

## Perspectivas sombrías y reaparición de la incertidumbre generada por EE. UU.



Las evaluaciones de riesgo país le orientan en la adopción de las mejores decisiones para su negocio y le permiten comprender los riesgos existentes en el comercio internacional. Tenemos siempre la mejor solución para satisfacer sus necesidades.

|                            |  |
|----------------------------|--|
| <b>PIB</b>                 | 1.149.919.000.000 USD (ranking mundial: puesto 15, Banco Mundial 2017) |
| <b>Población</b>           | 129,16 millones (ranking mundial: puesto 10, Banco Mundial 2017)       |
| <b>Forma de estado</b>     | República Federal  |
| <b>Jefe del Gobierno</b>   | Andrés Manuel Lopez Obrador  |
| <b>Próximas elecciones</b> | 2024, presidenciales   |

## PUNTOS FUERTES

- Sólido marco de política macroeconómica: topes de gasto fiscal y objetivo proactivo de inflación del banco central.
- Ratios de deuda moderadas y sólida posición externa (déficit por cuenta corriente controlable y grandes reservas de divisas).
- Fuerte legado de las reformas proempresariales de la última década.
- El entorno empresarial estructural supera la media latinoamericana.
- Marco político duradero con traspasos estables de poder.
- Miembro de la OCDE.
- Fácil acceso a los mercados de capitales.
- Probable apoyo de las IFI en caso necesario.

## PUNTOS DÉBILES

- La integración financiera significa que la volatilidad de los mercados está impulsada por el riesgo de las políticas internas (postura más o menos favorable a las empresas) y externas (EE. UU.). La incertidumbre comercial se ha desvanecido, pero siguen existiendo dudas sobre la aplicación del TLCAN.
- Posición fiscal altamente sensible al precio del crudo (petróleo= 30% de los ingresos públicos).
- Sensible al ciclo económico estadounidense (alrededor del 80% de las exportaciones).
- Sesgo en la distribución de la renta (en términos geográficos, así como entre grupos socioeconómicos) y niveles de pobreza todavía elevados.
- Problemas de seguridad relacionados con el narcotráfico.
- Estado de derecho y control de la corrupción por debajo de la media de Latinoamérica.



- Resistencia, infusión de confianza y posterior choque con la realidad.
- Los riesgos en materia política eclipsan el futuro de México.
- Fundamentos macrofiscales todavía sólidos y un entorno comercial competitivo.

## Resistencia, infusión de confianza y posterior choque con la realidad

La economía mexicana mostró fortaleza en 2016 (+2,9% de crecimiento del PIB), 2017 (+2,1%) y 2018 (+2,0%). De hecho, el país fue capaz de lidiar con la incertidumbre asociada a la política exterior y comercial de Trump, sumada a la incertidumbre interna relacionada con los comicios de 2018 y la → VICTORIA DE UN PRESIDENTE IZQUIERDISTA. Sin embargo, la elección de Andrés Manuel Lopez Obrador avivó unas esperanzas (la confianza de los consumidores se elevó a unos niveles récord jamás registrados) que no llegaron a materializarse, ya que no se tradujeron en un aumento de las ventas minoristas ni del consumo privado.

El PIB real disminuyó en el 1T de 2019 (-0,2% intertrimestral) tras estancarse en el 4T, y el sector industrial entró en una recesión técnica, lo que puede explicarse en parte por factores temporales, como huelgas laborales e interrupciones en el suministro de combustible. Hay que tener en cuenta que no es nada excepcional que en el primer año de una nueva administración la actividad sea más lenta: en 2001, 2007 y 2013, el crecimiento medio del PIB de México fue inferior en 1 pp a la media registrada en los tres años anteriores. En el 1T de 2019, el consumo privado creció

un +0,2% y la inversión se recuperó (+0,7%) después de tres trimestres de contracción, aunque tanto las exportaciones como las importaciones se contrajeron.

