



# CEMPE

CENTRO DE MODELÍSTICA Y  
PRONÓSTICOS ECONÓMICOS



UNAM

LX Reunión Trimestral del Centro de Modelística y Pronósticos Económicos

## Deuda y Mercados Financieros en México: Análisis de Riesgo

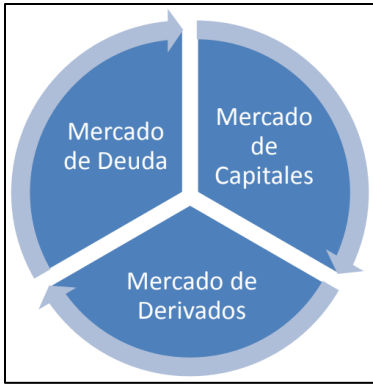
Ricardo Arriaga Campos

El Centro de Modelística y Pronósticos Económicos (Cempe) de la Facultad de Economía de la UNAM efectuó su LX reunión trimestral (segunda de 2018) “Deuda y mercados financieros en México: análisis de riesgo”, edición que contó con la participación de los académicos Gabriel Rodríguez García (con la ponencia Mercados financieros: riesgos para México), Javier Galán Figueroa (Riesgos de corto plazo de la economía mexicana), Miguel González Ibarra y David Ochoa León (Riesgos financieros para la economía mexicana), así como del coordinador del Cempe, Eduardo Loría Díaz de Guzmán, quien expuso el tema: Riesgos Fiscales en México.

### El problema de la gran deuda pública mexicana

Gabriel Rodríguez García advirtió al inicio de su exposición que los mercados financieros suelen sesgar información y evidencia de lo que se prevé que ocurra en temas de la economía real, de modo que hablar de los mercados financieros es motivo para referirse en particular de los riesgos para nuestro país. Así, planteó el cuestionamiento de ¿por qué una visión de riesgos de los mercados financieros?, lo cual obedece a tres razones principales: a) las expectativas que los agentes económicos que participan en la economía real tienen sobre variables financieras, sobre tipos de cambio, sobre tasas de interés, sobre precios económicos y sobre cualquier activo cuyo precio está reflejado en el mercado; ello nos permite tener información valiosa, b) las señales de alerta en indicadores clave del desempeño económico (tasas e índices de mercado) y c) existe información oportuna de los eventos porque las cotizaciones en los mercados financieros ocurren en todo momento, es decir que si se logra a través de los mercados financieros y de la información que estos generan, obtener señales de alerta e indicadores de desempeño, como son las tasas, los precios y los índices, entonces la siguiente labor será encontrar si nos están dando información oportuna para tomar decisiones sobre consumo e inversión, pero no solo ello, sino también para conocer cuál es el ciclo sobre el cual va a girar la economía. Siguiendo estos principios, los mercados financieros –que todo economista y todo académico que se dedica estos temas debe conocer– son tres: el mercado de deuda global, en donde se colocan emisiones de deuda y se pagan tasas de interés, b) el mercado de capitales, donde se colocan no solo acciones, sino también índices, replicadores de algunos activos y canastas de acciones, c) el mercado de derivados, donde se colocan coberturas sobre tasas de interés y tipos de cambio. Si hay mucha información detrás de estos mercados es importante analizarla, de ahí la dinámica de la presentación, dijo Gabriel





Rodríguez, en la que es importante referirse al mercado de deuda global, que es el mercado financiero más grande del planeta porque tiene un valor a precios de mercado al cierre 2017 de 210 trillones de dólares, es decir, estaríamos hablando de tres veces el Producto Interno Bruto global de todas las economías del mundo. Seguido del mercado de deuda, encontramos al segundo mercado más importante, el de capitales, cuyo valor a capitalización de mercado asciende a 73.2 trillones de dólares, en tanto que el GDP Global es de 76 billones de dólares. Siguiendo este esquema –acotó– nosotros tenemos que mirar

hacia otro lado que los mercados financieros, es decir, hacia el mercado de los derivados, el cual, con cifras a valor nacional de contratos asciende a los 544 trillones de dólares, esto es, una relación casi ocho a uno, tan solo en el mercado de derivados respecto de lo que existe en producción real de bienes y servicios. Si son mercados tan grandes, entonces hay información valiosa –que tienen los agentes financieros– que se puede recuperar para intentar anticipar ciclos y puntos de giro en las tendencias de la economía, con especial interés en la economía nacional.

Al respecto agregó que con datos de la Federación Mundial de Bolsas en su informe anual de 2017 se encuentra que México, entre las bolsas de América Latina y del continente, ocupa la quinta posición; nuestra Bolsa Mexicana de Valores es la quinta más importante, representa un crecimiento del 12.5% en valor de capitalización de mercado, es decir, en apreciación por precios en lo que va 2016 a 2017, y lo que es relevante es observar que el número de acciones listadas, o el número de empresas listadas en el mercado accionario mexicano, tan solo es de cinco nuevas acciones (pero una de ellas no es considerada por no ser bursátil bajo los cánones que marca la Bolsa Mexicana de Valores). De esta forma, el mercado de deuda global –como ya se dijo– es el mercado de inversiones tradicionales más grande del mundo; el caso mexicano ocupa la cuarta posición del mercado de bonos de América Latina. El mercado de bonos mexicano es un mercado en el cual se han colocado 200 emisiones de nuevos bonos en lo que va de 2016 a la fecha, y estas nuevas emisiones están siendo

### México en los Mercados accionarios de América

**Domestic Market Capitalisation**  
(USD millions)

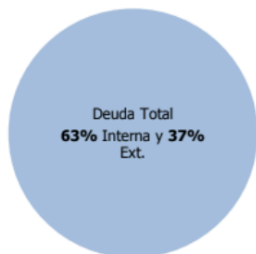
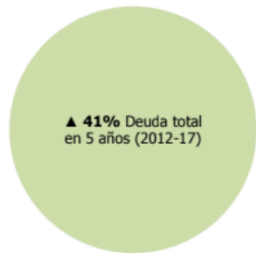
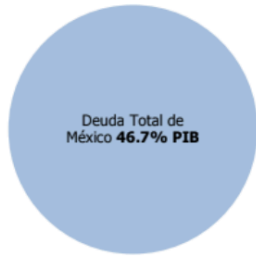
Exchange	End 2017	% change 2017/2016
<b>Americas</b>		
NYSE	22,081,367.0	12.8%
Nasdaq - US	10,039,335.6	29.1%
TMX Group	2,367,131.6	10.9%
B3 SA Brasil Bolsa Balcao	954,711.1	28.1%
<b>Bolsa Mexicana de Valores</b>	<b>417,021.6</b>	<b>12.5%</b>
Bolsa de Comercio de Santiago	294,675.8	29.3%
Bolsa de Valores de Colombia	121,477.1	17.0%
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	108,739.9	103.9%
Bolsa de Valores de Lima	99,218.6	19.9%
Bermuda Stock Exchange	2,874.8	14.1%
<b>Total region</b>	<b>36,486,553.1</b>	<b>17.4%</b>

