

Presupuesto fiscal 2019: el gobierno aprueba su primer examen importante

Unidad macro México

- **El paquete fiscal es sólido en términos macroeconómicos, pero introduce algunas distorsiones microeconómicas**
- **Se basa en supuestos económicos razonables y alineados con el mercado**
- **Las proyecciones de ingresos y gastos son conservadoras**
- **Tal como esperábamos, la reacción del mercado ha sido ligeramente positiva**

El presupuesto público para 2019 disminuye las preocupaciones sobre México ya que el gobierno federal muestra un compromiso con la disciplina fiscal al establecer una meta de 1.0% del PIB para el superávit primario basada en proyecciones sensatas para los ingresos y gastos públicos por encima de supuestos macroeconómicos razonables. Las previsiones macroeconómicas son las siguientes: crecimiento del PIB de 2.0 % (BBVA Research: 2.0 % con sesgo a la baja), inflación general de 3.4 % (BBVA Research: 3.6 %), tipo de cambio de 20 pesos por USD y la mezcla del petróleo mexicano a un precio promedio de 55 USD por barril (actualmente en alrededor de 52 USD). El gobierno prevé que los ingresos públicos totales disminuyan 0.5 % en términos anuales reales en relación con sus propias estimaciones de ingresos públicos para 2018. En cuanto al gasto público total, el gobierno proyecta una caída anual real de 0.2 % en comparación con su propia estimación de gasto público para 2018.

Las proyecciones para los ingresos públicos asumen que los ingresos fiscales (62.3 % de los ingresos públicos totales) aumentarán 3.8 % en términos anuales reales o 1.4 % sin el IEPS gasolina y diésel (5.8 % de los ingresos tributarios totales). En consecuencia, para que los ingresos tributarios puedan tener el incremento previsto, el próximo año el IEPS combustibles debería aumentar en torno a 42% en términos anuales reales. La congelación de los precios reales de la gasolina y el diésel para el próximo año junto con cotizaciones internacionales estables o más bajas para estos combustibles ayudarían al incremento del IEPS combustibles, pero persiste la incertidumbre sobre la materialización del pronóstico de crecimiento para dicha recaudación.

El gobierno federal también está ofreciendo estímulos fiscales a los municipios de México que se encuentran a lo largo de la frontera con EE. UU. El impuesto al valor añadido se redujo de 16% a 8% y los impuestos marginales sobre el ISR corporativo de 30% a 20%. Según el gobierno, estas nuevas medidas reducirán la recaudación fiscal del próximo año en 40,000 millones de pesos. En nuestra opinión, esta reducción estimada de los ingresos públicos parece bastante optimista, ya que estas medidas también son distorsionadoras y podrían incentivar a las empresas ubicadas en otro lugar a cambiar su dirección fiscal a lo largo de la frontera norte de México.

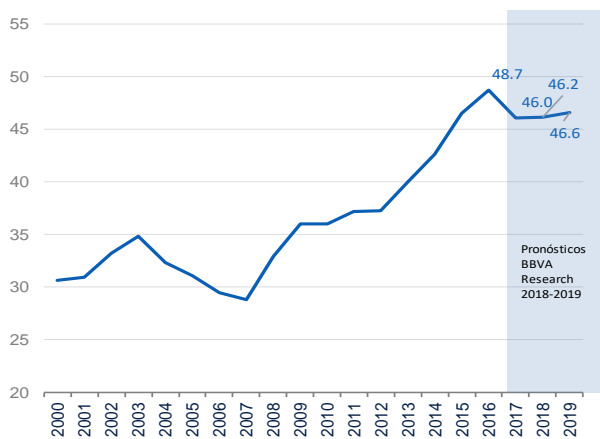
El gobierno menciona que el plan de gasto público para 2019 se ha diseñado en torno a políticas de austeridad y ahorro para canalizar más recursos públicos hacia necesidades sociales y gasto en infraestructura. A pesar de saber que un superávit primario es siempre contractivo en términos económicos, asignar más recursos a proyectos de infraestructura podría estimular el crecimiento económico. Sin embargo, proyectos de inversión como el tren Maya y la nueva refinería no ayudarían necesariamente a mejorar el crecimiento ya que podrían significar asignaciones ineficientes de capital si generaran pérdidas en lugar de ganancias, lo cual parece probable.