Pronosticamos un crecimiento débil este año (+1%) y el próximo (+1,5%) tras el +2% de 2018, ya que el consumidor aún está entre la espada y la pared: por un lado, la inflación (que desde 2017 supera el rango objetivo, con un +4,4% interanual en mayo de 2019) y los históricamente elevados tipos de interés oficial (8,25%). Como resultado, también vemos una desaceleración del crédito al consumo. Las exportaciones deberían verse perjudicadas por la incertidumbre de la política comercial y también podrían verse afectadas en 2020 por la marcada desaceleración prevista de la actividad en EE. UU. Entre otros de los factores que frenan el crecimiento se incluyen la inversión privada y pública, debido a: (i) el riesgo persistente de la política interna y la incertidumbre de la política comercial que prolongan el modo de espera de las empresas, y (ii) una gestión fiscal prudente que podría favorecer los programas sociales y el gasto para frenar la inmigración a expensas de la inversión pública. Por último, tras años de infrainversión, la degradación de la tendencia de la producción de petróleo debería continuar. Como nota positiva, los salarios se han acelerado y aunque la creación de empleo formal se ha ralentizado, el desempleo se encuentra todavía en mínimos históricos (~3,5%), situación que debería favorecer el consumo privado, junto con el gasto social: el gobierno ha comunicado que 21 programas sociales desplegaron menos del 50% de la financiación prevista para el 1T de 2019. Dados los recortes de tipos aplicados por EE. UU. este año y en 2020, esto también debería conceder cierto margen de maniobra al banco central mexicano (Banxico) para reducir los tipos con el objetivo de intentar sostener la actividad.



# Los riesgos en materia política eclipsan el futuro de México

Primero, el riesgo interno: Después → EL PRIMER CHOQUE DE CONFIANZA DE AMLO, la fluctuación de las políticas se convirtió en la nueva norma, tal y como ya documentamos en → ENERO DE 2019 y en → ABRIL. Entre las medidas implementadas por AMLO que contribuyeron al clima de incertidumbre se incluyen: (i) poner fin al régimen de zonas económicas especiales, (ii) suspender todas las licitaciones en el sector energético (petróleo y electricidad), (iii) cancelar la construcción del aeropuerto de la Ciudad de México por valor de 13.000.000.000 USD, (iv) eliminar la agencia de inversión del Estado mexicano (ProMéxico) y (v) propugnar la renegociación voluntaria de contratos en el sector eléctrico, reduciendo al mismo tiempo la preponderancia de la agencia reguladora.

Aunque Euler Hermes espera una desviación fiscal moderada, que no pondría en peligro la sostenibilidad de la deuda pero que acrecentaría las sombrías perspectivas económicas, sigue existiendo una degradación de riesgos. Por ejemplo, una mayor reducción de la calificación de la deuda de Pemex podría ejercer presión sobre la deuda soberana, o generar un gasto público adicional para apoyar a la empresa.

Segundo, el riesgo externo, que no estriba en los propios desequilibrios de México, sino en su exposición a la política exterior y comercial estadounidense. Es el nudo gordiano de los aranceles, el comercio y la inmigración. En el frente comercial, pese a la extrema volatilidad, las últimas semanas han traído unas noticias ligeramente más optimistas.

El Presidente Trump canceló la decisión de imponer aranceles a México y el Senado mexicano recientemente ha ratificado el USMCA (que debería sustituir al TLCAN). Sin embargo, creemos que todavía es posible una aplicación parcial de los aranceles el 22 de julio o el 5 de septiembre (plazos para la revisión del acuerdo de inmigración). Una implementación parcial de los aranceles, es decir, un aumento al 5% en el primer mes, luego al 10% en el segundo mes (y mantenido durante cinco meses), podría incidir en el crecimiento del PIB hasta en -0,6 pp a través del canal de exportación. El sector automovilístico de México es el más expuesto a las subidas de aranceles (con un potencial de pérdidas de exportación de -3.500.000.000 USD), seguido del sector de la electrónica (-2.600.000.000 USD), el eléctrico (-1.700.000.000 USD) y el de maquinaria (-1.600.000.000 USD). En total, si estos aranceles se mantienen durante cinco meses, Euler Hermes espera unas pérdidas brutas



tas de exportación de -13.000.000.000 USD de junio a octubre de 2019. Dado que es probable que México no frene los flujos de migración en la medida requerida por el acuerdo alcanzado con la administración estadounidense, una revisión a la baja de nuestros pronósticos de crecimiento es aún posible tan pronto como se apliquen los aranceles (al +0,4-0,7% del crecimiento del PIB tan solo en 2019, dependiendo de la duración de la implementación de los aranceles).