Fuente: World Federation of Exchanges - Annual Statistics Guide 2017

**Market capitalisation of new listings**  
(USD millions)

Exchange	End 2017
<b>Americas</b>	
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	6,480.9
Bolsa de Valores de Colombia	0.0
Bolsa de Valores de Lima	212.9
<b>Bolsa Mexicana de Valores</b>	<b>16,415.2</b>
TMX Group	20,260.0

Fuente: World Federation of Exchanges - Annual Statistics Guide 2017



concentradas por solamente algunos emisores, el principal de ellos es el gobierno federal, es decir que venimos de un proceso de abaratamiento de capital en el mercado de capitales debilitado desde 2016, pero un proceso de colocación de deuda que ha crecido gradualmente porque, con valores al cierre de 2018 la proporción de deuda colocada en México, hay bonos colocados a tasa fija que representan el 28.6% de la deuda total colocada de 2016 a la fecha, que es a tasa fija pero ocurre que en México la deuda total asciende a 64.7%; tenemos un problema de deuda, la más alta en la historia, y tenemos también que en los últimos cinco años del sexenio actual ha crecido el nivel de deuda 41%, que si se le ve como un agregado total, tenemos que la deuda total representa 63% deuda interna y 37% deuda externa.

Precisó que de acuerdo con estas cifras, con datos del último reporte de Hacienda, hemos llegado a una deuda histórica de cerca de 11 billones de pesos, que significa que hay colocación de deuda creciente en la economía, donde hay solo cuatro nuevas acciones listadas, en tanto que hay 833 bonos nuevos colocados, muchos de ellos del gobierno federal.

El primer riesgo es el problema de la deuda, que es el mecanismo tradicional para levantar financiamiento. En este mercado se financian el gobierno federal y las empresas, las corporaciones, las entidades financieras y no financieras. Cada uno de ellos enfrenta ciertos perfiles de riesgo crediticio, y en

función de su perfil de riesgo es como logran colocar capital en el mercado y pagar una tasa. En México tenemos otro riesgo, que tiene que ver con la estructura temporal de las tasas de interés, la cual es el acomodo en tiempo dados los plazos de las tasas que pagan los bonos gubernamentales desde un mes hasta 30 años. Quienes vemos la dinámica económica desde los mercados financieros, siempre estamos pensando en una curva con pendiente positiva, bajo la lógica de las expectativas racionales. El inversionista está dispuesto a invertir en el largo plazo si y solo si es compensado por una tasa variable, pero en México tenemos un problema que comenzó en 2016: la curva se ha empezado a aplanar, lo que significa que el interés de las tasas de largo plazo y de corto plazo se ha reducido, una mala señal porque la curva (respecto de tasas de interés de hace un año, línea azul tenue en la gráfica, y las actuales, línea azul oscura) se ha aplanado y en algunos meses es una curva invertida; esto se puede traducir en que el gobierno federal tiende a

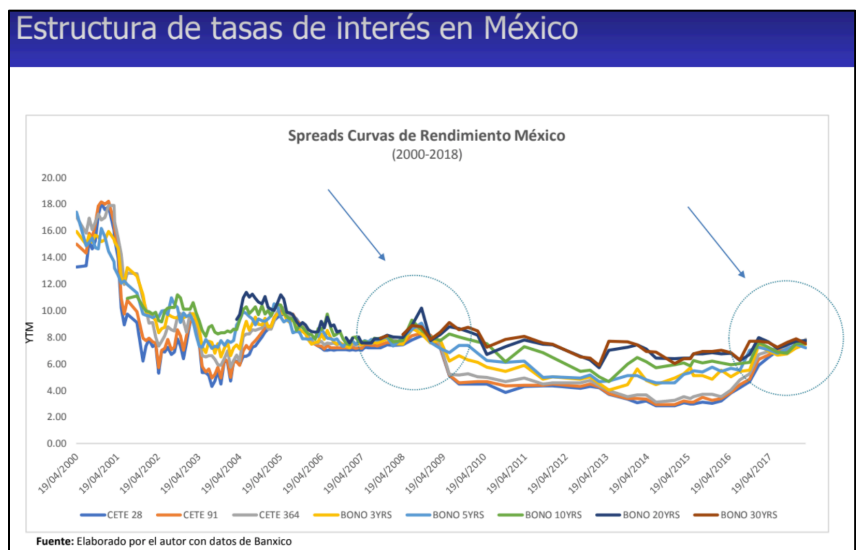


endeudarse a una tasa más alta a un mes que a una de 30 años. Ilustró, con datos del Banco de México, toda la estructura temporal de las tasas de interés históricas de México; lo que se observa en la gráfica son las emisiones principales en el mercado local desde 28 días hasta el bono de tasa fija a 30 años. Comentó en ese sentido que se han colocado muchas emisiones de deuda en México, y la deuda ha llegado a una cifra histórica, pero además de eso lo que está ocurriendo es que nos tocó (como indican las flechas con círculo de la gráfica) vivir la crisis de 2008: el spread de las tasas de interés es amplio cuando estamos en tiempos de un ciclo económico en expansión y auge, es decir, la diferencia en tasa de corto, mediano y largo plazo es amplia, lo que se mide en spreads, que pueden pasar de auge y expansión a desaceleración y recesión. En este escenario, con cifras a mayo de 2018, el spread se está reduciendo; tenemos un spread que tiende a cero y que es la primera señal de riesgo desde los mercados financieros.

Otra información que documentó gráficamente es la relativa a bonos del gobierno de EU, las deudas del tesoro y los bonos gubernamentales de largo plazo; lo que ocurre es prácticamente lo mismo: la crisis de 2008, reducción de los spreads a cero y desde finales de 2017 reducción de los spreads, no es casualidad que a finales de febrero y con la corrección del primer trimestre de 2018, el Dow Jones perdiera 400 puntos un día, 200 puntos otro día, y el Standard & Poor's siguiera la misma dinámica. El mercado financiero lanza señales, los agentes que están operando en el mercado financiero las detectan y dichas señales son particularmente similares a lo que ocurrió en 2008.

Más adelante mostró un análisis del mercado de capitales, y refirió que si nosotros hubiéramos invertido el día 21 de enero de 2013 en la Bolsa Mexicana de Valores en directo, de acuerdo con el IPC, que es una muestra representativa de las acciones más bursátiles, y lo hubiéramos mantenido en el tiempo hasta hoy, el rendimiento hubiese sido cero, es decir que desde 2013 hasta la fecha la dinámica del índice principal de nuestra Bolsa Mexicana de Valores, que refleja el comportamiento del mercado accionario local, ha sido de pico y retroceso.

Se refirió, por otro lado, al índice que representa a las acciones industriales más importantes de Estados Unidos, el Dow Jones, e indicó que la dinámica que ha seguido es totalmente distinta a la que ha seguido el IPC. A la luz de la gráfica, desde 2010 se percibe una tendencia al alza, luego un momento de cambio de tendencia, que marca también un cambio de ciclo que coincide con la corrección de mercado de febrero y de cierre del primer trimestre. Ocurre también que los reportes corporativos de las empresas han sido muy positivos, han superado las expectativas, pero eso ya



no es catalizador de que la dinámica bursátil siga estando al alza. Estamos entrando en una etapa en la cual hay un cambio de ciclo financiero, pero no solo eso, sino que hay un cambio en la dinámica de la estructura de las tasas de interés, que se están aplanando en sus curvas, de modo que los resultados corporativos ya no son catalizador de buenos resultados en las operaciones bursátiles.

