

## Crterios Generales de Política Económica 2015

• Mario A. Correa Martínez 5123-2683  
mcorrea@scotiab.com.mx

### Mensajes Importantes:

- El marco macroeconómico planteado por Hacienda resulta razonable en lo general, aunque con claros destellos optimistas para el mediano plazo y para algunas variables como la inflación.
- Entre las sorpresas destaca un incremento de golpe de 3% en las gasolinas en enero de 2015, que si bien será menor al acumulado de años anteriores, podría desviar nuevamente la trayectoria de la inflación, que difícilmente alcanzará el 3.0%.
- Ante menores ingresos petroleros derivados de la caída temporal en la producción de crudo y un menor precio presupuestado para el petróleo, y un gasto que se incrementa de forma moderada, se plantea incurrir en un déficit fiscal total de 3.5% del PIB, que a partir del 2016 comenzaría a reducirse gradualmente.
- Los nuevos programas de gasto podrían generar una inercia que posteriormente sería difícil de romper, generando presión sobre las finanzas públicas en caso de que los ingresos no crezcan acorde a lo previsto.
- Se reconoce el cambio al régimen fiscal de las empresas productivas del Estado.
- Cabe recordar que el Congreso puede modificar la propuesta de gasto público, como frecuentemente lo hace, por lo que lo presentado es sólo la primera parte del proceso.

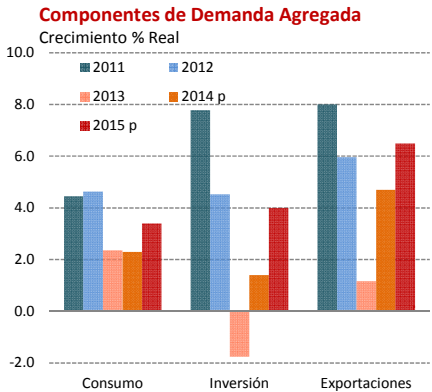
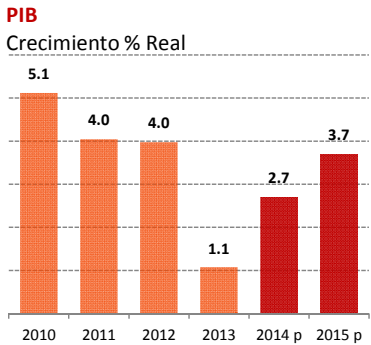
La Secretaría de Hacienda envió al Congreso el llamado "Paquete Económico" para 2015, que contiene los Crterios Generales de Política Económica, la Iniciativa de Ley de Ingresos y la Propuesta de Presupuesto de Egresos de la Federación, y que contienen los principales lineamientos para la política fiscal. A continuación presentamos los comentarios que nos parecen más relevantes al respecto.

### Oferta y Demanda Agregadas, CGPE 2015

	Variación % Real		Contribución	
	2014	2015	2014	2015
Oferta	2.7	4.2	3.6	5.6
PIB	2.7	3.7	2.7	3.7
Importaciones	2.9	6	0.9	1.9
Demanda	2.7	4.2	3.6	5.6
Consumo	2.3	3.4	1.8	2.7
Inversión *	1.4	4	0.3	0.8
Exportaciones	4.7	6.5	1.5	2.1

\* No incluye variación en existencias

**Marco Macroeconómico razonable.** En el cuadro que se presenta más adelante se tiene el marco macroeconómico que presentó la SHCP, comparado con la última encuesta de expectativas del mercado y con nuestros pronósticos propios. Como se puede ver, las diferencias son relativamente pequeñas. Comenzando con el crecimiento esperado para el PIB, la SHCP coincide con nuestros pronósticos, que en el caso del 2014 parece un poco optimista respecto a lo previsto por el mercado, mientras que para 2015 resultamos más conservadores en ambos casos. Coincidimos en que la reactivación del próximo año estará impulsada por un mayor dinamismo de las exportaciones, ante la fortaleza en la producción industrial de EUA; así como por un mayor crecimiento de la inversión doméstica, respondiendo a la puesta en marcha de las reformas estructurales.