Pemex se destaca como uno de los pocos beneficiarios del nuevo presupuesto público ya que se le asignará más capital a sus líneas de negocio de exploración y producción de hidrocarburos, y refinación. La inyección de nuevo capital por parte del Gobierno (125,000 millones de pesos de los cuales 50,000 irán a la nueva refinería) evitará que Pemex aumente significativamente su deuda a corto plazo y, por lo tanto, reducirá la probabilidad de un descenso en la calificación. Sin embargo, mirando hacia el futuro, siempre que el Gobierno siga adelante con sus planes de fortalecer la actividad de refinación a expensas de la exploración y producción de petróleo crudo, las agencias podrían bajar la calificación crediticia de Pemex ya que, debido a que alrededor del 85 % de la deuda de Pemex está denominada en dólares estadounidenses, una menor producción de petróleo crudo se traduciría en mayores pérdidas, más necesidades de financiamiento y problemas de descalce cambiario.

El plan de gasto público para 2019 asigna menos recursos a instituciones autónomas como la Comisión Reguladora de Energía y la Comisión Nacional de Hidrocarburos. Estas instituciones verán disminuir su presupuesto en 31% y 30%, respectivamente. En nuestra opinión, estos recortes de gastos no son sorprendentes, dadas las dudas del gobierno federal sobre la efectividad de la reforma energética para evitar que la producción de petróleo crudo disminuya y propiciar menores precios de los combustibles.

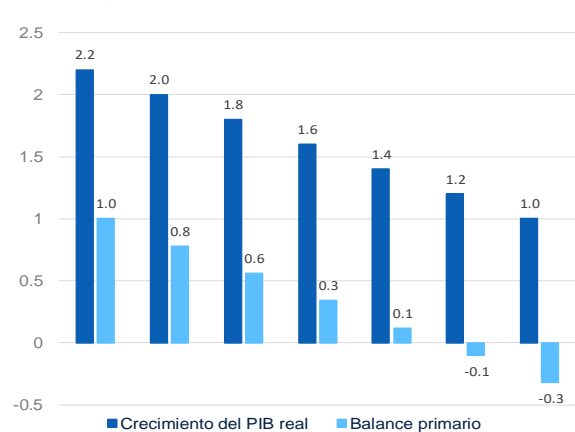
La estabilización de la deuda pública como parte del PIB es uno de los objetivos del gobierno federal. Nuestras propias previsiones indican que, *ceteris paribus*, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (como proporción del PIB) podría mantenerse estable en torno a 46.6 % del PIB a finales de 2019 con un superávit primario de por lo menos 0.2 % del PIB (Gráfica 1). Dado que el gobierno federal ha establecido un objetivo de 1.0% del PIB para el superávit primario, es muy probable que esta amplia definición de deuda pública se mantenga estable en 2019. Sin embargo, un crecimiento económico por debajo de 2.0 % (no causado por un subejercicio del gasto público) y/o un tipo de cambio por encima de 20 pesos por USD podrían requerir un mayor superávit primario mínimo para lograr tal estabilidad. Además, un crecimiento económico menor de lo previsto podría traducirse en un superávit primario más bajo si el Gobierno federal no ajustara su plan de gastos (Gráfica 2).

Gráfica 1. Saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (% del PIB)



Fuente: BBVA Research con datos de la SHCP

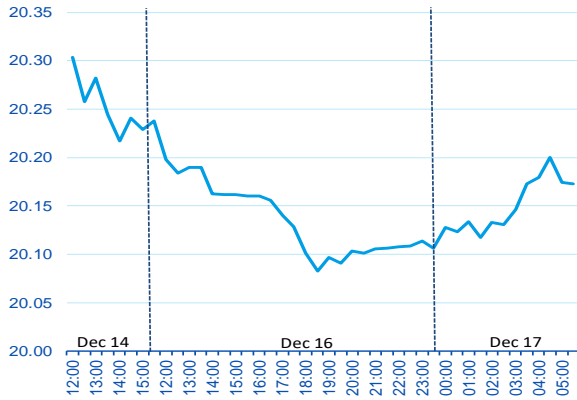
Gráfica 2. Crecimiento económico y balance primario (Var. % a/a y % del PIB)