Finalmente comentó que la relación que existe entre los ciclos financieros y los ciclos económicos permite saber si existe una relación de oportunidad, es decir que los ciclos financieros medidos a través de los índices pueden ayudar a anticipar con oportunidad los ciclos económicos de la economía mexicana. Es posible conocer dichos ciclos en términos de conformidad (movimientos en la misma dirección) y sincronía (movimientos en la misma dirección y en tiempo), los movimientos accionarios anticipan los ciclos económicos. Tenemos en promedio, a través de los ciclos financieros, entre 5 y 4.5 meses el registro de cambio de giro. Haciendo este ejercicio, con los últimos datos a mayo, se prevé un cambio de giro para entrar en una fase de desaceleración y de potencial recesión, esta última ha aumentado en su posibilidad para la economía local, con estimaciones a la baja también del producto interno bruto, todo visto a través de índices accionarios.

Concluyó señalando que en gran medida los ciclos financieros capturados por los índices accionarios logran anticipar hasta con cinco meses ciclos económicos de la economía mexicana, como se observa en las crisis de 2000 y 2008. El Dow Jones y el IPC adelantan con un promedio de cuatro meses y medio los cambios de ciclo. Tenemos en resumen, visto a través de los mercados financieros, dos serios problemas, uno relativo a la estructura temporal de tasas de interés y la reducción de los spreads, y segundo, visto a través del mercado accionario, un cambio en el ciclo económico para entrar en una fase desaceleración y de potencial recesión.

## Riesgos de corto plazo de la economía mexicana

En su exposición, Javier Galán Figueroa advirtió que para hablar de deuda y mercados financieros es conveniente partir del contexto y un aspecto de la economía por el cual los agentes y los consumidores toman decisiones de manera intratemporal y se enfrentan al factor de la incertidumbre, misma que da lugar a la especulación, de la cual, a su vez, surge el riesgo. En suma, ¿cómo tomamos decisiones en un ambiente incierto?, cuestionamiento que lleva a considerar el papel de las expectativas y cómo estas han evolucionado.

Entre los muchos riesgos que podrían afectar a la economía mexicana, Galán Figueroa señaló que en primer lugar tenemos a un agente (EU) que impone agenda, que no escucha, que no considera otras agendas, y eso ha generado infinidad de riesgos e incertidumbre financiera, en la volatilidad del tipo de cambio, en la renegociación del TLCAN, en los precios de los combustibles, en el sistema de pagos. Hoy tenemos tres jugadores importantes (China, Rusia, Norcorea) que no sabemos qué están





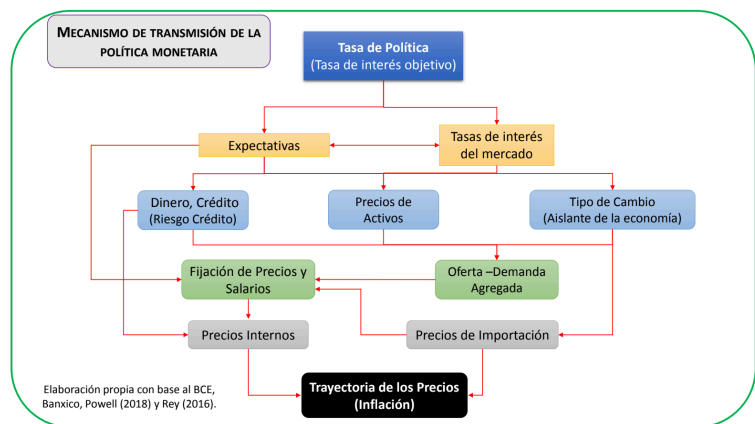
tramando o qué tipo de juego están jugando. La elección presidencial es otro factor que incide en la economía, aunque no se ha reflejado en ciertas variables, pero por ello es conveniente analizar el contexto desde la mirada de la política monetaria.

Se refirió a tres tipos de variables: el dinero o crédito, los precios de activos y el tipo de cambio, los cuales pueden influir en que una empresa o un país caigan en suspensión de pagos, que quiebren (aunque se pudiera pensar que los países no pueden quebrar, sí es posible, como le ocurrió a México en 1982, a Argentina, etc.). Para ello –dijo– es necesario entender el significado del concepto “riesgo país”, que se refiere al indicador de cómo la economía se está desempeñando, cuál es su salud financiera. El riesgo país no es otra cosa que la probabilidad de que un país incumpla sus obligaciones financieras, y ello tiene repercusiones, en primer lugar, sobre el tipo de cambio, pero también sobre la tasa de interés, la deuda pública y el flujo de capital. Por otra parte, si una economía no crece, cómo van a llegar los capitales, si los habitantes no tienen ingreso suficiente para consumir, cómo van a llegar las empresas a instalarse. De ahí la importancia de elevar el nivel de vida de la población. Inclusive por eso está siendo un tema de la renegociación del TLCAN, es decir el nivel de ingreso de la mano de obra como una ventaja competitiva, y por eso es que se ha manejado la propuesta de que el salario mínimo del sector automotriz sea de 15 dólares.

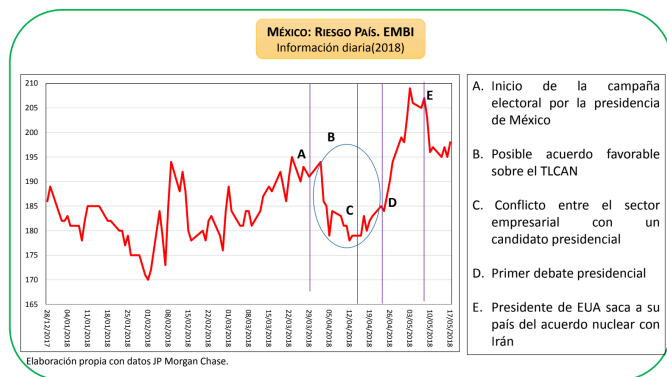
Otro factor es la estabilidad política; si esta no existe en la economía, el riesgo país se eleva, por lo cual el gobierno debe generar incentivos para invertir y propiciar una sinergia positiva.

Un factor que siempre ha provocado problemas es la corrupción y la apatía ciudadana; si el ciudadano es apático, si no participa en las decisiones políticas, también se refleja en la condición del país.

En síntesis, esquematizó los factores para medir el riesgo de cualquier economía como: crecimiento de la economía, política monetaria (inflación, política cambiaria, nivel de reservas), ingreso per cápita, política fiscal (restricción presupuestal del gasto publico, nivel de endeudamiento público), estabilidad política (instituciones públicas), gobierno (burocracia, incentivos para invertir), corrupción, actitud ciudadana a los factores políticos, sociales y económicos.



