2018. Estos elementos afectaron en particular dos márgenes en la economía: el déficit de cuenta corriente y el déficit público. El déficit de cuenta corriente se vio afectado ante un deterioro de la balanza comercial petrolera, mientras que el déficit público resintió la caída en los ingresos petroleros del gobierno federal.

Figura 2
Balance primario de los RFSP (miles de millones de pesos de 2018)



Fuente: elaboración propia con datos de la SHCP y Banco de México.

A la estabilización de la deuda pública como porcentaje del PIB en 2017 y 2018 también contribuyeron las altas tasas de inflación registradas en dichos años. Es bien sabido que el aumento de precios reduce el valor real de la deuda y que genera un incremento mecánico del PIB nominal que contribuye a disminuir el cociente Deuda/PIB (Aizenman y Marion (2011) y Abbas, Pienkowski y Rogoff (2019)).

Dado el contexto anterior, fue especialmente relevante que en 2019 se hubiera enfatizado la importancia de la disciplina fiscal y que se obtuviera uno de los mayores superávits primarios de los últimos 10 años neto de las transferencias del Banco Central (ver Figura 2). Este logro es aún más meritorio al haber sido logrado en un contexto de baja inflación como el observado en 2019. Lo anterior dio como resultado que se mantuviera es-

table el cociente deuda/PIB en México durante 2019. El superávit logrado en ese año fue importante para contribuir a consolidar la percepción de que el país cuenta con finanzas públicas sanas y manejables.

Es importante dimensionar el esfuerzo de la administración actual que, en un contexto de debilidad económica y baja recaudación tributaria, de bajos ingresos petroleros y de altas tasas de interés de bonos gubernamentales, ha logrado los resultados fiscales positivos mencionados. En efecto, ante la caída en los ingresos por impuesto sobre la renta (ISR) y el impuesto al valor agregado (IVA), el superávit primario se logró principalmente mediante un ajuste importante en el gasto público.²

A dicha reducción del gasto han contribuido la política de austeridad de la nueva administración federal, así como el manejo eficiente de la deuda pública. En particular, el gasto neto total, sin tomar en cuenta partidas irreductibles, como el pago de pensiones y participaciones; el costo financiero o las erogaciones en inversiones financieras, disminuyó -4.5% en términos reales con respecto a 2018 (véase SHCP, 2020). Por su parte, el costo financiero de la deuda aumentó 4.6% en términos reales, lo que refleja un contexto de altas tasas de interés y un saldo elevado de la deuda pública. Sin embargo, gracias a un manejo eficiente de la deuda y a la reducción en las tasas de interés a nivel global, el costo financiero erogado fue menor al que se tenía programado por un monto de alrededor de 82 mil millones de pesos.

A la par del esfuerzo por reducir el gasto con el objetivo de lograr el necesario superávit primario ya mencionado, la nueva administración puso en marcha nuevos programas sociales que demandaron recursos importantes. Por lo tanto, de manera simultánea al incremento del superávit, se llevó a cabo una reestructuración importante del gasto público. En un principio se pensaba que la introducción de los programas sociales –cuyo

2 La recaudación por ISR cayó -2.2% en términos reales, mientras que la de IVA disminuyó en -2.3%. Por su parte, la recaudación del IEPS de gasolinas se incrementó en 53%. En el agregado, los ingresos tributarios aumentaron 0.9% en términos reales y los ingresos de todo el sector público 1.6% con cifras a noviembre de 2019.

presupuesto en 2019 ascendió a alrededor de 300 mil millones de pesos— iba a significar una presión adicional para las finanzas públicas, sin embargo, la recomposición del gasto que se llevó a cabo al interior del gobierno permitió su implementación, sin poner en entredicho la salud de las finanzas públicas. Como una muestra de lo anterior, en 2019 se registró una disminución de 10.5% en términos reales en el gasto corriente orientado a funciones de gestión gubernamental, mientras que se observó un incremento de 6% en el gasto corriente orientado a funciones de desarrollo social. Lo anterior es una muestra de la amplitud del ajuste por el que atravesaron las finanzas públicas durante el 2019.

2.2 La política monetaria

Una segunda pieza clave para la estabilidad macroeconómica es el desempeño de la política monetaria. El banco central conduce la política monetaria con el objetivo de procurar una baja inflación y la estabilidad financiera del país. Afortunadamente, la nueva administración federal reconoció en forma explícita y reiterada la importancia de respetar la autonomía del banco central otorgada en la Constitución.

A raíz del incremento sustancial en los precios de las gasolinas en enero de 2017, la inflación se disparó a un nivel de 6.77% en dicho año, mientras que en 2018 ascendió a 4.83% ante incrementos adicionales en los precios de energéticos (ver Figura 3). Ante ello, el Banco de México incrementó la tasa de interés objetivo durante dichos años para llegar a un nivel máximo de 8.25% en diciembre de 2018.

Después de los choques inflacionarios de 2017 y 2018, no fue sino hasta febrero de 2019 cuando la inflación volvió a descender por debajo de 4%, es decir, más de dos años después de los incrementos iniciales en los precios de la gasolina. Con ello, la inflación finalmente volvió a entrar al intervalo de variabilidad alrededor de la meta del banco central que es de 3%. Ya para la primera quincena de septiembre, la inflación anual co-

menzó a descender por debajo de 3% y finalmente cerró el año en 2.83%. En dicho contexto, a partir del segundo semestre de 2018, el Banco de México ha comenzado a reducir la tasa de interés para ubicarla actualmente en 7.25% (vigente en enero de 2020).

Figura 3

Inflación anual observada y tasa de interés de política (%)



Notas: 1/ La tasa de interés corresponde a la tasa objetivo para el periodo de 2008 en adelante, mientras que corresponde a la tasa de fondeo bancario para el periodo previo.
Fuente: INEGI y Banco de México.

Desde nuestro punto de vista, la política monetaria en México aún permanece altamente restrictiva. Esto se sustenta en una gama de indicadores. En primer lugar, en relación con otros países la tasa nominal de política monetaria del Banco de México permanece como una de las más altas dentro del conjunto de países emergentes (ver Tabla 1). Quizás aún más atípico es el hecho de que –en el caso de México–, la tasa nominal es muy alta en relación con la inflación observada. La Tabla 1 muestra que mientras que el dato más reciente de inflación en México está por debajo

del promedio en este conjunto de países, la tasa de interés de política monetaria está muy por encima del promedio. Para más claridad, tómesese el caso de Colombia, un país con una inflación superior a México en un punto porcentual, pero con una tasa de interés objetivo que es inferior a la de México en 3 puntos porcentuales.