Este documento, elaborado por la Dirección de Estudios Económicos, y dirigido exclusivamente a personas que radican en el territorio Mexicano, es publicado con la única intención de proporcionar información y análisis con base en las fuentes que se consideran fidedignas y que sin embargo, no garantizan su veracidad. Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas aquí reflejan el punto de vista personal de los economistas y analistas de Scotiabank Inverlat señalados en el presente documento, no el de un área de negocio en particular y no necesariamente una opinión institucional. Dichas opiniones pueden modificarse de acuerdo con los cambios en las condiciones económicas, políticas y sociales, y no deben ser consideradas como una declaración unilateral de la voluntad, ni ser interpretadas como una oferta, sugerencia o invitación para comprar o vender valor alguno, o como una oferta, invitación o sugerencia para contratar los servicios de Scotiabank Inverlat. Asimismo el presente análisis no puede ser entendido como una Asesoría de Inversiones ya que no constituye en forma alguna, una recomendación personalizada a quien lo recibe, por lo que la decisión de inversión sobre alguna o algunas emisoras(m) mencionada(s) en el presente análisis es responsabilidad exclusiva del cliente en función de su perfil de inversión. Este documento es de libre distribución de acuerdo a "Prácticas de Venta". La compensación de los analistas no se relaciona con una recomendación en particular; la compensación, entre otros factores, depende de la asertividad de las estimaciones y recomendaciones contenidas en este documento. Los analistas no reciben compensación alguna por parte de las emisoras de los valores que se describen en este reporte. Asimismo, los analistas no percibieron compensación alguna de personas distintas al Grupo Financiero Scotiabank Inverlat o de sus subsidiarias y/o afiliadas con respecto a la elaboración de este reporte. Algunos de las empresas del Grupo Financiero Scotiabank Inverlat puede realizar inversiones por cuenta propia en los valores descritos en este reporte. Scotiabank Inverlat o alguna otra empresa del Grupo pueden tener alguna relación de negocios con las emisoras de los valores contenidos en este reporte (agente colocador, agente estructurador, representante común, asesor financiero, servicios financieros, etc.). La Dirección de Estudios Económicos es un área independiente de las áreas de negocio, incluyendo el área de Operaciones y de Banca de Inversión y, no recibe remuneración, directriz, o de cualquier forma, influencia alguna por parte de las áreas de negocio que pueda afectar en cualquier sentido las opiniones contenidas en este documento. Este documento no puede fotocoparse, ser utilizado por cualquier medio electrónico o bien ser reproducido por algún otro medio a método en forma parcial o total; tampoco puede ser citado o divulgado sin la previa autorización de la Dirección de Estudios Económicos de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, S.A. de C.V. Los servicios de Scotia Inverlat Casa de Bolsa no están disponibles para personas en los Estados Unidos de América, salvo Inversionistas Institucionales Mayores (Major Institutional Investors) o Corredores Registrados (Registered Broker Dealers).

### Estudios Económicos

• Mario Correa 5123-2683  
• Carlos González 5123-2685  
• Luis Jaramillo 5123-2686  
• Silvia González 5123-2687  
• Gabriela Montiel 5123-0000 x. 36760