Planteó el escenario del riesgo país de México en el momento en que inician las campañas presidenciales, cuando se anunció que había un posible acuerdo del TLCAN, lo que genera expectativas y la caída del riesgo país, pero después de esa fecha este parámetro empieza a elevarse, y los factores que se conjugan son: el inicio de la campaña electoral por la presidencia, un posible acuerdo favorable sobre el TLCAN, el conflicto entre el sector empresarial con un candidato presidencial, el primer debate presidencial y el hecho de que el presidente de EU sacara a su país del acuerdo nuclear con Irán.



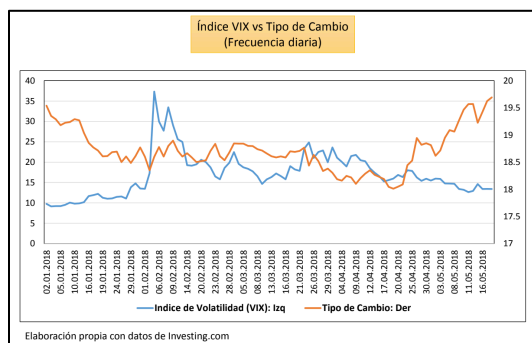
Otro aspecto es la tasa de interés, la que utiliza el gobierno mexicano para aplicar su tasa de política. En 2008 se empieza a incrementar y se inicia un diferencial entre la tasa objetivo y la del bono a 10 años. Hasta junio de 2013 se cierra la brecha al bajar la tasa de interés. Ahora vemos que el rendimiento del bono a 10 años, la tasa de fondeo y la tasa objetivo están caminando de la mano, aunque se necesita el análisis de un

periodo más largo para ver si eso se consolida o no. La tasa objetivo o la tasa de política –precisó– no es otra cosa que la preferencia revelada del Banco Central, que está expresando cuál va a ser su postura.

Ilustró gráficamente que por otro lado se tiene el diferencial entre el bono a 10 años mexicano y el de Estados Unidos. Ese diferencial es la brecha que hay entre el riesgo país y el bono de referencia, si se amplía, mientras más grande sea, va a permitir más captación de capital del exterior, mientras que si se reduce hay salida de capitales. Por eso cuando EU sube su tasa de interés, México la tiene que seguir, porque si no lo hace se cierra esa brecha.

Otro elemento es la deuda, que evidentemente ha aumentado, pero ha iniciado un proceso de reducción, además de que no tenemos vencimientos fuertes en el corto plazo, y eso es un manejo de finanzas. Si aquellos fueran a corto plazo, sí tendríamos una presión fuerte.

Otra variable es el tipo de cambio *versus* volatilidad de confianza o de temor, que se calcula con el índice VIX o “índice de miedo”, para visualizar expectativas negativas y positivas.



México: Análisis de volatilidad del Tipo de Cambio			
Periodo	Buenas Noticias	Malas Noticias	Persistencia de Volatilidad
Diciembre 2017	0.291	0.425	0.827
Enero 2018	0.301	0.397	0.836
Febrero 2018	0.304	0.399	0.825
Marzo 2018	0.329	0.4	0.805
Abril 2018	0.339	0.39	0.798
15 Mayo 2018	0.331	0.374	0.809

En la más reciente minuta del Banco de México se menciona expresamente que los mercados tienen la expectativa de una sorpresa inflacionaria en Estados Unidos, se espera una inflación, lo que, además de la reacción que deberá tener el Banco Central, podría indicar que la Reserva Federal aún seguirá elevando su tasa de interés de referencia, obligando así al Banco de México a elevar la tasa interés objetivo a fin de garantizar que el diferencial de los rendimientos no se cierre y por ende no se genere fuga de capitales. Entre los comentarios finales, además de este último señalamiento, indicó que dado que México es una economía pequeña, que somos tomadores de precios, es decir, sin

suficiente poder de mercado para incidir sobre los precios de los activos y de los bienes, los principales riesgos que enfrenta en el corto plazo son: los choques externos, en particular las decisiones que tome la presidencia de Estados Unidos en materia comercial, militar, ambiental, entre otras; la renegociación del TLCAN es un factor relevante, la incertidumbre de presentar en el corto plazo un acuerdo ha generado especulación sobre el tipo de cambio (un escenario pesimista sobre la negociación haría que el tipo de cambio llegara a alrededor de los 20.50, mientras en un escenario positivo en que hay un acuerdo para ser presentado al Congreso, el tipo de cambio bajaría a 19); el tipo de cambio, al ser el aislante de la economía mexicana, ha amortiguado gran parte de la volatilidad externa; no hay suficiente evidencia de qué tanto ha influido el periodo electoral sobre el tipo de cambio, sin embargo hay eventos que pudieran indicar que los actores de la contienda electoral han influido sobre el comportamiento de esta variable

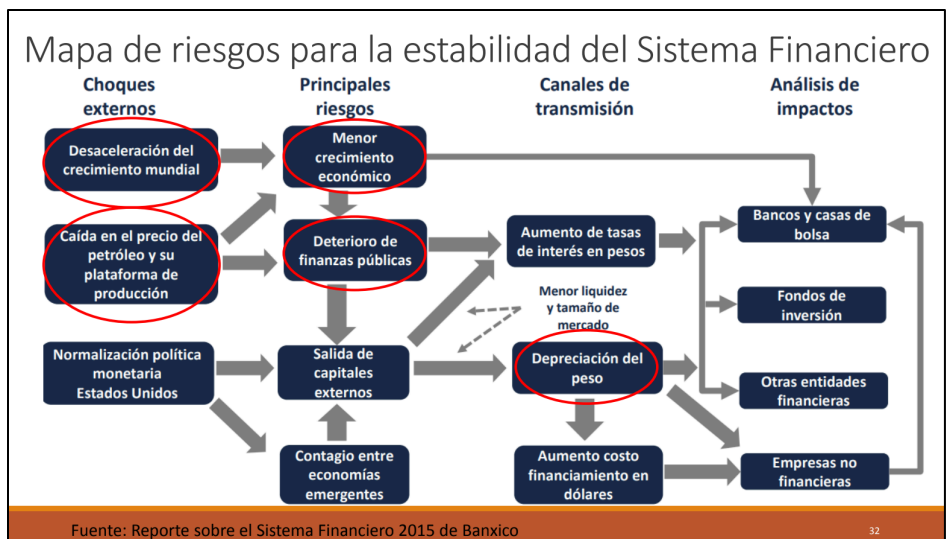
Concluyó subrayado que para reducir los riesgos monetarios y financieros sobre la economía mexicana, es importante que exista una coordinación entre la política monetaria y fiscal; si bien, en el periodo electoral no se ha tocado el rol del banco central, es importante que independientemente de quién sea el próximo presidente de México, se debe respetar la autonomía del banco central y ser cautos en la modificación de su ley orgánica, además de que toda modificación debe estar orientada a mejorar los canales de regulación y supervisión. La ciudadanía tiene que estar pendiente de no permitir que se viole la autonomía del Banco Central por capricho o por otros factores.