Es mucho menos probable que se produzca el escenario más desfavorable, es decir, que los aranceles aumenten hasta en un 25%. En primer lugar, según la Cámara de Comercio de EE. UU., el 40% de las partes de un producto típico mexicano proceden de Estados Unidos. En segundo lugar, 6 millones de empleos estadounidenses dependen del comercio con México exclusivamente y, finalmente, algunos productos pueden cruzar la frontera hasta ocho veces antes de ser vendidos al cliente final. La plena aplicación de los aranceles del 25% (durante cinco meses) podría incidir notablemente en el crecimiento del PIB, hasta en -3 pp, a través del canal de exportación. Esto significaría un crecimiento próximo a cero en 2019 y una recesión en 2020. El sector automovilístico de nuevo sería el más afectado (con unas pérdidas de exportación de -12.800.000.000 USD), seguido del sector de la electrónica (-9.400.000.000 USD), el eléctrico (-6.100.000.000 USD) y el de maquinaria (-5.700.000.000 USD). En total, en 2019, las pérdidas brutas de exportación podrían ascender a -48.300.000.000 USD.

Coste fiscal: El acuerdo de inmigración suscrito con EE. UU. implica que México desbloquee fondos extrapresupuestarios para destinarlos a la ley de migración, a su cumplimiento y al control fronterizo (impartiendo formación a los guardias nacionales, por ejemplo). Además, aunque México rechazó la designación de «tercer

país seguro», aceptó acoger a los solicitantes de asilo estadounidenses durante sus procesos, lo que también significa un gasto social adicional en alojamiento, asistencia sanitaria, etc. La concentración de migrantes centroamericanos en las ciudades fronterizas también podría exacerbar las tensiones sociales, ejerciendo presión en las finanzas de los gobiernos locales.

Coste político: AMLO iestá muy comprometido con la política interna (limita los viajes al extranjero) y fue elegido en → UNA PLATAFORMA ANTICORRUPCIÓN Y UN DISCURSO

NACIONALISTA. Podría hacer frente a la presión de la oposición conservadora en su postura “moderada” hacia EE. UU., y por su base de apoyo si toma medidas enérgicas contra la inmigración.

## Fundamentos macrofiscales todavía sólidos y un entorno comercial competitivo

La financiación externa no corre peligro pese a la reciente volatilidad del peso. El déficit en cuenta corriente de México está totalmente cubierto por las entradas de IED y el país se beneficia de un fácil acceso a los mercados de capitales, aparte de disfrutar de una Línea de Crédito Flexible concedida por el FMI. Las reservas de divisas disminuyeron hasta los 179.700.000.000 USD en abril de 2019, por debajo de los 193.000.000.000 USD registrados antes de la elección del Presidente Trump, sobre todo gracias a la intervención del Banco Central en los mercados de divisas para respaldar el peso. La cobertura de las importaciones se sitúa ahora en 4,1 meses, nivel que todavía se considera cómodo.

México es el primer país latinoamericano que ha iniciado su proceso de endurecimiento de la política monetaria, aumentando su tipo clave en 500 pb desde enero de 2016, y manteniéndolo en pausa en un récord histórico del 8,25% durante seis meses. Su política ha sido → PRUDENTE y ha perseguido tres objetivos: (i) anclar las expectativas de inflación para que converjan hacia el











objetivo del 3%, (ii) alinearse con la dinámica de endurecimiento de la Fed y (iii) suavizar los efectos sobre la moneda a causa de las incertidumbres relacionadas con la política económica de Trump. Sin embargo, esta política monetaria parece haber obstaculizado el crecimiento. Con la → TRANSICIÓN CONCILIADORA de la Fed y la ralentización de la economía, se abriría una ventana de oportunidad que permitiría a Banxico practicar recortes de tipos en 2019 y 2020.

El marco empresarial estructural de México es el mejor de la región latinoamericana, ya que se sitúa en el puesto 54 a nivel mundial, de los 190 países participantes, según la encuesta Doing Business del Banco Mundial de 2019. Sin embargo, siguen existiendo deficiencias fundamentales en las esferas del estado de derecho (puesto 143) y el control de la corrupción (puesto 175). Los retos futuros incluyen mejoras en el sistema tributario y una mayor tasa de participación en la fuerza laboral de la población femenina, que es inferior a las medias de Latinoamérica y la OCDE. Las sucesivas administraciones tampoco han logrado frenar la escalada de la corrupción y la delincuencia que ahogan los resultados económicos y sociales.

México goza de una posición financiera relativamente sólida. Aunque la ratio deuda pública/PIB ha aumentado del 42% en 2010 a cerca del 55%, se ha mantenido bastante estable en los últimos tres años. La deuda de las economías domésticas se sitúa en un nivel razonable (alrededor del 16% del PIB). El crédito al sector no financiero es inferior al de otras economías emergentes, ya que se sitúa en el 25% del PIB. Si bien el último programa de evaluación del sector financiero del FMI data de finales de 2016, el sector bancario se mantiene resistente y el riesgo es bajo.