Tabla 1
Tasa objetivo de política monetaria e inflación observada
para países emergentes (%)

País	Tasa objetivo vigente/1	Inflación observada/1
Turquía	12.00	11.84
México	7.25	2.83
Sudáfrica	6.50	3.57
Rusia	6.25	3.09
India	5.15	5.54
Indonesia	5.00	2.72
Brasil	4.50	3.27
China	4.35	4.48
Colombia	4.25	3.85
Filipinas	4.00	1.25
Malasia	3.00	0.91
Perú	2.25	1.90
República Checa	2.00	3.12
Chile	1.75	2.71
Polonia	1.50	2.39
Corea	1.25	0.74
Tailandia	1.25	0.87
Nueva Zelanda	1.00	1.50
Hungría	0.90	3.35
Australia	0.75	1.70
Promedio	3.75	3.08

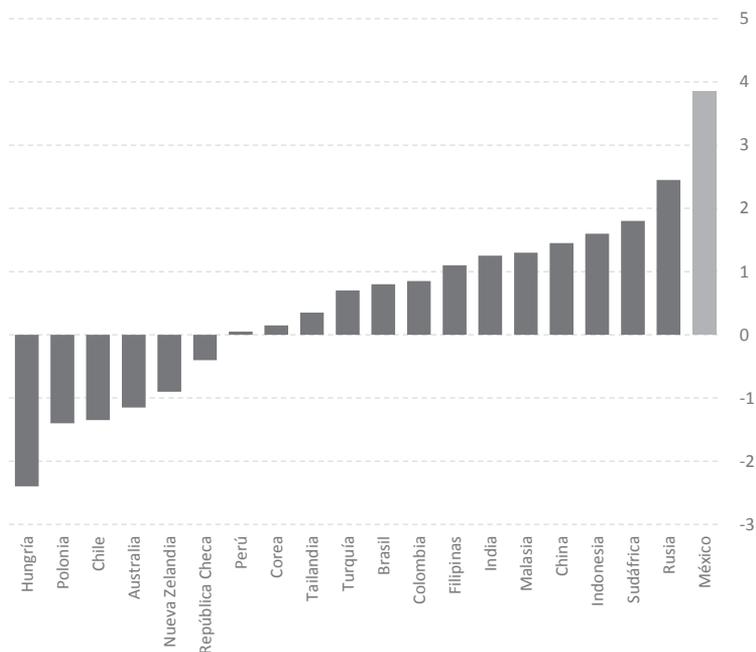
Notas: 1/ Tasa objetivo vigente en enero de 2020 e inflación observada en noviembre o diciembre de 2019.

Fuente: elaboración propia con datos del “Reporte de Indicadores de Política Monetaria e Inflación Mundial al 3 de enero de 2020” del Banco de México.

Un segundo indicador que se relaciona con los dos anteriores es la tasa de interés real. Existen distintas maneras de calcular la tasa de interés real. En este caso, hemos construido dicha tasa restando la inflación esperada para 2020 a la tasa de interés objetivo vigente en enero de 2020.³ La Figura 4 muestra este indicador para un conjunto de países emergentes.

Figura 4

Tasa de interés real ex ante para países emergentes en enero 2020 (%)



Fuente: elaboración propia con datos del “Reporte de Indicadores de Política Monetaria e Inflación Mundial al 03 de enero de 2020” del Banco de México.

3 La información proviene del “Reporte de Indicadores de Política Monetaria e Inflación Mundial al 3 de enero de 2020” del Banco de México; la inflación esperada para el cierre de 2020 proviene de Consensus Forecast y las cifras están actualizadas a diciembre de 2019 para todas las economías. Australia y Nueva Zelanda reportan su inflación trimestralmente.

La Figura 4 muestra que la tasa de interés real de México es, por mucho, la más alta de este conjunto de países. La tasa de interés real de México supera a la tasa real promedio por más de 330 puntos base, y es, además, 140 y 200 puntos base más alta que la de Rusia y Sudáfrica, respectivamente, países con la segunda y tercera tasa más alta del grupo. Por lo anterior es a todas luces evidente que la postura monetaria de México en relación con la de otros países emergentes resulta sumamente restrictiva.

Una tercera perspectiva sobre la postura restrictiva del Banco de México es, en términos históricos, es decir, en comparación con otros episodios inflacionarios del pasado reciente en México. La Figura 3 muestra que en el episodio más reciente cuando la inflación también descendió por debajo de 3% (es decir, en 2015), la tasa de interés objetivo permaneció entre 3 y 4%; mientras que hoy en día, con un nivel similar de inflación, la tasa de interés es de 7.25%. De hecho, desde que se comenzó a implementar el sistema de objetivos de inflación y se fijó una meta de largo plazo para esta, no es común encontrar episodios en donde las tasas de interés sean mayores a 7%.

Una forma adicional de dimensionar el carácter restrictivo de la actual política monetaria es utilizando el concepto de tasa neutral. La tasa neutral se define como el nivel de tasa de interés real que es consistente con la inflación y el producto en sus niveles de equilibrio de largo plazo (véase Laubach & Williams, 2003). Si la tasa de política monetaria se ubica por encima de la tasa neutral, la postura monetaria puede considerarse restrictiva. En caso contrario, se considera como acomodaticia. Es decir, una tasa de política monetaria por encima de la tasa neutral, conllevaría, en ausencia de choques y distorsiones, a observar un nivel de inflación por debajo de su nivel de equilibrio de largo plazo, así como a un desempeño económico por debajo del potencial. La correcta medición de la tasa de interés neutral no está exenta de debate y polémica y no es la intención de este artículo entrar en dicha discusión. Sin embargo, el propio Banco de México ha realizado estimaciones y recurrentemente actualiza su estima-

ción de la tasa neutral. En su última actualización, presentada en el Recuadro 4 del Informe Trimestral abril-junio 2019, el banco central estimó que la tasa neutral real se ubica en el intervalo [1.8-3.4] con un punto medio de 2.6%. Por su parte, la tasa real actualmente vigente en México que hemos calculado en la Figura 4 es de 3.85%. Con base en dicha estimación, es posible concluir que la actual postura monetaria en México continúa siendo altamente restrictiva en relación con las propias condiciones internas.

En conclusión, la política monetaria continúa siendo restrictiva desde varios puntos de vista, tanto en su comparación con otros países, como en relación con las condiciones internas de la economía mexicana.

Si bien, típicamente se considera que una política económica restrictiva puede protegernos de algunos riesgos, una tasa de interés alta por un periodo de tiempo prolongado, puede resultar contraproducente al poner en riesgo la estabilidad macroeconómica del país. Vale la pena revisar los canales a través de los cuales ello podría ocurrir. Primero, una tasa de interés demasiado elevada afecta el crecimiento económico (véanse Christiano, Eichenbaum, & Evans, 1999, y Hall, 2011, entre otros). Por un lado, incentiva el ahorro al incrementar el rendimiento de los bonos gubernamentales, y por el otro, eleva el costo de pedir un crédito. Ambos canales deprimen el consumo y la inversión y, por tanto, el crecimiento (véase Kaplan, Moll, & Violante, 2018). Segundo, una tasa de interés elevada afecta las finanzas públicas (véase Bianchi y Melosi, 2019). Lo hace directamente al incrementar el costo financiero de la deuda del gobierno, e indirectamente a través de su efecto negativo sobre el crecimiento económico y la recaudación. Finalmente, la política monetaria restrictiva afecta también a los mercados financieros. El deterioro de las finanzas públicas y el menor crecimiento económico ocasionados por las elevadas tasas de interés tienden a incrementar la probabilidad de default del gobierno (véanse Arellano, 2008 y Mendoza & Yue, 2012), lo que hace menos atractiva su deuda y genera mayores primas de riesgo, repercutiendo eventualmente en el tipo de cambio y en la inflación. Por todo ello, una tasa de interés demasiado elevada, que en principio buscaría protegernos de algunos riesgos, pudiera terminar

siendo, paradójicamente, un factor adicional de desestabilización y terminar por derrotar el objetivo de reducción de la inflación.

En resumen, la política monetaria implementada recientemente ha permitido que la inflación regrese al intervalo de variabilidad alrededor de la meta, y que incluso haya permanecido muy cerca de esta durante algunos meses. Sin embargo, es importante que la política monetaria no permanezca demasiado restrictiva por un periodo prolongado ya que ello podría poner en riesgo la estabilidad económica por los factores antes mencionados.