## Riesgos financieros para la economía mexicana

En esta ponencia de Miguel González Ibarra y David Ochoa León hicieron énfasis en el sistema financiero o bancario, como parte de un estudio que presentarán –advirtieron– en el próximo Congreso Mexicano de Estudios Internacionales. Se refirieron, así, al riesgo financiero que tiene que ver con la incertidumbre interna, por un lado, y con los choques externos, por otro.

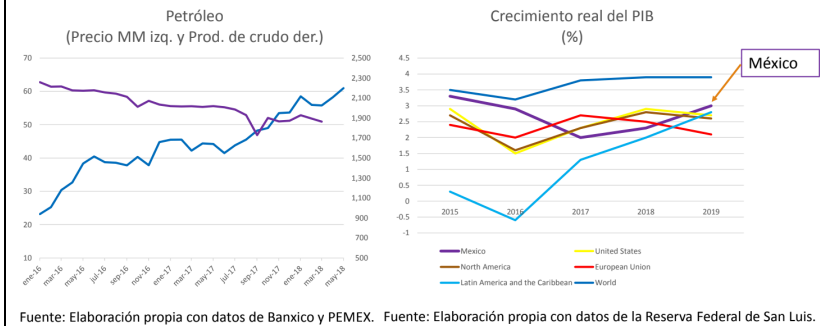
Se detuvieron inicialmente en el concepto de “riesgo financiero”, de acuerdo con la definición

de BBVA, esto es, aquello que afecta al rendimiento y a la inversión; ese es el punto importante, porque si hay riesgos, la inversión cae, y si esta cae no hay crecimiento. En ese sentido, el Fondo Monetario Internacional (FMI) dice que en realidad lo que existe actualmente es una perspectiva de crecimiento, de recuperación de la economía mundial, de modo que cómo





## Producción y Precio del petróleo



vamos a aprovechar esa oportunidad que se nos abre en esta transformación que está sufriendo el mundo en el siglo, que es la revolución tecnológica, la cuarta revolución, la era digital.

Comentaron que su estudio se basa en una serie de documentos generados por bancos como

CitiBanamex, BBVA Bancomer, Banco de México, FMI, BIS, entre los más importantes. Con base en ello presentaron entonces un mapa de riesgos que expone precisamente el Banco de México en su reporte del sistema financiero, donde describe los principales riesgos, los choques externos, los canales de transmisión y los análisis de impactos. Subrayaron, en el comportamiento de la economía mundial, la caída en el precio del petróleo y su plataforma de producción, y de manera lateral los efectos de la normalización de la política monetaria de EU, así como, en el rubro de principales riesgos, el menor crecimiento económico y el deterioro –como ya se dijo en las otras ponencias– de las finanzas públicas, lo que traería la salida de capitales externos. Es importante cuál va a ser el efecto como un factor de ajuste del tipo de cambio a través de la depreciación y cómo esto se nos convierte en un riesgo interno, es decir, el desequilibrio de precios y el incremento de la inflación.

Sobre la incertidumbre interna se refirieron a la estabilidad en la economía nacional, pero que está amenazada por factores que implicarían que se detenga la forma como ha venido funcionando la economía porque no se respeten acuerdos internacionales; estos son factores de incertidumbre que ya hemos visto, por supuesto destaca el hecho de la renegociación del TLCAN y los efectos que se tendrían sobre la inversión y el crecimiento, así como la forma del financiamiento del presupuesto público, que implica mayor gasto de acuerdo con lo que han estado diciendo los candidatos a la presidencia (este es un problema fundamental: si se recurre a la deuda, ello será un factor de riesgo importante para el crecimiento y para la estabilidad macroeconómica), así como el incremento del costo financiero. Tenemos un monto de deuda sin presiones de corto plazo, pero sí sobre el futuro de las tasas de interés, y esa es una de las preocupaciones que deben estar en las finanzas públicas.

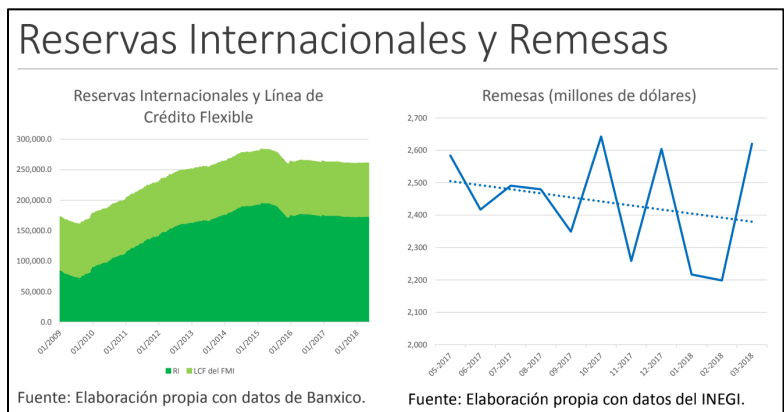
El tema de la incertidumbre, visto a partir de los choques externos, ya sea por afectaciones directas en la economía mexicana, pero también por un contagio de riesgo por información asimétrica entre los países emergentes, se ubica –en la actualidad de un México ya insertado en la economía internacional– en una lenta recuperación de la economía mundial (sobre la que el FMI y el Banco Mundial ya han anunciado que ya existe una ligera recuperación del ritmo de crecimiento; sin embargo se ha regresado a momentos anteriores a la crisis), el ritmo de crecimiento mejora con riesgos (que es el factor más importante, es decir, a pesar de que se está creciendo en el mundo, particularmente arrastrado por el crecimiento de EU y China, permanecen los riesgos), por otro lado están las políticas monetarias divergentes y la normalización de la política monetaria de EU (que traerá mayores

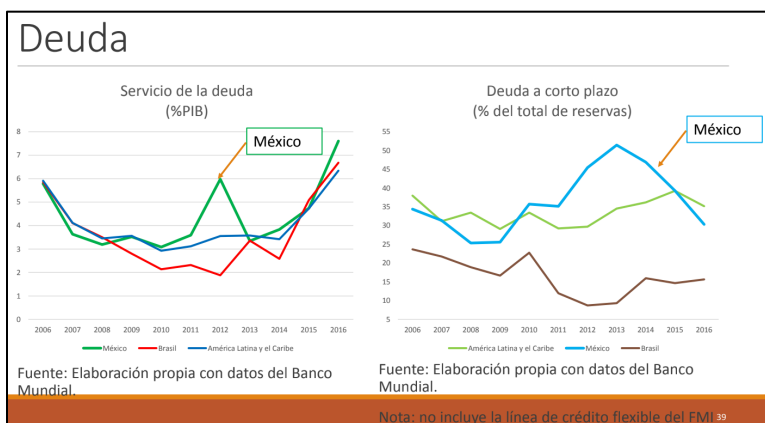
consecuencias y posibles riesgos para economías emergentes, en particular para las latinoamericanas), todo esto haciendo referencia a la situación de la crisis económica que se experimentó en 2007 y las medidas de política no convencional que se instrumentaron para tratar de solucionar o por lo menos paliar la crisis. También entre estos riesgos están los precios del petróleo (como se sabe, somos tomadores de precios, no los decidimos nosotros, sino que se dan por factores ajenos a nosotros), así como la llegada de Donald Trump y las guerras comerciales y el neoproteccionismo que está surgiendo no solo en EU, también en algunas partes de la Unión Europea, lo que podría encaminarnos a un incremento de los riesgos. Por otro lado está la alta demanda y vencimiento próximo de los bonos del tesoro adquiridos por la Reserva Federal, como consecuencia de la crisis de 2007, la forma de inyectar liquidez al mercado.