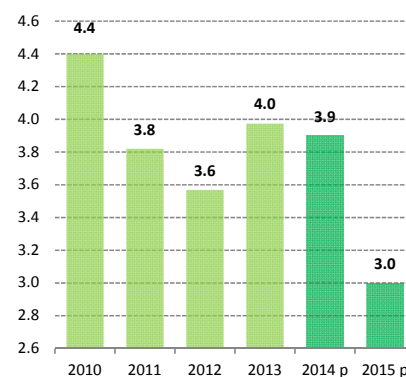
**Marco Macroeconmico 2014-2015**

	2014			2015		
	CGPE SHCP	Mercado	Scotiabank	CGPE SHCP	Mercado	Scotiabank
Producto Interno Bruto, crecimiento % real	2.7	2.47	2.7	3.7	3.85	3.7
Nominal (MMP)	17,096		17,165	18,318		18,476
Deflactor	3.4		3.8	3.4		3.8
Inflaci3n Dic./dic.	3.90	3.82	4.06	3.00	3.45	3.95
Tipo de Cambio Nominal Promedio	13.10		13.10	13.00		13.23
CETES 28 d1as Nominal fin de periodo, %	3.00	2.98	2.95	3.50	3.59	3.96
Nominal promedio, %	3.00		3.05	3.30		3.39
Real acumulada, %	-0.8		-0.81	0.3		-0.39
Cuenta Corriente, miles de millones de d3lares	-24,805	-23,456	-26,078	-27,660	-27,610	-37,091
% del PIB	-1.90		-2.08	-2.00		-2.77
Balance Fiscal sin PEMEX, % del PIB	-1.5		-1.9	-1.0		-1.0
Balance Econmico, % del PIB	-3.5	-3.54	-3.9	-3.5	-3.05	-3.0
PIB EUA, crecimiento % real	2.1	2.0	2.0	3.0	3.1	3.2
Producci3n Industrial EUA, crecimiento % real	4.0		3.8	3.7		3.9
Inflaci3n EUA promedio %	2.0		1.9	2.1		2.3
Tasa Libor 3 meses (promedio)	0.2		0.3	0.7		0.7
Petr3leo Mexicano Precio Promedio (dls./baril)	94.0		92.6	82.0		92.0
Plataforma de exportaci3n promedio (mbd)	1,115			1,090		
Plataforma de producci3n crudo (mbd)	2,350			2,400		

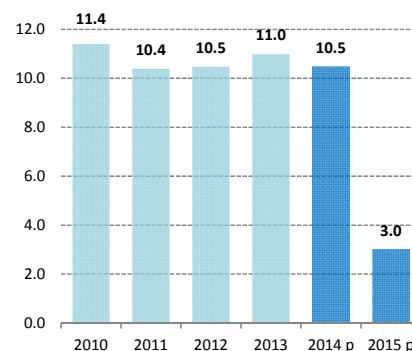
**Inflaci3n demasiado optimista.** Aunque es natural que la SHCP tome al calce la meta de inflaci3n determinada por el Banco de M3xico, de 3.0 por ciento, parece muy poco probable que tal meta se alcance durante el siguiente a1o. Para empezar, es notorio que a1un con un elevado grado de holgura en la econom1a durante el 2012 y 2013, lo que quiere decir que la demanda interna result3 considerablemente d3bil, la inflaci3n super3 por mucho la meta puntual. Para el 2014 habr3 una recuperaci3n modesta en la demanda, y la inflaci3n terminar3 ligeramente por arriba del 4 por ciento de acuerdo a nuestra estimaci3n, lo que en buena medida obedece a los impactos de las medidas fiscales de este a1o. Para el 2015 no se tendr3n impactos parecidos, y se proyecta un menor crecimiento en los precios de las gasolinhas. Sin embargo, el incremento se dar3 de golpe en el mes de enero, lo que tendr3 un impacto directo inmediato sobre el INPC cercano a 0.13 puntos porcentuales, y faltari3 por determinarse impacto indirecto sobre la inflaci3n del a1o. Aunado a ello se tendr3 una recuperaci3n m3s significativa de la demanda agregada, y parece muy probable que esto est3 acompa1ado de un incremento significativo al salario m1nimo, que tambi3n tendr3 efectos generalizados sobre los precios, cuya magnitud quedar3 tambi3n por definirse.

**Reactivaci3n impulsada por exportaciones e inversi3n.** Llama la atenci3n que SHCP prev3 un crecimiento del consumo menor al crecimiento del PIB para este a1o y el que sigue, destacando el papel de las exportaciones y la inversi3n en la reactivaci3n de la econom1a. El consumo es por mucho el principal componente de la demanda, y lo usual es que crezca a tasas superiores a las del PIB. Si la reactivaci3n se consolida, cabr3a esperar un mejor dinamismo del consumo interno.

