

Fecha de Publicación: 15 de septiembre de 2016

**Análisis**

**México**

Contactos analíticos:

Joydeep Mukherji, Nueva York 1 (212) 438-7351; [joydeep.mukherji@standardandpoors.com](mailto:joydeep.mukherji@standardandpoors.com)

Sebastian Briozzo, México 52 (55) 5081-4524; [sebastian.briozzo@standardandpoors.com](mailto:sebastian.briozzo@standardandpoors.com)

Este reporte complementa nuestro comunicado de prensa "[S&P Global Ratings revisa a negativa de estable perspectiva de las calificaciones soberanas en escala global de México; confirma calificaciones](#)", publicado el 23 de agosto de 2016. A fin de ofrecer la información más actual, podríamos incluir aquí datos más recientes que los considerados en dicha publicación. Se ha determinado que tales diferencias no son suficientemente importantes para afectar la calificación y nuestras conclusiones principales.

**Calificación de riesgo crediticio:**

Escala global	<i>Moneda extranjera</i> BBB+/Negativa/A-2 <i>Moneda local</i> A/Negativa/A-1
Escala nacional (CaVal)	mxAAA/Estable/--

**Fundamento**

Las calificaciones de México reflejan su historial de cautelosas políticas fiscales y monetarias, lo que ha contribuido a que el país mantenga déficits gubernamentales limitados y una baja inflación, así como a un nivel moderado de deuda externa. La combinación de políticas económicas previsibles y una economía flexible han permitido al país ajustarse a las cambiantes condiciones internacionales, que incluyen una caída considerable del precio del petróleo y la depreciación del peso mexicano, al mismo tiempo que mantiene un crecimiento estable y una inflación baja. El banco central independiente del país cuenta con un amplio respaldo político debido a su capacidad para mantener bajos niveles de inflación. El peso mexicano tiene una libre flotación y, de acuerdo con la definición de nuestros criterios, es una moneda que se negocia activamente. Las calificaciones de México también reflejan su PIB per cápita de poco menos de US\$9,000 en 2016.

La deuda neta del gobierno general se situó en 42% del PIB en 2015, y esperamos que llegue a 45% del PIB en 2016 y que se acerque a 47%-48% del PIB en 2018-2019. El índice de deuda ha aumentado firmemente desde solamente 28% del PIB en 2005, lo que refleja el impacto de los continuos déficits fiscales moderados en un contexto de bajo crecimiento económico durante este periodo. Aunque la carga de la deuda de México es moderada, el gobierno tiene menos margen de maniobra en el terreno fiscal que el que tenía hace una década.

México ha llevado a cabo más reformas estructurales en comparación con la mayoría de los países de mercados emergentes, pero su tasa de crecimiento ha sido decepcionante, debido parcialmente a factores no económicos. La administración del Presidente Enrique Peña Nieto hizo notables reformas estructurales para modernizar la economía (en los sectores de energía, educación, telecomunicaciones, fiscal y financiero) en la primera parte de su periodo de administración de seis años (que comenzó en 2012) con el respaldo de otros partidos. Sin embargo, las debilidades en la gobernabilidad—que reflejan en parte una débil aplicación de la ley y la percepción de corrupción—limitan los beneficios de estas reformas, especialmente en la inversión.

La democracia mexicana ha seguido madurando a medida que los partidos comparten el poder en los niveles de gobierno nacional y local. La democracia ha generado estabilidad y cambios regulares de gobierno en México, pero no ha derivado en un dinamismo económico ni ha mejorado la seguridad pública. Consideramos que México afronta un mayor riesgo de débil gobernabilidad continua y un desempeño económico limitado en el largo plazo, que un riesgo de hacer un cambio radical en sus políticas económicas.

Consideramos que es probable un crecimiento del PIB ligeramente por encima de 2% en 2016 y en torno a 3% durante 2017-2019 (o solo por debajo de 2% sobre una base per cápita), suponiendo un crecimiento constante y estable en Estados Unidos y un incremento gradual de la inversión privada en el sector de energía mexicano. El crecimiento del PIB real per cápita durante 2011-2015 promedió 1.7%, lo cual es lento para una economía emergente.

Proyectamos que la deuda del gobierno general aumentará en promedio 4% del PIB anualmente en los próximos tres años, mientras que la carga de intereses del gobierno general (intereses sobre ingresos) se mantendrá por debajo de 10%. El bajo crecimiento del PIB dificultará que el gobierno alcance su ambicioso objetivo de estabilizar y reducir gradualmente su deuda, como participación del PIB en los próximos tres años. El nivel de deuda podría seguir aumentando moderadamente debido a los déficits fiscales, la potencial depreciación de la moneda y la ayuda financiera periódica que da a las empresas del sector público, como Petróleos Mexicanos (Pemex), petrolera propiedad del gobierno, y Comisión Federal de Electricidad (CFE).