En relación con los indicadores nacionales, señalaron que lo primero que tenemos que ver es la balanza de pagos, para lo cual ilustraron con la gráfica del estado de la cuenta corriente y financiera, que muestra elementos de debilidad de nuestra economía: dependemos de los flujos de capital, que no son flujos permanentes, de inversión extranjera directa, sino flujos financieros que se invierten en bonos, en acciones de la bolsa. Esto provoca salida de capitales y la posibilidad de problemas en la balanza de pagos. Respecto de la balanza de la cuenta corriente y comercial petrolera se observa el comportamiento de nuestras exportaciones, y el tema es que si con el incremento de los precios del petróleo tendremos la capacidad de aprovecharlo produciendo más, y la respuesta es que no la tenemos, está agotada nuestra capacidad de producción petrolera, dada una insuficiente inversión en exploración. Mientras el precio está subiendo, está bajando nuestra oferta disponible para vender, no tenemos un beneficio importante ni la forma de aprovechar esta coyuntura; sin embargo, sí van a aumentar todos los productos derivados del petróleo, es decir, los precios de los combustibles, porque vamos a tener que seguir importándolos, por la falta de materia prima: los pozos petroleros ya no dan. Así, tendremos un impacto sobre nuestro índice de precios y sobre relaciones con el exterior. Indicaron que tenemos un ritmo de crecimiento relativamente estable, pero en realidad estamos por debajo de la línea del crecimiento mundial y diferente del de América Latina, que se está recuperando.

Las presiones en el sector público son también un riesgo financiero. El indicador que contribuye más a la inflación es el precio de los energéticos; si vemos que los energéticos van a aumentar de precio porque está aumentando el precio del petróleo y que nosotros no podemos aprovechar esa coyuntura, encontramos un panorama de riesgo bastante complejo, respecto del que deberíamos tratar de controlar el efecto en la inflación.

Otro problema es el gasto y la inversión pública; el gasto en México, comparado con América Latina es muy





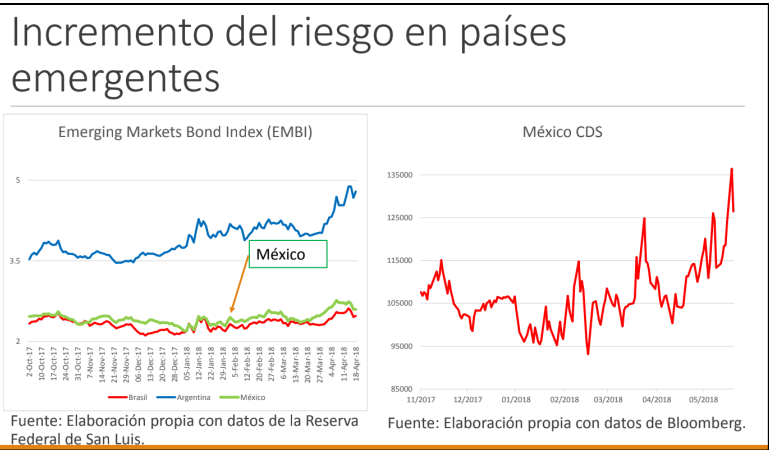
bajo, y lo es también porque nuestro ingreso tributario es igualmente muy bajo, no tenemos gran capacidad para gastar a menos de que recurramos a la deuda o que recurramos a mayor recaudación tributaria, pero no podemos hacer esto último porque nuestro sistema permite que haya demasiadas deducciones, adicionalmente a que hay muchos que no tributan, como la economía informal.

Cómo entonces podríamos gastar más y tener más inversión si no tenemos más ingresos, la única solución es la deuda, pero esta nos trae un desequilibrio en el balance de la economía. Está también la formación bruta de capital, que en México es superior a la de América Latina y El Caribe, gracias a una buena participación en esa formación bruta de capital, pero no de la inversión pública, sino de la privada, y sobre ello –cuestionaron– qué pasa si asustamos a los inversionistas privados... no tenemos inversión, y ello es otro riesgo.

En cuanto al servicio de la deuda, cuyo problema no es tanto la deuda misma, sino las tasas de interés sobre la deuda, en México, en comparación con América Latina y El Caribe, tenemos un efecto mayor sobre las tasas de interés que el que tiene el resto de los países comparativos, sobre todo con Brasil; somos más sensibles al incremento de las tasas de interés internacionales, lo que significa que tenemos que aplicar más gasto para el servicio de la deuda, lo cual nos hace que se comprima más la posibilidad de gasto para otro tipo de prioridades. Comparativamente con América Latina y Brasil tenemos una caída en los vencimientos a corto plazo, esto es que se cambió el perfil de la deuda a partir de la política de la Secretaría de Hacienda, no tenemos presiones más allá de pagar el capital, no de pagar el servicio de la deuda. Una de las fuentes importantes son las remesas, aunque no tienen un comportamiento constante, tienen grandes altibajos, además de una tendencia hacia la baja de las reservas, que también son una fuente de obtención de divisas que se nos está viniendo abajo por los efectos ante las medidas de Trump.

Un factor más que ya se había mencionado es el de las tasas de interés de Estados Unidos y las de México: hay un acompañamiento y una convergencia de nuestras tasas respecto de aquellas, mientras en Europa se siguen manteniendo muy bajas comparadas con estas dos. En América Latina, como es el caso de Argentina, ya se están viendo problemas. En México hemos visto cómo el tipo de cambio se ha estado depreciando precisamente por la tasa de interés en Estados Unidos, que está ofreciendo mayores rendimientos, con lo que se registra especulación y salida de capitales, como está sucediendo en Brasil y con la mayoría de las monedas en el mundo.