**Optimistas en flujos y tipo de cambio.** Hacienda espera que con la puesta en marcha de las reformas se generen nuevos flujos de inversi3n significativos hacia nuestro pa1s, lo que implicari3 una apreciaci3n del peso hacia los 13 pesos en el 2015 (estimaci3n de SHCP). Habr3a que notar que tambi3n se anticipa la normalizaci3n de la pol1tica monetaria en EUA, lo que inducir3 un incremento en las tasas de inter3s internacionales relevantes para M3xico y cierta presi3n sobre los mercados financieros mundiales. Adicionalmente contemplamos que con la recuperaci3n se dar3 tambi3n una expansi3n en el d3ficit de cuenta corriente mayor a la que

**Inflaci3n (%)**

**Incremento en Gasolinhas**

Variaci3n % Anual



se espera por Hacienda. En este entorno, nuestro peso podría reflejar al menos parte de esta inquietud, y por eso lo contemplamos ligeramente por arriba de los 13.20 pesos por dólar.

**Precio del petróleo conservador.** La determinación del precio del petróleo para el Presupuesto se hace con una fórmula establecida en la LFPRH (Ley de responsabilidad hacendaria), con base en los precios observados en periodos anteriores y en las expectativas que se tienen de corto y mediano plazo de acuerdo a los futuros del mercado, aplicándose en el proceso un factor de 0.84 como elemento precautorio, ya que es más costoso quedar por encima del precio observado y tener que realizar ajustes al gasto, que quedar por debajo y generar excedentes. Con ello se determina un precio del petróleo de 82 dólares por barril, que quedaría muy por debajo del esperado para este año, de 94 dólares por barril de acuerdo a los CGPE 2015, y de nuestra expectativa de 92 dólares para 2015.

**Menor plataforma de petróleo.** Los CGPE 2015 reconocen que la producción de petróleo resultará menor a lo previsto de acuerdo a lo reportado por Pemex, e incluso por debajo de su nivel estructural. Esta baja será transitoria y comenzará a revertirse conforme empiece a rendir sus frutos la reforma energética. Para el 2015 ya debería retomarse la tendencia creciente de la producción, como puede verse en la gráfica a la derecha. La plataforma de exportación, en cambio, tardará un año más en retomar su tendencia ascendente

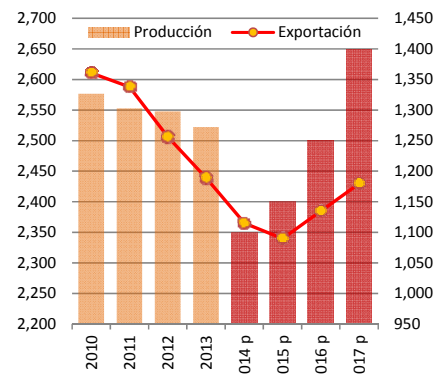
**Política fiscal recurre a un mayor déficit.** Hacienda destaca que este año entrarán en vigor diversas disposiciones entre las que destacan: 1) nuevas medidas de responsabilidad hacendaria, 2) creación de nuevos fondos y reglas para el manejo de ingresos excedentes, 3) nuevo régimen fiscal para PEMEX, y 4) mecanismos para elevar la calidad del gasto público. Aunado a ello, Hacienda estima que "la economía estará un 4.8 por ciento por debajo de su nivel potencial, y por tanto se estiman faltantes de ingresos de entre 0.7 y 1.2 por ciento del PIB asociados al ciclo económico." Aunado a ello habrá faltantes asociados al nivel de producción de petróleo. "Ambos faltantes de ingresos se consideran transitorios, no permanentes" [...] se propone financiar con déficit el faltante transitorio de ingresos para suavizar la trayectoria de gasto y no afectar la dinámica positiva [...] de la economía." Por ello se plantea un déficit de 1.0 por ciento del PIB. Hacienda aclara que solicitará al Congreso que no se considere, para efectos de equilibrio presupuestario previsto en la LFPRH, las inversiones de PEMEX y CFE, ni aquellos proyectos de inversión de alto impacto económico y social o con fuente de ingresos propios, todo ello con un monto equivalente a 2.5% del PIB. Si bien resulta comprensible separar la inversión de las empresas productivas del Estado del cálculo del déficit, habría que entender cuáles son esos otros proyectos de alto impacto, ya que de alguna forma implican un gasto público que tiene que financiarse con deuda, y corresponden a un déficit. En total, todo esto representaría un déficit público de 3.5% del PIB.

**Medidas de responsabilidad hacendaria.** Si bien se plantea un incremento en el déficit fiscal para el 2014 y 2015, para los años subsiguientes se plantea una reducción gradual del déficit, hasta alcanzar el 2% del PIB para mantenerse ahí a partir del 2018.