2.3 Las cuentas externas

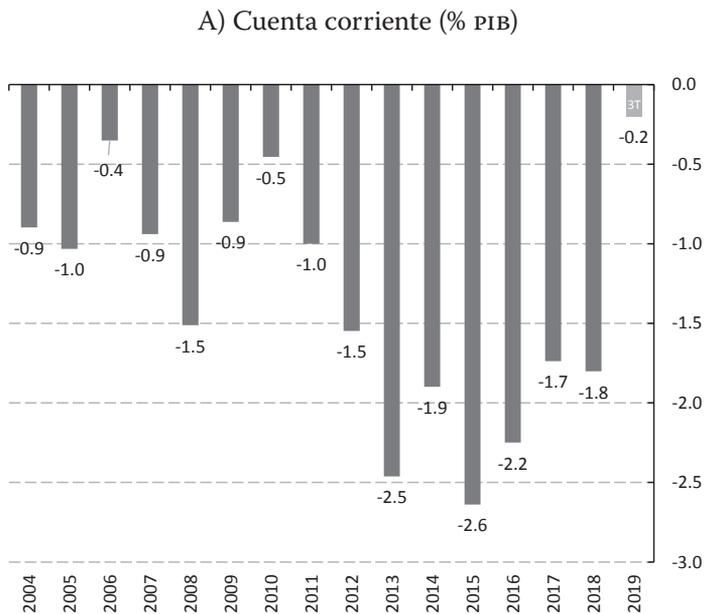
Un elemento adicional de los fundamentos macroeconómicos del país son sus cuentas externas. Usualmente, estas también reflejan en cierta medida el estado de las políticas fiscal y monetaria, entre otros factores. Para ver esto claramente, considérese la identidad de cuentas nacionales:

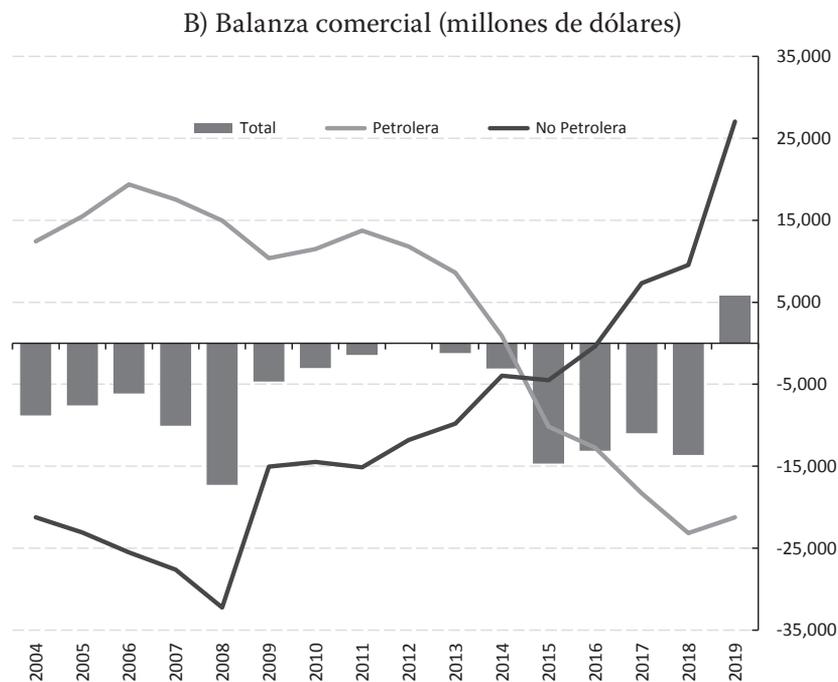
$$CC=C-S-I,$$

donde CC es la cuenta corriente, S es el ahorro nacional e I es la inversión. Cuando el ahorro nacional es mayor que la inversión, la cuenta corriente es superavitaria y en caso contrario es deficitaria. El ahorro nacional es la suma del ahorro público más el ahorro privado. Si el gobierno federal implementa una política fiscal laxa, como la observada entre 2008 y 2016 (ver Figura 1), la cuenta corriente tiende a ser más deficitaria debido al menor ahorro público. Por su parte, cuando la política monetaria es acomodaticia, como la observada entre 2010 y 2016 (ver Figura 3), se desincentiva el ahorro privado y se fomenta la inversión, lo que también repercute en un mayor déficit de cuenta corriente. Conviene también recordar que la balanza comercial es uno de los componentes principales de la cuenta corriente, por lo que usualmente tienen el mismo signo.

En el caso de México, la caída en la producción petrolera que inició desde 2004, aunada a la caída de los precios del petróleo en 2014, llevaron a la balanza comercial petrolera desde una posición superavitaria a una deficitaria (ver Figura 5). Ello, en combinación con las políticas fiscal y monetaria laxas observadas en el mismo periodo, condujo a un incremento sustancial del déficit comercial y de la cuenta corriente. Como consecuencia de lo anterior, desde 2014 comenzó a registrarse un fuerte ajuste del tipo de cambio real que permitió revertir paulatinamente el déficit de la balanza comercial no petrolera. No obstante lo anterior, la balanza petrolera continuó volviéndose cada vez más deficitaria entre 2014 y 2018, como consecuencia del continuo deterioro en el desempeño productivo de Pemex.

Figura 5
Cuentas externas





Fuente (panel A): Banco de México. Fuente (panel B): inegi y Banco de México.

Después de años con déficit recurrentes, finalmente en 2019 la balanza comercial y la cuenta corriente sufrieron reversiones importantes y ambas se tornaron en superavitarias.⁴ Lo anterior se puede ver como el resultado combinado de dos factores fundamentales: la disciplina fiscal del gobierno y una política monetaria restrictiva. Esta combinación de políticas que fomentan el ahorro nacional y desincentivan la inversión, llevó a la balanza comercial no petrolera a un superávit de 27 mil millones de dólares en 2019. Un elemento importante en este resultado, fue la caída registrada en las importaciones de bienes de capital por alrededor de

⁴ La cuenta corriente para el periodo enero-septiembre de 2019 arrojó un ligero déficit de -0.2% del PIB. Esto reflejó un déficit en el primer trimestre y superávit en el segundo y tercero.

4 mil millones de dólares. Sin embargo, el rol primordial en el resultado superavitario de la balanza comercial, por el lado de las importaciones, lo jugaron las importaciones petroleras. De hecho, la fuerte caída observada en las importaciones totales por más de 9 mil millones de dólares se explica, en su mayor parte, por la disminución de las importaciones petroleras por alrededor de 6 mil 500 millones de dólares.

En este sentido, el superávit de la balanza comercial total en 2019 no se debió únicamente al resultado de la balanza no petrolera, sino que también contó con que se hubiera logrado finalmente revertir el deterioro de la balanza petrolera. Aunque las exportaciones petroleras cayeron en 4 mil 600 millones de dólares, consideramos que esto habría sido peor si la tendencia negativa en la producción petrolera hubiera continuado. Corregir la balanza petrolera es de suma importancia ya que incide sobre una de las causas fundamentales del desequilibrio macroeconómico observado en los últimos años. Es posible que en dicho resultado haya jugado un rol importante la política de fortalecimiento de Pemex que se ha implementado recientemente.