Por otro lado, respecto de los indicadores de riesgo, la tendencia se orienta a una disminución en diversos países, pero en los últimos meses se está revirtiendo, por lo que quizás en un futuro esta tendencia puede cambiar hasta dar un giro. En conclusión, apuntaron: la economía mundial continuará manteniendo un crecimiento lento, pero con presencia del riesgo principalmente por las



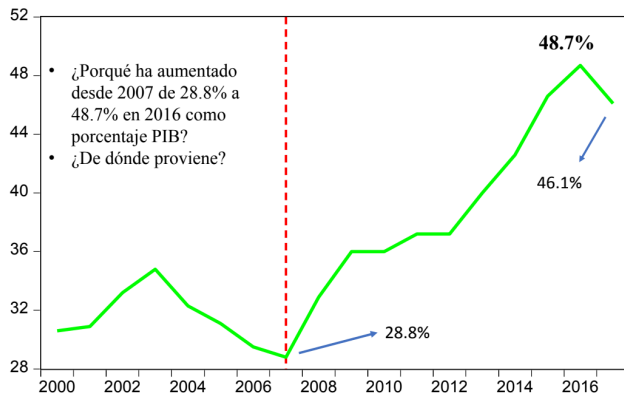
consecuencias –para México y para el mundo– del factor Trump; no sabemos qué tanta información tengan los agentes para diferenciarnos del resto de los países emergentes o de los países latinoamericanos, porque si no son capaces de diferenciarlo, posiblemente las situaciones adversas pueden verse reflejadas en la economía nacional y contagiarnos de riesgos; Estados Unidos es el principal riesgo económico para nuestro país, debido a la incertidumbre de sus políticas bajo el mandato de Donald Trump; por otra parte, internamente, están los cambios en la economía por cuestiones electorales, aunque no tengamos cómo medirlo, pero sí se crea una incertidumbre ante las políticas que los candidatos pueden instrumentar, pues ningún candidato ha sido suficientemente claro; y finalmente será necesario mantener la estabilidad macroeconómica como camino al crecimiento económico, en este momento en que parece haber un ligero repunte en la economía mundial, es cuando los países deberían aprovechar para disminuir los niveles de deuda, que en 2017 utilizaron como vía para impulsar su economía, pero que podrían empezar a pagar para que no se genere otro problema, tal vez no de la magnitud de 2007, pero sí importante.

## Retos de Política Fiscal en México

En la última conferencia de esta LX Reunión Trimestral del Centro de Modelística y Pronósticos Económicos, su coordinador, Eduardo Loría, abordó por un lado los retos de la política fiscal y el pronóstico para la economía mexicana, por otro. Señaló que el tema de esta edición surgió de la preocupación por la política fiscal y presentó gráficamente al respecto cómo desde el año 2000 ha aumentado la deuda a producto, de lo que llama la atención que, si bien se entiende 2008 y 2009, dada la forma de responder a la recesión, lo que ha ocurrido desde 2012 en adelante es un aumento vertiginoso de la deuda pública y que solamente se contuvo el año pasado porque hubo un superávit primario, ocasionado principalmente por una gran reducción del gasto corriente y particularmente del gasto de inversión, lo cual compromete el crecimiento a largo plazo.

La señalada preocupación, entonces, es entender por qué creció tanto la deuda si el gasto ha venido cayendo. Se entendería que la deuda aumenta si el gasto público sigue creciendo o bajaron los ingresos, pero eso no fue lo que pasó, sino que ha habido un incremento de los ingresos fiscales, ha habido una caída del gasto público y la deuda ha crecido. Para tratar de dar una respuesta es que se

## Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público. 2000-2017 (%) PIB con año base 2013



Fuente: Estadísticas Oportunas de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2018)

concentraron en el Cempe en estudiar los retos fiscales que ahora se enfrentan. Ningún candidato ha reconocido que existen tales retos, todo mundo habla de gastar más, y el que ofrece que va a gastar más cree que va a ganar la elección, pero lo que no dicen es cómo lo van a financiar, cómo van a aumentar el ingreso. Hay un problema de

financiamiento: un problema de estabilidad nacional, es decir aplicar una reforma recaudatoria.

Tenemos que los ingresos no tributarios han decrecido: Pemex y la Comisión Federal de Electricidad han tenido una reducción en lo que generan al gobierno, y por otro lado está la gran velocidad en el endeudamiento y que este no se refleja en el gasto interno. Sobre los ingresos del sector público llamó la atención en que los tributarios han crecido de manera importante, la eficiencia fiscal ha aumentado la captación por ISR, y por otro lado los no tributarios han caído, pero el saldo final es que el ingreso fiscal ha aumentado tres o cuatro puntos del producto en los últimos años, pero qué ha pasado con el gasto corriente: ha habido un estancamiento en los últimos diez años y una caída en los últimos dos o tres años, especialmente el año pasado y particularmente el gasto de inversión, se ha sacrificado comprometiendo el crecimiento económico de largo plazo. Tuvimos un déficit primario hasta 2009, como una respuesta contracíclica del gobierno a la gran recesión, pero el año pasado ya por presiones muy fuertes de la comunidad internacional para no afectar la calificación de deuda pública y por presiones del banco central, hubo una corrección fiscal explicada principalmente por una gran caída del gasto.

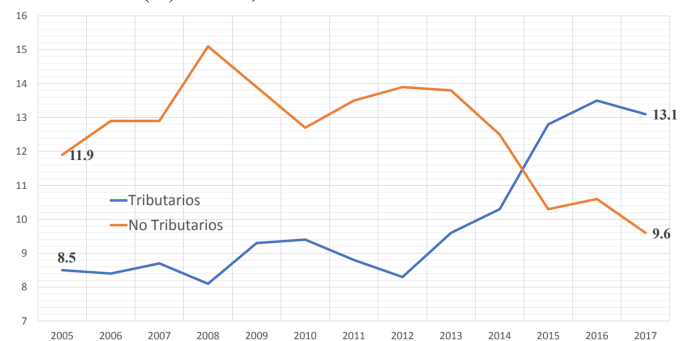
La gran pregunta que interesa explicar en este tema es por qué han aumentado veinte puntos del producto del gobierno federal. Sabemos que hay una relación entre la tasa de interés real y el

### Ingresos Presupuestarios del Sector Público (2005-2017), (%) del PIB año base 2013.

Concepto	Porcentajes del PIB			
	2005	2015	2016	2017
<b>Total</b>	<b>20.4</b>	<b>23.0</b>	<b>24.1</b>	<b>22.7</b>
<b>Petroleros I /</b>	<b>7.4</b>	<b>4.6</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>
Gobierno Federal	5.5	2.2	1.5	2.0
Pemex	1.9	2.3	2.4	1.8
No petroleros	13.0	18.5	20.2	18.9
Gobierno Federal	9.3	14.9	16.2	15.6
<b>Tributarios</b>	<b>8.5</b>	<b>12.7</b>	<b>13.5</b>	<b>13.1</b>
Impuesto sobre la renta	4.0	6.6	7.1	7.2
Impuesto al valor agregado	3.3	3.8	3.9	3.7
Impuesto especial sobre producción y servicios	0.5	1.9	2.0	1.7
IEPS gasolinas y diesel	0.2	1.2	1.4	1.0
IEPS distinto de gasolinas y diesel	0.4	0.7	0.7	0.7
No tributarios	0.8	2.2	2.7	2.5
Aprovechamientos	0.5	1.9	2.4	2.2
Organismos de control presupuestario directo	1.8	1.7	1.6	1.7
IMSS	1.4	1.5	1.4	1.4
ISSSTE	0.4	0.2	0.2	0.2
Empresa productiva del estado (CFE)	1.9	1.9	2.3	1.6
Partidas informativas	n.a.	n.d.	n.d.	n.d.
Tributarios	8.5	12.8	13.5	13.1
No Tributarios	11.9	10.3	10.6	9.6