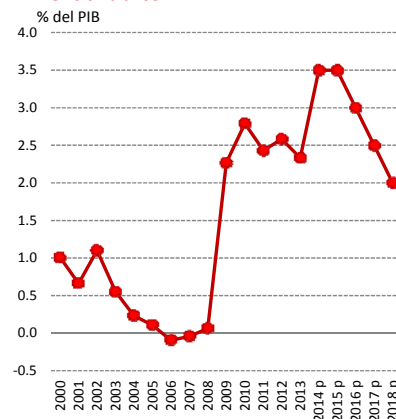
**Aumenta la inercia del gasto público.** Uno de los factores de preocupación al incurrir en déficits del sector público es que frecuentemente responden a incrementos en el gasto que tienen una inercia muy difícil de romper, lo que a su vez puede generar una inercia persistente en el déficit público, y comenzar a erosionar poco a poco la estabilidad macroeconómica. Si los ingresos tributarios no crecen al ritmo esperado, la presión sobre el déficit público aumentaría. Es por eso que será muy importante que más allá del 2015 se consolide una trayectoria descendente en el déficit fiscal para regresar a niveles sostenibles. En la gráfica de la derecha puede verse la evolución del déficit público en los últimos años, y el proyectado para 2014 y 2015.

**Posible sesgo en estimación de la brecha del producto.** Hacienda presenta una estimación de la brecha del producto de acuerdo a una serie de estimaciones estadísticas que básicamente recogen la tendencia mostrada por el PIB en un periodo de tiempo dado. Con base a ella se determina la necesidad de aplicar una política fiscal contra-cíclica. Habría que tener cuidado en que esta

**Plataforma Petrolera**  
Miles de Barriles Diarios



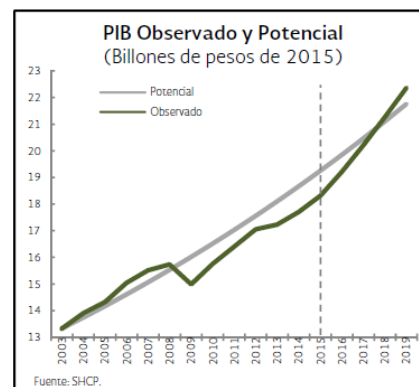
**Déficit Público**



estimación no tenga un sesgo inherente a su metodología. La brecha del producto es la diferencia que existe entre la producción potencial (aquella que podría alcanzarse al usar plenamente los recursos de la economía) y la que se observa en la realidad. Como puede verse en la gráfica a la derecha, extraída de los CGPE, la brecha del producto se vuelve negativa a partir del 2009 y no ha logrado recuperarse desde entonces. En lugar de que la economía creciera a la tasa potencial, que Hacienda estima en 3.1% anual, hubo una contracción tan drástica que no se ha podido recuperar en los años siguientes. Esta estimación estadística no puede reconocer el hecho de que durante la crisis del 2009 se haya destruido capacidad productiva de la economía, es decir, que se hayan cerrado plantas de producción, lo que de hecho reduce la producción potencial que se trata de aproximar con la estimación estadística. La implicación de esto es que la brecha del producto podría no ser tan negativa como se concluye en la estimación.

**Metas para PEMEX y CFE.** De acuerdo a los CGPE 2105 se establecen las nuevas metas que buscarán alcanzar las ahora llamadas empresas productivas del Estado, que tienen dos parámetros fundamentales: 1) el balance financiero con y sin inversión, que en el caso de PEMEX es de -0.9 y 1.1 por ciento del PIB, y para CFE es de 0.2 y 0.4 por ciento del PIB; y 2) un techo a los servicios personales, que para PEMEX será de 90.1 miles de millones de pesos (mmp) y para CFE será de 54.6 mmp, lo que representa incrementos reales de 1.9% para PEMEX y 2.7% para CFE con respecto a lo aprobado para 2014.