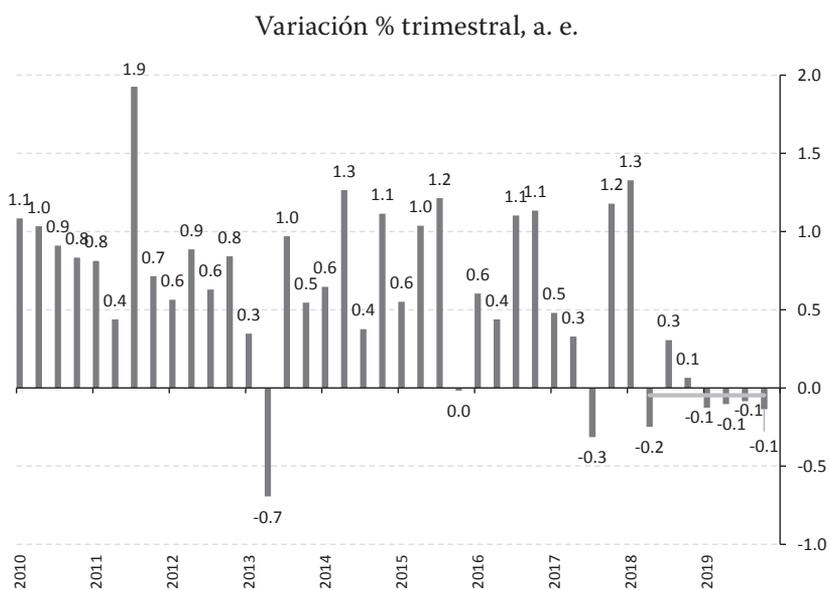
En resumen, las políticas fiscal y monetaria implementadas durante el primer año de la nueva administración federal, aunado al desempeño del sector petrolero, han permitido preservar los fundamentos económicos del país y mantener su estabilidad macroeconómica. Sin embargo, ello ha ocurrido en un contexto de estancamiento económico. La siguiente sección analiza los posibles factores detrás de dicho estancamiento.

3. Factores detrás del estancamiento económico de México en 2019

Durante 2019 la economía mexicana se estancó. El crecimiento que registró el PIB con respecto al año previo fue de -0.1%. Consideramos que dicho desempeño se explica por diversos factores tanto internos como

externos, algunos de los cuales son de naturaleza transitoria. Otros factores son de naturaleza más estructural, lo que podría incidir en las perspectivas de crecimiento en el corto y mediano plazos.

Figura 6
Producto Interno Bruto



Nota: La línea gris claro corresponded al promedio de los últimos 7 trimestres. a.e./ Serie con ajuste estacional.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacional de México (SCNM), INEGI.

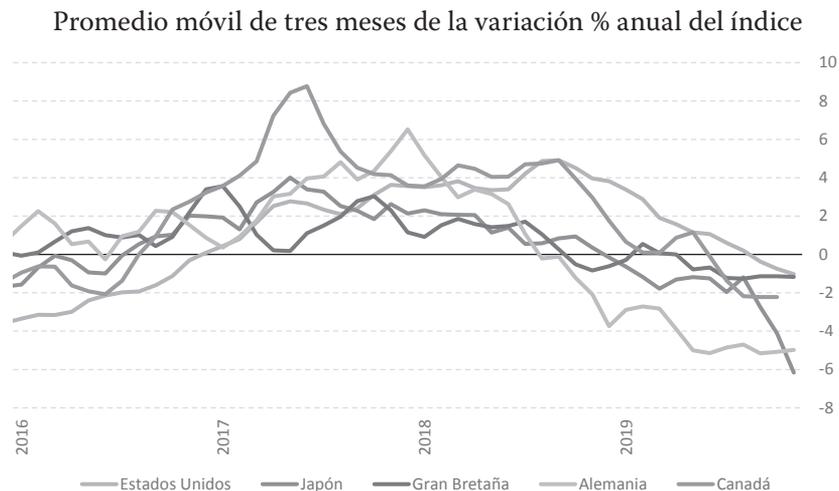
La Figura 6, muestra la evolución de la tasa de crecimiento trimestral del PIB en México. En ella puede constatar que durante 2019 el crecimiento trimestre a trimestre registró tasas muy cercanas o por debajo de 0%. Sin embargo, la figura también da constancia de que dicha debilidad comenzó a ocurrir desde el segundo trimestre de 2018, es decir, antes

de que el nuevo gobierno tomara posesión de la administración federal. Como veremos a continuación, ello sugiere que distintos factores, más allá de los asociados al propio cambio de gobierno, han jugado un rol importante en el actual episodio de desaceleración económica.

3.1 El entorno externo

Durante todo 2019, la actividad económica mundial se vio afectada por un entorno externo adverso. Después de un periodo de tasas de crecimiento económico relativamente altas, la economía global comenzó a desacelerarse desde mediados de 2018. A ello contribuyó un ambiente de negocios global deteriorado por las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, así como también por la incertidumbre con respecto a la posibilidad de una salida abrupta del Reino Unido de la Unión Europea, entre otros factores (véase Informe Trimestral julio-septiembre, Banco de México, 2019). En este contexto, el comercio mundial y la inversión se han visto afectados en la mayoría de los países, lo cual, a su vez, ha repercutido en un debilitamiento de la producción industrial mundial (Figura 7).

Figura 7
Producción industrial en el mundo

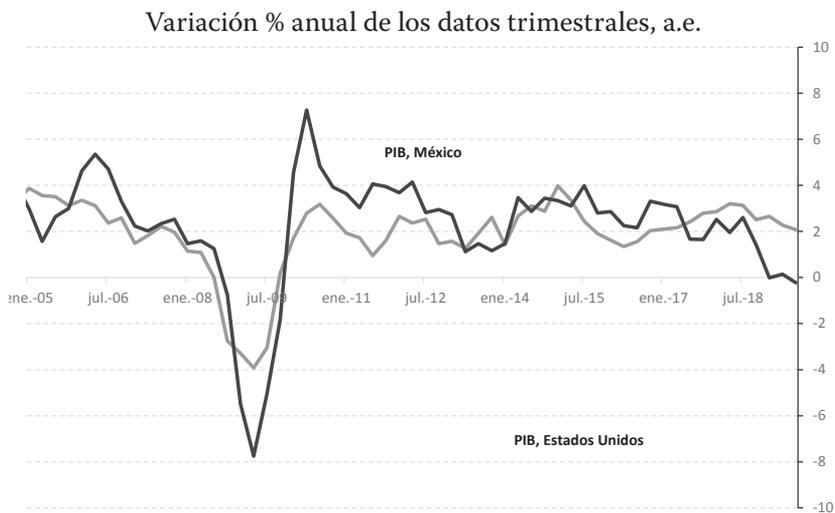


Fuente: elaboración propia con datos de OECD.

Por su parte, la economía mexicana continúa estrechamente ligada a la de Estados Unidos. La Figura 8 muestra la evolución de las tasas de crecimiento anuales del PIB real de ambos países, con cifras ajustadas por estacionalización. Durante muchos años ambas series han estado altamente correlacionadas, sin embargo, las trayectorias discreparon notoriamente en 2019: mientras que el PIB de Estados Unidos continuó creciendo por encima de 2%, la economía de México se estancó. El vínculo entre las dos economías, sin embargo, es más palpable en el sector manufacturero (ver Figura 9). Dicho sector no ha tenido un buen desempeño en el vecino país durante el periodo en cuestión. La tasa de crecimiento de la actividad manufacturera en Estados Unidos –en contraste con la evolución del PIB– ha venido cayendo desde mediados de 2018. Por su parte, la actividad económica en México –tanto manufacturera, como

total— también se ha debilitado en el mismo periodo. Lo anterior sugiere que las dos economías continúan estando estrechamente vinculadas y que, a pesar de que Estados Unidos en general ha continuado creciendo, es precisamente en el sector más claramente vinculado a la actividad en México en donde ha tenido un desempeño débil.