Fuente: Estadísticas Oportunas de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2018)

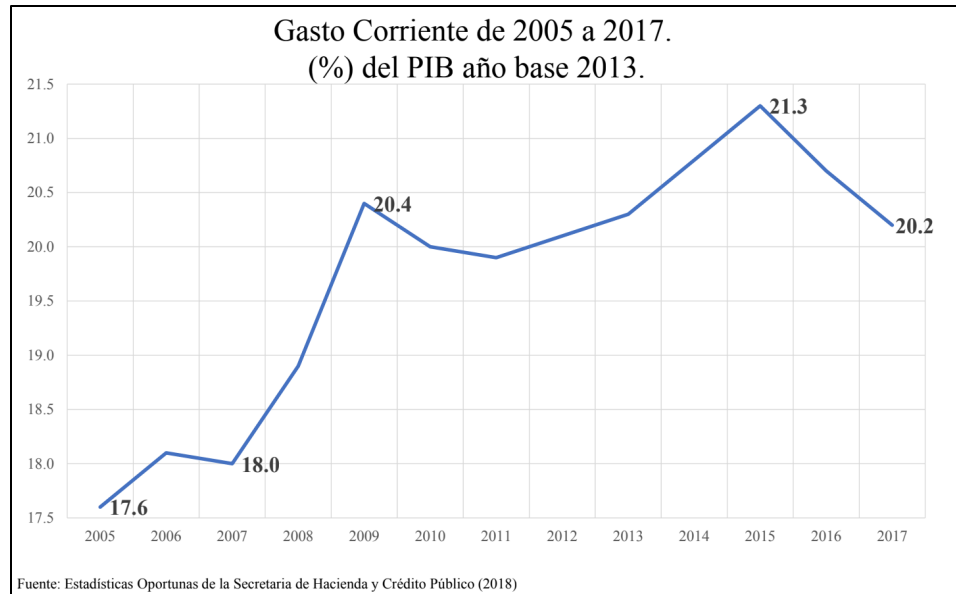
### Ingresos Tributarios y no Tributarios (%) del PIB, año base 2013 de 2005 a 2017



Fuente: Estadísticas Oportunas de Finanzas Públicas (2018)

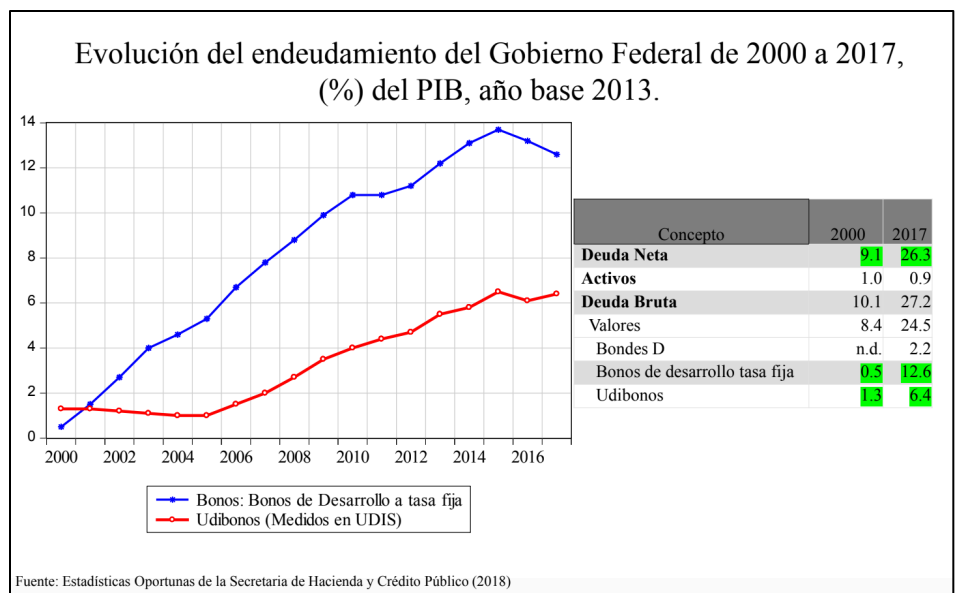


crecimiento económico. Si la tasa de interés, lo que paga el gobierno, es superior al crecimiento del producto se provoca una presión a que aumente la deuda pública a producto. Si se observa lo que ha pasado desde los años 70, cuando aparecen los Cetes, no ha sido un problema sistemático el que el crecimiento, aunque bajo, haya sido



inferior a la tasa de interés real, ese no es el problema, sino cómo se ha financiado el sector público. Y esto se puede explicar metafóricamente a nivel individual si alguien debe dinero y tiene dos tarjetas, una azul y una roja: con la azul saca dinero para pagar el vencimiento de la roja, y luego cuando se vence la azul saca dinero de la roja. Es ahí donde encontramos el problema, los bonos de desarrollo han crecido muchísimo (de 0.5 a 12.6 puntos del producto), de modo que donde encontramos que está el problema es en cómo se ha refinanciado el sector público, ha habido un problema financiero en cómo se ha refinanciado. Y surge también la duda de cómo se va a enfrentar esto frente a presiones alcistas de la tasa de interés, por todos los elementos que en esta reunión se han comentado. Hay presiones

inflacionarias mundiales y presiones internas que van a hacer que los bancos reaccionen, van a aumentar las tasas de interés, y eso generará un contexto de alta incertidumbre, reducción de la inversión privada, reducción del crecimiento económico, aumento del endeudamiento del sector público. Ahí está la preocupación y al respecto ningún candidato se ha



pronunciado. En el mercado se plantea que no se comprará deuda de largo plazo porque no hay garantía de que se vaya a pagar, se está comprando deuda de corto plazo, mientras el financiamiento en el tiempo es un problema mayor.

Sobre los pronósticos económicos para 2018-2019, comentó que prácticamente no se han movido de lo que el Cempe ha presentado anteriormente: crecimiento alrededor de 2.5 con algunas variantes.

<b>Pronóstico 2018-2019</b>		
	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>GDP</b>	<b>2.26-2.42*</b>	<b>2.47-2.77</b>
I	2.4***	2.4-2.6
II	2.0-2.6	2.5-3.0
III	1.5-2.5	2.2-2.8
IV	1.7-2.2	2.7
<b>U</b>	<b>3.4**</b>	<b>3.3</b>
I	3.4***	3.4
II	3.4	3.3
III	3.4-3.6	3.6
IV	3.3	2.9-3.2
<b>INDUS</b>	<b>1.0-1.9*</b>	<b>1.8</b>
I	3.5***	1.9
II	1.1-1.7	1.7-1.9
III	1.4-1.9	1.5-1.7
IV	1.3-1.6	1.6-2.0

\* Tasas de crecimiento anuales.  
 \*\* Promedio anual.  
 \*\*\*Dato observado.  
 Estimaciones realizadas el 18 de mayo de 2018 con la colaboración de Jorge Ramírez.  
 Se autoriza la reproducción total o parcial siempre y cuando se mencione la fuente.