## ESTRUCTURA COMERCIAL POR DESTINO/ORIGEN

(% DEL TOTAL)

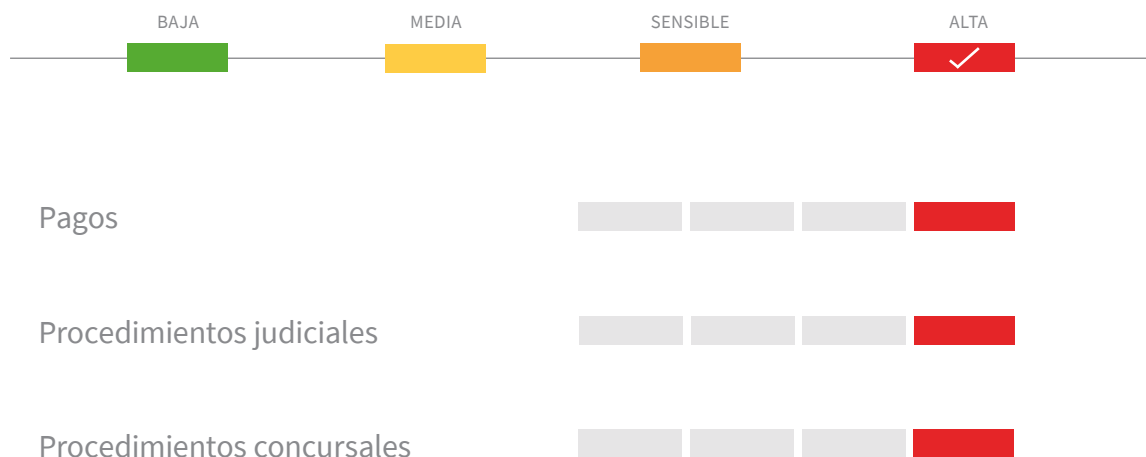
| Exportaciones   | Rango | Importaciones   |
|---|-------|---|
| Estados Unidos 74%<br> | 1     |  50% Estados Unidos |
| Canadá 6%<br>          | 2     |  18% China          |
| China 3%<br>           | 3     |  4% Alemania        |
| Alemania 1%<br>       | 4     |  3% Japón          |
| Japón 1%<br>         | 5     |  3% Corea del Sur |

## ESTRUCTURA COMERCIAL POR PRODUCTO

(% DEL TOTAL)

| Exportaciones   | Rango | Importaciones   |
|---|-------|---|
| Vehículos rodados 23%   | 1     | 14% Maquinaria eléctrica, aparatos eléctricos y electrodomésticos, n.c.p. |
| Maquinaria eléctrica, aparatos eléctricos y electrodomésticos, n.c.p. 11% | 2     | 10% Vehículos rodados   |
| Aparatos de telecomunicación y de grabación de sonido 9%                  | 3     | 7% Aparatos de telecomunicación y de grabación de sonido                  |
| Máquinas de oficina y de tratamiento automático de datos 6%               | 4     | 6% Otra maquinaria y piezas industriales                                  |
| Otra maquinaria y piezas industriales 5%                                  | 5     | 5% Petróleo, productos derivados del y materiales relacionados            |

La ley no estipula ningún marco en materia de condiciones de pago estándar, pero el escenario frecuente es un período de crédito de 30 días desde la fecha de la factura. En la práctica, los pagos se realizan en una media de 40 a 50 días, mientras cabe esperar retrasos de 15 a 30 días.



El sistema judicial es complicado debido a su estructura federal y es conocido por su falta de transparencia e independencia. Los jueces especializados no se ocupan de los conflictos comerciales y en la práctica no se puede confiar en los mecanismos de vía rápida que podrían facilitar los procedimientos cuando la reclamación es sencilla. En general, los retrasos en los procedimientos y los costes procesales son significativos y las actuaciones amistosas previas a las instancias legales siguen siendo el medio más eficaz para el cobro de la deuda.

El proceso de reestructuración de la deuda no es eficiente en absoluto, y los procedimientos pueden prolongarse durante años (p. ej., Mexicana). Como resultado, la liquidación es en la práctica el procedimiento predefinido cuando el deudor se declara insolvente y las posibilidades de cobrar la deuda a través de este canal son muy bajas.