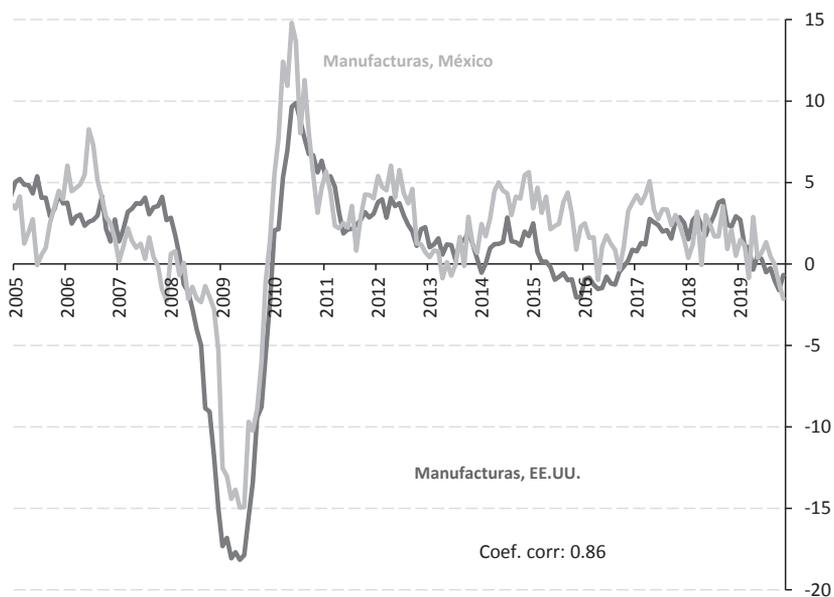
Figura 8
PIB real México y Estados Unidos



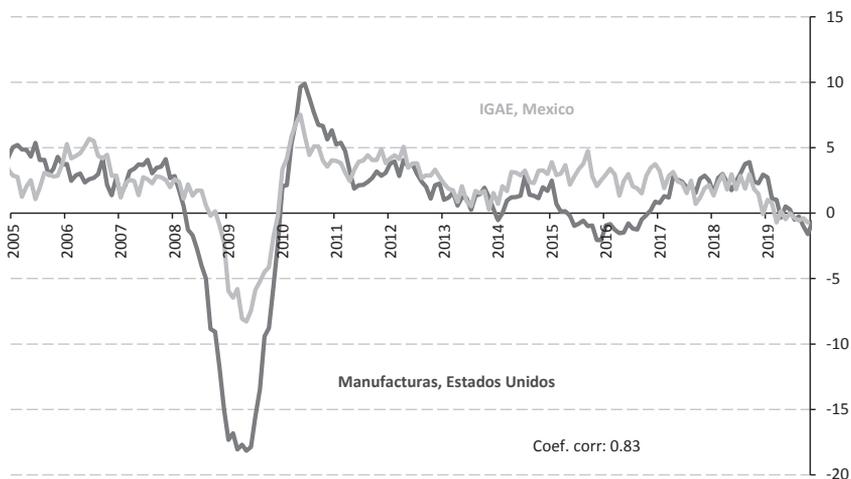
a.e. / La tasa de crecimiento se calcula con base en las series con ajuste estacional.
Fuentes: elaboración propia con datos del “Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI” y de “Federal Reserve Economic Data (FRED)”.

Figura 9
Vínculo entre las economías de México y Estados Unidos

a) Manufacturas en México y Estados Unidos
Variación % anual de los datos mensuales



b) Manufacturas en Estados Unidos e IGAE en México
Variación % anual de los datos mensuales

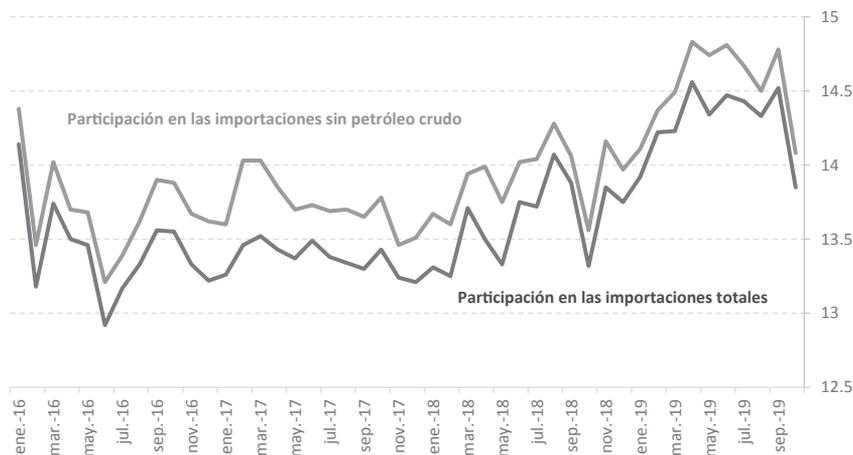


a.e. / La tasa de crecimiento se calcula con base en las series con ajuste estacional.

Fuentes: elaboración propia con datos del “Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI” y de “Federal Reserve Economic Data (FRED)”.

En adición a lo anterior, se ha registrado un fenómeno peculiar derivado de la guerra comercial entre Estados Unidos y China. No obstante la debilidad de las manufacturas en Estados Unidos, las exportaciones de México hacia dicho país han mantenido un cierto ritmo de crecimiento en el año. Ello se explica porque la participación de México en las importaciones totales de Estados Unidos ha venido incrementándose desde 2018 a raíz del incremento en las barreras comerciales en contra de China por parte de Estados Unidos (ver Figura 10). Ello ha permitido que la actividad manufacturera en México haya permanecido en zona de crecimiento durante la mayor parte del año, si bien a un ritmo menor que el registrado en años anteriores (Figura 11). Esto implica que, de no haberse registrado el fenómeno de desvío del comercio internacional en donde México ha resultado favorecido, el desempeño de la economía mexicana en 2019 podría haber sido incluso peor.

Figura 10
Participación de México en las Importaciones de Estados Unidos



Fuente: Banco de México, con base en el reporte "Importaciones de Estados Unidos de Productos Mexicanos".

Figura 11
México: Producción y Exportaciones Manufactureras



Fuente: elaboración propia con datos de INEGI. Nota: se muestra el promedio móvil de 3 meses de las variaciones porcentuales anuales de los datos mensuales de actividad manufacturera.