Fuente: BBVA Research con datos de la SHCP

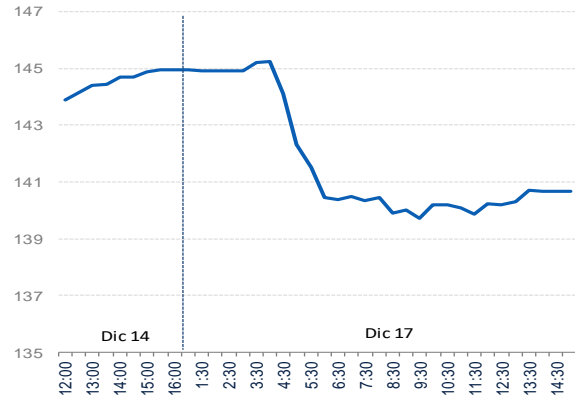
Tal como esperábamos, la reacción del mercado ha sido ligeramente positiva, ya que este presupuesto público fiscalmente responsable no era suficiente para reducir la incertidumbre sobre el futuro proceso de toma de decisiones de las políticas públicas. No obstante, es una buena señal que este paquete fiscal no haya añadido preocupaciones en el frente macroeconómico. Tal como muestran las gráficas, las variables financieras han tenido una pequeña recuperación.

Gráfica 3. USDMXN intradía, 14-17 dic. (Pesos por USD)



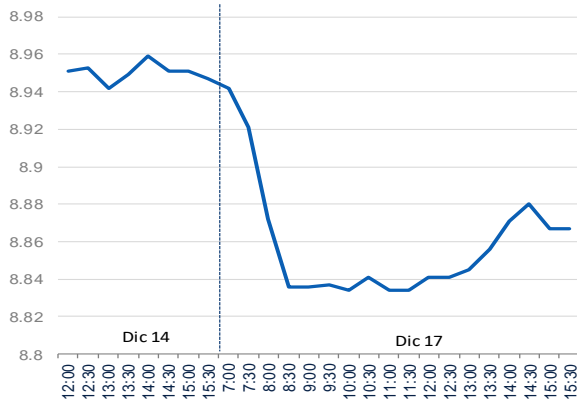
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

Gráfica 4. Spread intradía CDS 5 años, 14-17 dic. (puntos base)



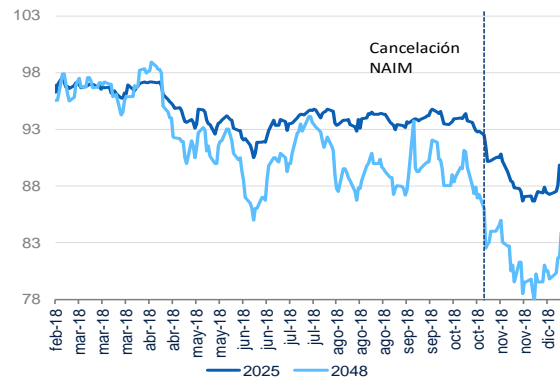
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

Gráfica 5. Rendimiento a vencimiento Mbono 10 años, 14-17 dic. (%)



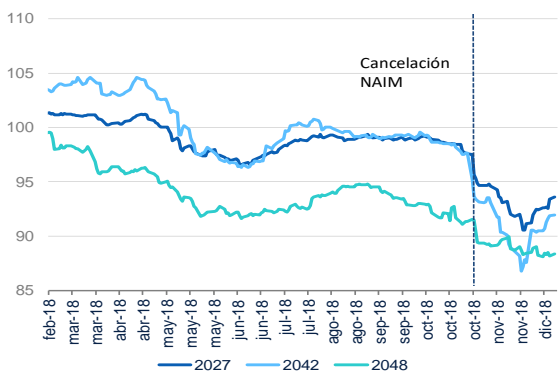
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

Gráfica 6. Precios de los bonos de PEMEX (USD)