**Insuficiencia de ingresos petroleros se compensa con tributarios.** En el cuadro de la derecha puede verse la estimación de ingresos presupuestales, donde queda claro que la caída en ingresos petroleros (estimada en 7.2% real) ante la baja en la plataforma de producción y el cambio de régimen fiscal de PEMEX, será compensada por el incremento en los ingresos tributarios (con un aumento de 7.2% real), especialmente por los nuevos impuestos especiales.

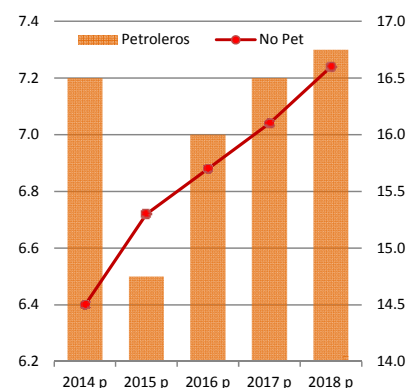


**Ingresos Presupuestarios**

	Miles de Millones de Pesos de 2015		Diferencia	
	2014 e	2015	Absoluta	%
<b>Total</b>	<b>3,963.7</b>	<b>4,003.7</b>	<b>40.0</b>	<b>1.0</b>
Petroleros	1,291.3	1,198.7	-92.6	-7.2
No Petroleros	2,672.4	2,805.0	132.6	5.0
Tributarios	1,827.0	1,959.3	132.3	7.2
Renta	989.2	1,039.3	50.1	5.1
IVA	677.9	703.8	25.9	3.8
IEPS	100.6	156.7	56.1	55.8
Otros	59.3	59.5	0.2	0.3
No Tributarios	173.6	167.3	-6.3	-3.6
Organismos y Empresas *	671.8	678.4	6.6	1.0

\*Incluye IMSS, ISSSTE y CFE

**Ingresos Públicos**  
(% del PIB)



**Gasto público, crecen servicios personales, baja gasto de capital.** La composición del gasto público planteada en los CGPE 2015 no parece la más afortunada, ya que como puede verse en el cuadro adjunto, crecen los servicios personales mientras que se reduce el gasto de capital en una magnitud bastante parecida. Se contempla un incremento en el costo financiero, seguramente asociado al aumento previsto en las tasas de interés. También llama la atención el fuerte incremento en los adeudos de ejercicios fiscales anteriores (ADEFAS), posiblemente asociado a las devoluciones de impuestos que tendrían que realizarse en el 2014. Por último, hay que notar que la Cámara de Diputados puede cambiar, y frecuentemente lo hace, la propuesta del gasto público, por lo que las cifras presentadas por Hacienda difícilmente serán las definitivas.

**Gasto Neto Total**

Miles de Millones de Pesos de 2015			Diferencia	
	2014 PEF	2015	Absoluta	%
Total	4,588.1	4,645.2	57.1	1.2
Programable Pagado	3,581.4	3,602.3	20.9	0.6
No Programable	1,006.7	1,042.9	36.2	3.6
Costo Financiero	393.3	406.5	13.2	3.4
Participaciones	597.3	605.3	8.0	1.3
Adefas*	16.1	31.1	15.0	93.2
Programable 1/	3,612.4	3,633.4	21.0	0.6
Corriente	2,738.0	2,793.7	55.7	2.0
Servicios Personales	1,063.7	1,099.2	35.5	3.3
Pensiones	538.6	549.2	10.6	2.0
Subsidios	498.1	496.4	-1.7	-0.3
Otros de Operación	637.6	648.9	11.3	1.8
Gasto de Capital	874.4	839.7	-34.7	-4.0

\* Adeudos de Ejercicios Fiscales Anteriores

1/ Neto de aportaciones al ISSSTE y de Apoyos Fiscales a Entidades de Control Directo

**Política de deuda pública consistente.** Se anticipa que continuará el buen manejo de la deuda pública, buscando financiar la mayor parte de las necesidades financieras del gobierno en el mercado interno. Se solicita al Congreso un endeudamiento interno neto hasta por 595 mmp, y un endeudamiento externo neto del sector público hasta por 6 mil millones de dólares. Para la deuda interna se buscarán los siguientes objetivos: 1) obtener el financiamiento requerido promoviendo la eficiencia y buen funcionamiento de los mercados locales, 2) fortalecer la liquidez y eficiencia en el proceso de formación de precios de los instrumentos del gobierno federal en sus distintos plazos, 3) fortalecer el desarrollo del mercado de instrumentos de tasa real y 4) consolidar el acceso directo de personas físicas al mercado primario de valores gubernamentales. Para la deuda externa se buscará utilizar el financiamiento externo de forma activa, buscando ampliar y diversificar la base de inversionistas.