3.2 El cambio de gobierno

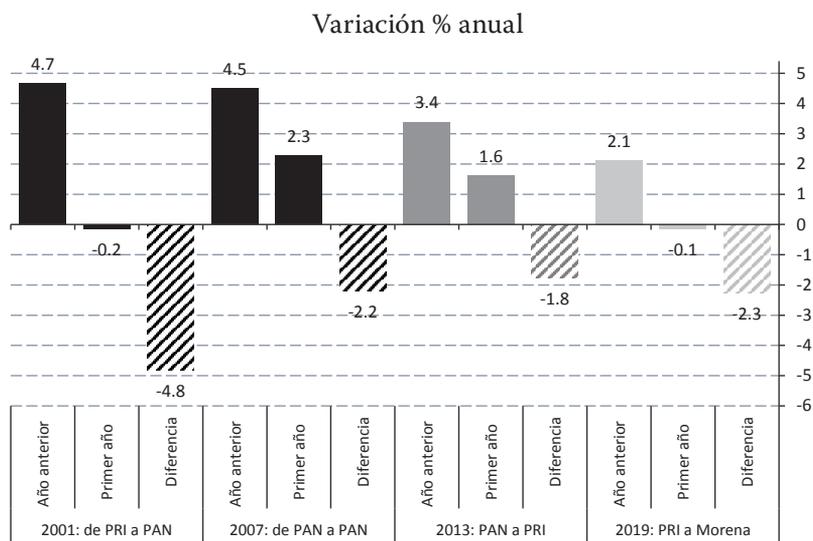
En México existe un fenómeno que relaciona al ciclo económico con el ciclo político. Esto se debe a que al inicio de cada nueva administración federal suele ocurrir una disminución importante en el ritmo de crecimiento con respecto al que cerró la administración anterior. Este fenómeno ha ocurrido en 9 de los últimos diez cambios de administración en México y, en su explicación, es necesario diferenciar entre al menos dos factores: uno asociado al cierre de la administración previa –impulsada, entre otras cosas, por el proceso electoral que le acompaña y por el cierre de obras de cierta relevancia– y otro asociado al gobierno que empieza. Este segundo elemento está asociado al hecho de que usualmente hay una mayor lentitud en el ejercicio del gasto por parte de las nuevas administraciones, además del hecho de que las obras significativas de la nueva administración apenas empiezan a planearse, por lo que la ejecución del gasto público en infraestructura también ocurre a una menor velocidad de lo habitual. Por supuesto, en algunas ocasiones también puede jugar un cierto papel el cambio de funcionarios asociado a estos procesos y, en ocasiones, una cierta inexperiencia para ejecutar los procedimientos necesarios para el ejercicio del gasto público. En general, esto implica una desaceleración en el gasto público que contribuye a una cierta desaceleración de la economía mexicana.

La Figura 12 compara el crecimiento del PIB del primer año de cada una de las últimas cuatro administraciones federales con el crecimiento del año previo. Observamos que, consistentemente, la tasa de crecimiento del PIB disminuye en cada uno de los casos.

Por su parte, la Figura 13 compara la evolución del PIB de México con el entorno externo prevaleciente al inicio de las distintas administraciones federales. El valor de la variable de cada uno de los episodios se normaliza al cuarto trimestre del correspondiente año electoral. El panel (a) de la figura muestra que en todos los episodios de cambio de gobierno

el PIB real se ha desacelerado en comparación con la propia dinámica que tenía en el año previo.

Figura 12
El crecimiento económico decae al principio de una nueva administración federal

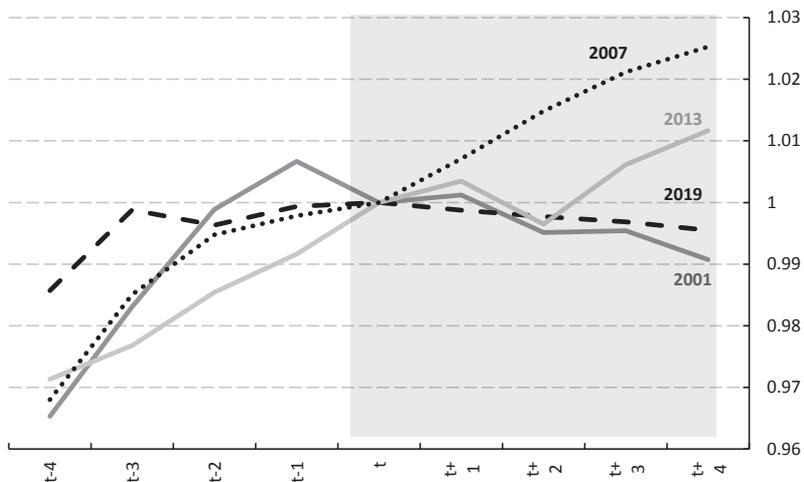


Fuente: calculado por los autores con datos de INEGI.

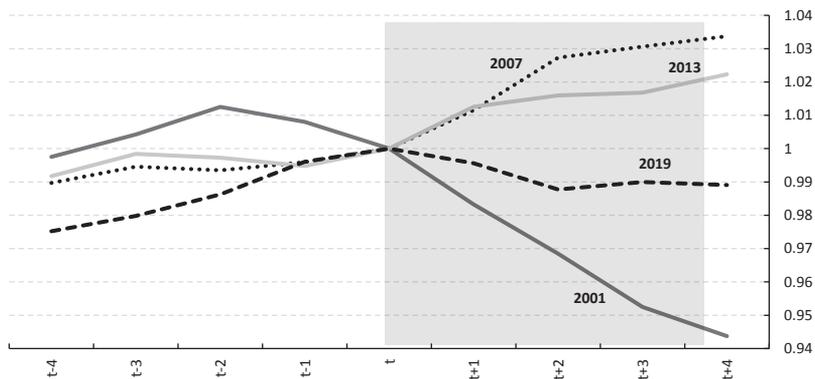
Figura 13
Desempeño económico y entorno externo
al inicio de administraciones federales

Índice relativo al cuarto trimestre del correspondiente año electoral. Se utilizan los datos trimestrales ajustados por estacionalidad

a) PIB real de México Producción



b) Manufacturera en Estados Unidos



Fuente: elaboración propia con datos de INEGI y FRED (Federal Reserve Economic Data).

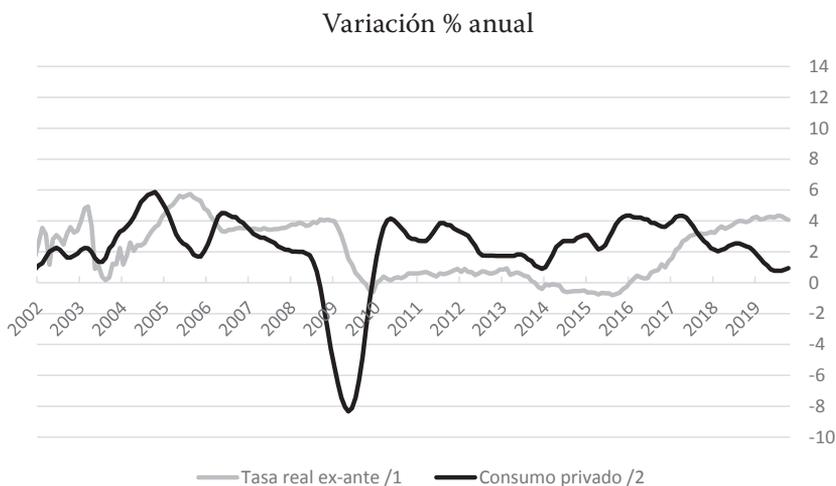
El entorno externo prevaleciente al inicio de cada una de las administraciones federales puede verse en el panel *b)* de la Figura 13. La figura muestra la producción manufacturera en Estados Unidos como *proxy* del entorno externo más relevante para México. En dicha figura es evidente que al iniciar los sexenios de 2001-2006 y de 2019-2024 la economía mexicana enfrentó condiciones externas menos favorables. Por su parte, las otras dos administraciones gozaron de una sólida expansión del sector manufacturero en el vecino país del norte, lo que en parte pudo ayudar a mitigar el efecto negativo del cambio en el gobierno.