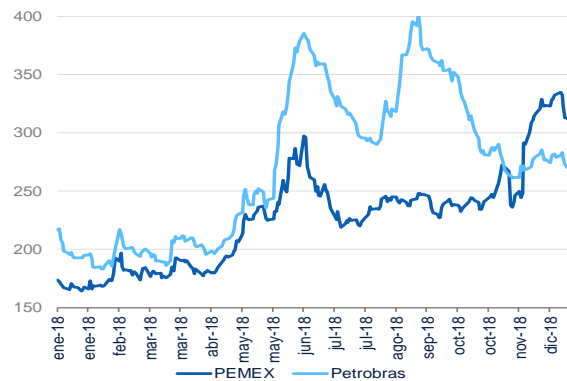
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

Gráfica 7. Precios de los bonos CFE (USD)



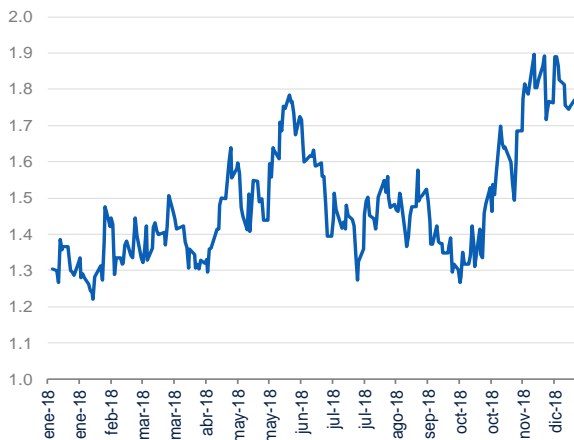
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

Gráfica 8. Expansión compañías petroleras CDS 5 años (Puntos básicos)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

Gráfica 9. Diferencia de rendimiento UMS 10 años – Bono del Tesoro 10 años (% , denominado en USD)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

Conclusión

El presupuesto público para 2019 se basa en pronósticos macroeconómicos realistas y en proyecciones razonables para ingresos y gastos. Sin embargo, todavía hay dudas sobre lo que haría el gobierno si, por alguna razón, fuera poco probable que se cumplieran los objetivos fiscales; es decir, si optaría por no cumplir los objetivos fiscales o reduciría el gasto prometido en caso necesario.

El aumento del gasto en programas sociales y proyectos de infraestructura se financia con los ahorros procedentes de la austeridad, la eliminación de alrededor de la mitad de los 156 programas sociales actuales y una fuerte reducción de la asignación discrecional de recursos a los estados (*Ramo 23*). Esto último es positivo ya que reduce significativamente el gasto discrecional políticamente motivado.

La reducción de impuestos prometida a lo largo de la frontera está incluida en el presupuesto y la estimación de una disminución de alrededor de 40,000 millones de pesos nos parece optimista. El aumento anual real de 3.8 % en los ingresos tributarios parece ser un desafío, ya que sería necesario un aumento considerable del IEPS combustibles. En general, la proyección del ingreso público total parece razonable, considerando que en 2018 habría aumentado un 5% en términos reales si no hubiera habido el remanente de operación de Banxico en 2017. No se espera una ganancia significativa en esta ocasión, ya que el tipo de cambio del cierre de este ejercicio sería similar a la cifra correspondiente al cierre de 2017.

En el lado negativo, la reducción de impuestos a lo largo de la frontera constituye un grave error de política, ya que conllevará menores ingresos fiscales y distorsiones significativas. Además, la importante reducción de los recursos destinados a las instituciones autónomas es motivo de preocupación.

El presupuesto no contempla el uso de recursos fiscales para la cancelación del aeropuerto. Es poco probable que los tenedores de los bonos acepten la oferta de recompra mejorada y el gobierno ha anunciado que no haría otra. Por lo tanto, debemos suponer que el costo de recompra de los bonos (a excepción de los 1,800 millones de USD del fideicomiso del aeropuerto) sería sufragado por el gobierno federal o por los bancos de desarrollo. En cualquier caso, esto representaría un pasivo fiscal contingente.

Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) y por BBVA Bancomer. S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer, por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.