**Mayor utilización de la banca de desarrollo.** Se propone democratizar el acceso al financiamiento induciendo la participación de los intermediarios financieros privados, con las siguientes líneas de acción para la banca de desarrollo: 1) la nueva Financiera Rural otorgará crédito a pequeños productores a tasa del 7 y 6.5 por ciento sin necesidad de aportar garantías reales y extendiendo el plazo de los créditos refaccionarios de 5 a 15 años; 2) BANSEFI realizará funciones de banca social y se convertirá en el principal instrumento de inclusión financiera; 3) la SHF asegurará el flujo de crédito al sector de la vivienda, fomentando el desarrollo de un mercado para la subrogación de hipotecas; 4) NAFIN procurará destinar más del 50 por ciento de su cartera directa y garantizada al sector de las MIPyMEs, destacando el programa "Impulso Energético" por 26 mmp y la "Alianza PyME"; 5) BANCOMEXT buscará impulsar proyectos estratégicos, especialmente en la industria automotriz; y 6) BANOBRAS asegurará que todos los proyectos de infraestructura viables del país cuenten con financiamiento en condiciones favorables. Llama la atención que todos estos objetivos parecen difíciles de alcanzar de forma productiva y sostenible, por lo que habrá que ver los mecanismos concretos que se instrumenten para ello.

**Pendiente la reforma a la seguridad social.** Con la intención de garantizar la pensión universal y el nuevo seguro de desempleo, entre otras cosas, el Senado tiene pendiente la discusión y eventual aprobación de la reforma a la seguridad social.

**Perspectivas muy optimistas de mediano plazo.** Como puede verse en el siguiente cuadro, se anticipa un repunte considerable en el crecimiento económico de México a partir del 2016, impulsado principalmente por el dinamismo de la inversión y de las exportaciones. El crecimiento del PIB,

en el escenario de Hacienda, alcanzaría niveles superiores al 5% a partir del 2017. La inflación se mantendría en 3.0% a partir del 2015, lo que requeriría, de acuerdo a este escenario, que las tasas de interés de corto plazo regresaran a niveles nominales de 5.0% para el 2018 y casi 6.0% para el 2020. La cuenta corriente mantendría un déficit cercano al 2.0% del PIB durante este periodo, lo que resultaría difícil de conseguir, ya que el crecimiento en México estaría superando al de EUA de forma continua, lo que muy probablemente generaría un déficit mayor.

**Marco Macroeconómico de Largo Plazo de SHCP**

	2000-2012 *	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (Crecimiento % Real)	3.35	1.07	2.7	3.7	4.9	5.2	5.2	5.2	5.2
Consumo	3.74	2.36	2.3	3.4	4.8	5.2	5.3	5.4	5.5
Inversión	5.69	-1.75	1.4	4.0	5.9	6.5	7.0	7.3	7.5
Exportaciones	8.22	1.17	4.7	6.5	6.9	7.2	7.3	7.4	7.5
Inflación Dic-Dic (%)	4.71	3.97	3.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Tasa de Interés (%)	7.41	3.75	3.0	3.3	3.9	4.5	5.0	5.5	5.9
Cuenta Corriente (% del PIB)	-1.43	-2.08	-1.9	-2.0	-2.0	-2.1	-2.1	-2.1	-2.0

\* Para el PIB, Consumo, Inversión y Exportaciones excluye los años de recesión: 2001 y 2009

**Riesgos externos para el escenario económico.** Hacienda destaca los siguientes factores de riesgo en el entorno global: 1) menor dinamismo de la economía de los EUA, 2) debilitamiento de la economía mundial, 3) elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales por el proceso de normalización de la política monetaria en EUA, y 4) mayor tensión geopolítica en algunos países de Medio Oriente y entre Rusia y Ucrania.