3.3 La política monetaria restrictiva

Como ya se mencionó anteriormente, durante 2019 prevaleció una política monetaria restrictiva, lo que también contribuyó al estancamiento económico. Como explicamos, uno de los canales a través de los cuales la política monetaria puede afectar el crecimiento económico, es a través de su efecto sobre las decisiones de consumo e inversión.

Si bien el consumo está determinado por diversos factores –como por ejemplo, el ingreso real– una tasa de interés alta incentiva el ahorro de las personas e incrementa el costo de los créditos a los que pueden acceder. Ambos canales repercuten negativamente en el consumo. La Figura 14 sugiere que la tasa de crecimiento anual del consumo privado guarda una relación negativa con la tasa de interés real. En particular, la figura muestra que, durante un periodo que entre 2010 y 2016, la tasa de interés real permaneció en alrededor de 0%. Consecuentemente, en el mismo periodo, las tasas anuales de crecimiento del consumo privado fueron altas, fluctuando alrededor de 3%. Posteriormente, entre 2016 y 2019, la tasa de interés real se fue incrementando paulatinamente hasta superar 4%. Simultáneamente, el consumo privado se comenzó a debilitar, registrando incluso tasas cercanas a 0% en 2019.

Figura 14
Consumo privado



Notas: 1/ La tasa real *ex-ante* se calcula como la diferencia entre la tasa objetivo del Banco de México y la inflación esperada para los próximos doce meses por los analistas encuestados por Banco de México. 2/ La serie de consumo privado corresponde a la variación porcentual anual del indicador de tendencia de consumo privado calculado por INEGI.

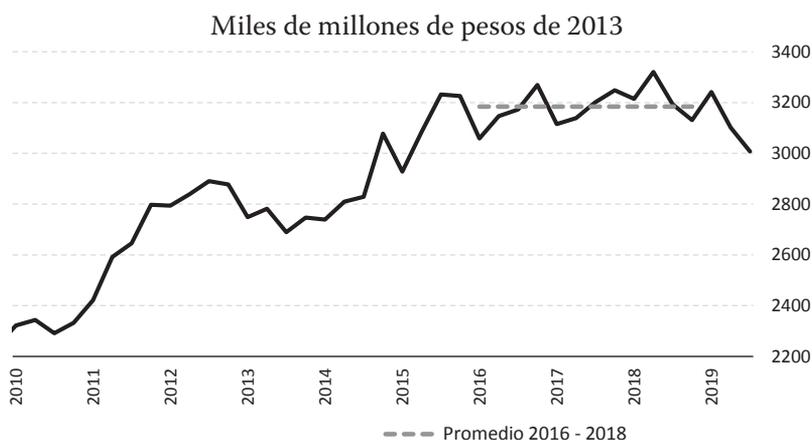
Fuentes: INEGI y Banco de México.

Un segundo canal a través del cual la política monetaria podría afectar el crecimiento económico, es a través de su efecto sobre la inversión. Desde luego, existen diversos determinantes de esta variable, entre los que destaca la incertidumbre respecto del futuro económico de un país. Sin embargo, la tasa de interés que ofrecen los bonos gubernamentales constituye una alternativa de bajo riesgo que permite que las personas obtengan rendimientos. Por ello, dicha tasa de interés constituye el costo de oportunidad de invertir en proyectos productivos. Para que un proyecto de inversión se lleve a cabo, la tasa de retorno esperada de dicho proyecto debería superar a la tasa de interés que ofrecen los bonos.

La Figura 15 muestra la evolución de la formación bruta de capital fijo realizada por empresas privadas en años recientes. En los datos, se aprecia que, a partir de 2016, cuando la tasa de interés real comienza a

incrementarse, la inversión también comienza a perder dinamismo. Se aprecia también que en 2019 se registró ya una caída en la inversión.

Figura 15
Formación bruta de capital fijo (privada)



Fuentes: INEGI.

Lo anterior sugiere que, en conjunto con el resto de determinantes, la elevada tasa de interés real también pudo haber contribuido a incidir en el lento dinamismo de la inversión en años recientes.

3.4 La confianza empresarial

Un factor adicional que también ha jugado un rol en la desaceleración registrada durante 2019, ha sido la disminución de la confianza empresarial. Sin embargo, consideramos que, a juzgar por los indicadores disponibles, la evolución de la confianza empresarial ha jugado un rol menos importante que el resto de los determinantes en el estancamiento mencionado.

La Figura 16 muestra la evolución del indicador de confianza empresarial del sector manufacturero calculado por INEGI, así como la de uno de sus componentes: el indicador de “momento adecuado para invertir”. Se observa que efectivamente dichos indicadores cayeron en la segunda mitad de 2019, sin embargo, sus niveles son superiores a los registrados a finales de 2016 y principios de 2017, cuando se vivía la incertidumbre relacionada con el futuro del Tratado de Libre Comercio de América del Norte. Asimismo, se observa que el indicador de “momento adecuado para invertir” tuvo una caída importante a mitad de año, pero que ha detenido su deterioro y, en los últimos meses, parece comenzar a revertir dicha caída. Esta caída en la confianza empresarial en México pudo haber sido afectada por algunas decisiones controversiales de la nueva administración. Entre otras, la cancelación del Nuevo Aeropuerto Internacional de la CDMX y el intento por iniciar un litigio con empresas transnacionales que habían obtenido contratos importantes para la construcción de gasoductos en el país.

Figura 16
Confianza empresarial



Fuentes: INEGI.

4. Consideraciones finales

En este trabajo hemos revisado brevemente el desempeño macroeconómico de México en 2019. Dicho año se caracterizó, por el lado positivo, por la preservación de los fundamentos macroeconómicos; y por el lado negativo, por la prolongación del estancamiento económico que empezó en 2018. La pregunta clave es, dado el análisis que aquí se ha realizado, qué podemos esperar hacia adelante.

En cuanto a las perspectivas de crecimiento para México en el mediano plazo, consideramos que éstas son relativamente positivas. Por un lado, algunos elementos del entorno externo parecen ser más favorables que en 2019, mientras que, por el otro, algunos de los factores internos que afectaron la actividad en 2019 dejarán de ser un obstáculo en el futuro cercano.

En cuanto al entorno externo, recientemente se logró la aprobación del Tratado de Libre Comercio México-Estados Unidos-Canadá (T-MEC) por parte del congreso y el senado estadounidenses, lo que otorgará un nuevo marco normativo y mayor certidumbre a las inversiones realizadas en México. Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se han reducido tras haberse alcanzado un acuerdo preliminar entre los dos países. Además, las perspectivas de que se logre un acuerdo final han mejorado sustancialmente. Por otro lado, el Reino Unido finalmente logró un acuerdo que garantiza su salida ordenada de la Unión Europea, lo que también ha retirado un componente de incertidumbre del entorno externo. Finalmente, la Reserva Federal, ante las perspectivas de bajo crecimiento mundial y baja inflación, redujo su tasa de interés y se espera que la mantenga en niveles bajos hacia adelante.

Es claro que día con día surgen acontecimientos que afectan el entorno externo, lo que da cuenta del reto que siempre constituye el entorno externo para la toma de decisiones de política económica. Sin embargo, consideramos que México ha resuelto favorablemente dos importantes

fuentes de incertidumbre que provenían de su relación con el exterior: la ratificación del T-MEC y la amenaza de aranceles por parte del gobierno de Estados Unidos ante el incremento en la migración centroamericana hacia dicho país. En ambos casos México logró establecer acuerdos, cumplió con sus compromisos y eliminó de manera estructural estas amenazas y fuentes de incertidumbre. En ese sentido, a diferencia de lo ocurrido en 2016, esta vez no se espera que el proceso electoral en Estados Unidos afecte de alguna manera a la economía mexicana.

En lo que respecta a los factores internos, consideramos que la mayoría de los factores que afectaron el crecimiento en 2019 ya no estarán presentes hacia adelante. El efecto negativo asociado al cambio de gobierno típicamente ocurre sólo durante el primer año. Además, se espera que la política fiscal sea menos restrictiva que el año pasado al plantearse como objetivo un superávit primario de 0.7% del PIB, un monto ligeramente menor que 1% de 2019. Por su parte, la política monetaria mantiene un espacio importante para reducir la tasa de interés. Se anticipa que dicha reducción podrá concretarse siempre y cuando ello no ponga en riesgo la consecución del objetivo de inflación.

En síntesis, las expectativas de crecimiento de mediano plazo para la economía mexicana son mejores de lo que eran hace un año. La preservación de los fundamentos macroeconómicos, una política fiscal prudente y una política monetaria comprometida con la estabilidad de precios, garantizan el sostenimiento de la estabilidad macroeconómica. La mejoría de las condiciones en el ámbito externo y la menor relevancia de algunos factores internos que contribuyeron al estancamiento, también serán un factor que seguramente ayudará a mejorar las perspectivas económicas para México en el mediano plazo.

Post Scriptum (abril 2020)

A principios de 2020 el mundo se enteró de la existencia de un nuevo virus (coronavirus COVID-19) para el cual no había cura y cuyo alcance y nivel de contagiosidad aún era desconocido. Para fines de febrero el virus se había comenzado a propagar a nivel mundial y había causado suficientes víctimas como para volverse una preocupación global. En marzo de 2020 el virus golpeó con una fuerza inusitada a varios países europeos y comenzó su diseminación por Estados Unidos y varios países latinoamericanos. A mediados de marzo, el COVID-19 fue declarado por la Organización Mundial de la Salud (OMS) como una pandemia. La rápida propagación del virus retaba y ponía en riesgo la capacidad sanitaria instalada de todos los países. Las altas tasas de letalidad del virus en países avanzados como Italia y España prendieron las alertas en todo el mundo. La respuesta de los diferentes gobiernos no se hizo esperar: suspensión de actos públicos y de concentraciones masivas –conciertos, espectáculos deportivos...–, suspensión de clases y reducción significativa de la actividad económica para evitar desplazamientos de la población, en algunos casos cancelación de vuelos internacionales y, en el extremo, las declaratorias de toque de queda o de encierro (*lockdown*) de poblaciones o regiones enteras. Todo esto se tradujo en una interrupción significativa de la actividad económica a nivel mundial. Los costos económicos tanto del virus en sí como de las decisiones que se han tomado para tratar de contener su propagación es algo que aún está por verse. Por lo pronto, todos los escenarios económicos han cambiado drásticamente y ya se anticipa una recesión mundial en 2020.

México, por supuesto, ha sido parte de este fenómeno mundial. Aún no tenemos una idea clara del impacto que tendrá el COVID-19 en materia de salud en México. Al momento de escribir estas líneas el impacto es aún moderado, pero se anticipa que las semanas más difíciles apenas están por llegar. Por su parte, la actividad económica ya ha sido parcialmente deteni-

da, aunque los estragos económicos ya se empiezan a percibir en diferentes sectores y regiones del país. La industria más afectada hasta ahora es la turística, así como el sector de transportación aérea. En las semanas subsecuentes se anticipa que otros sectores irán siendo afectados conforme se prolongue la decisión de suspensión o cancelación de actividades. Esta situación afectará evidentemente las estimaciones de crecimiento económico para 2020 y quizá para 2021. A la fecha, las estimaciones más comunes para México sugieren que tendremos una contracción económica de entre 4 y 8% para 2020. Estas estimaciones, sin embargo, aún se enfrentan a un alto grado de incertidumbre, ya que nadie sabe con certeza cuando se empezará a regularizar la actividad económica tanto en México como en el resto del mundo. Entre más se prolongue el reinicio de actividades, más alto será el costo económico de la suspensión. El reto evidente será evitar que esta crisis económica se convierta en una crisis financiera, lo que aumentaría significativamente los costos económicos. En cualquier caso, el riesgo de mayores costos y pérdidas económicas está latente, no sólo en México sino en todo el mundo.

Todo lo anteriormente descrito evidentemente modifica el panorama que planteamos en las consideraciones finales del documento original. Sin embargo, la esencia del análisis de lo ocurrido en 2019 se mantiene. Si acaso, ahora es más importante que nunca el hecho de que se hayan logrado preservar los fundamentos macroeconómicos del país. Por un lado, la posición fiscal del gobierno indica que podría haber espacio para usar la política fiscal como una herramienta contracíclica. Por el otro, el margen que aún tiene la política monetaria es suficiente amplio como para que también pueda contribuir en este sentido, sin que ello signifique poner en riesgo el objetivo de inflación. De hecho, algo que podemos anticipar desde ahora es que el costo de la crisis que se avecina será en algún sentido muy distinto al de la crisis de 1994-1995. En aquel entonces, la inestabilidad económica y financiera se tradujo, no sólo en una caída importante del producto, sino en una elevada inflación; que afectó significativamente el nivel de vida de amplios segmentos de la población. Esto a su vez condujo a un muy importante aumento en las tasas de pobreza en todo el país. En

contraste, en 2020 podemos anticipar que esto no será así. La inflación se mantendrá bajo control y el costo económico no será generalizado, sino que tenderá a concentrarse en ciertos sectores y segmentos de la población. Esta situación debe tratar de atenuarse con instrumentos de política fiscal, industrial y crediticia muy bien dirigidas, de tal manera que permitan mitigar los costos económicos y sociales que sin duda ocurrirán. Sin embargo, dentro de todo, es posible anticipar que dichos costos serán menores de los que habrían ocurrido si esta crisis nos hubiera alcanzado con un contexto macroeconómico diferente.

Referencias

- Abbas, S., Pienkowski, A., & Rogoff, K. (Edits.). (2019). *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford University Press.
- Aizenman, J., & Marion, N. (2011). Using inflation to erode the US public debt. *Journal of Macroeconomics*, 33(4), 524-541.
- Arellano, C. (2008). Default risk and income fluctuations in emerging economies. *American Economic Review*, 98(3), 690-712.
- Banco de México (2019). *Informe Trimestral julio-septiembre*. Banco de México.
- Bianchi, F., & Melosi, L. (2019). The dire effects of the lack of monetary and fiscal coordination. *Journal of Monetary Economics*, 104, 1-22.
- Christiano, L., Eichenbaum, M., & Evans, C. (1999). Monetary policy shocks: What have we learned and to what end? *Handbook of macroeconomics* (1), 65-148.
- Hall, R. (2011). The long slump. *American Economic Review*, 101(2), 431-69.
- Kaplan, G., Moll, B., & Violante, G. L. (2018). Monetary policy according to HANK. *American Economic Review*, 108(3), 697-743.
- Laubach, T., & Williams, J. (2003). Measuring the natural rate of interest. *Review of Economics and Statistics*, 85(4), 1063-1070.
- Mendoza, E., & Yue, V. (2012). A general equilibrium model of sovereign default and business cycles. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(2), 889-946.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). (2020). Comunicado No. 011. *Informes sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública al Cuarto Trimestre de 2019*.