Proyectamos que el gobierno alcanzará o se acercará a sus objetivos fiscales en 2016, con un déficit del gobierno general por debajo de 3% del PIB. Los mayores ingresos de la reforma fiscal han compensado parcialmente una pérdida de más de cuatro puntos porcentuales del PIB en los ingresos petroleros del sector público en los últimos cinco años.

En 2016, proyectamos que los ingresos relacionados con el petróleo para el sector público podrían reducirse y ubicarse por debajo de 4% del PIB desde 8.9% en 2012. Los ingresos petroleros representaron menos del 15% de los ingresos del sector público en el primer semestre de 2016, en comparación con 35% en 2013. El gobierno ha logrado absorber gran parte de las pérdidas fiscales, parcialmente debido a la oportuna reforma fiscal de finales de 2013. La reforma, que introdujo nuevos impuestos y recortó exenciones fiscales, entre otros cambios, impulsó la recaudación fiscal a 13% del PIB el año pasado desde 9.7% en 2012.

La intermediación del sector financiero en México es baja, pero en aumento; no obstante, consideramos que el sistema bancario es sólido. Nuestro Análisis de Riesgos de la Industria Bancaria por País (BICRA, por sus siglas en inglés para *Banking Industry Country Risk Assessment*) ubica al sistema bancario de México en el Grupo 4, donde la escala indica con '1' los sistemas de menor riesgo y con '10' los de mayor riesgo (vea "Análisis de Riesgos de la Industria Bancaria por País: México", publicado el 28 de agosto de 2015). Los bancos comerciales presentan índices de suficiencia de capital en torno a 15% y se mantienen altamente líquidos. La cartera vencida es de aproximadamente 2.5% de la cartera total y está completamente provisionada.

Pese a estas fortalezas, la intermediación del sector financiero de México está entre las más bajas en América Latina, así como en comparación con sus pares con calificación de 'BBB' y con otros países que tienen niveles similares de PIB per cápita. El crédito total al sector privado y a las empresas públicas no financieras se situó por debajo de 28% del PIB en 2015, más alto que el 22% en 2010. Estimamos que el crecimiento del crédito probablemente exceda el crecimiento del PIB nominal en los próximos tres años, impulsando la profundidad del sector financiero, pero la mayoría de las empresas pequeñas y medianas aún adolecerán de acceso al financiamiento bancario.

Consideramos que los pasivos contingentes del sector financiero y de las empresas públicas no financieras son limitados, de acuerdo con la definición de nuestros criterios.

El banco central independiente de México conduce su política monetaria bajo un marco de meta de inflación y un tipo de cambio de flotación libre. Esperamos que la inflación se mantenga baja, en torno a 3% en 2016 – 2018, a pesar de la reciente depreciación sustancial del peso mexicano.

Es probable que el sector externo de México se mantenga sólido, a pesar de los bajos precios del petróleo. El déficit de la cuenta corriente probablemente se ubique en torno a 2.7% del PIB en 2016, similar al nivel del año pasado. Esperamos que el déficit de la cuenta corriente se mantenga en torno a 2% del PIB en los próximos dos años, lo que reflejaría un déficit comercial similar. La inversión extranjera directa (IED) probablemente aumente en los próximos tres años, especialmente en el sector de energía, lo que cubriría completamente, o en gran medida, los déficits de la cuenta corriente.

Esperamos que México tenga necesidades de financiamiento externo bruto (pagos de la cuenta corriente y deuda externa de los sectores público y privado por vencer) en relación con los ingresos de cuenta corriente y reservas utilizables en torno a 92%. Proyectamos que la deuda externa neta en sentido estricto (deuda bruta neta de activos líquidos externos) oscilará en torno a 50% de los ingresos de la cuenta corriente en los próximos dos años (S&P Global Ratings incluye tenencias de no residentes de deuda emitida localmente en sus estimaciones de deuda externa, ya que nuestra metodología calcula la deuda externa sobre una base de residencia). Nuestras proyecciones suponen que la participación de tenencias de no residentes de la deuda del gobierno central de México se mantiene estable.

## Perspectiva

Esperamos que la continuidad de las políticas económicas en los próximos dos años, junto con el ajuste fiscal en curso compense los menores ingresos petroleros y contenga el nivel de deuda del gobierno. Esperamos que la implementación de las reformas económicas, especialmente en los sectores de energía y telecomunicaciones, mantengan el crecimiento del PIB en el largo plazo, pero no necesariamente incrementará la tasa de crecimiento, en ausencia de otras medidas.

Podríamos bajar la calificación soberana de México si la deuda pública o si la carga de intereses se deteriora más que lo que esperamos actualmente. El continuo bajo crecimiento del PIB, los bajos ingresos petroleros y el margen cada vez menor para reducir el gasto relacionado con proyectos de inversión, así como los costos de personal podrían dificultar que el gobierno establezca su deuda como participación del PIB en los próximos dos años. El nivel de deuda podría seguir aumentando moderadamente como resultado de los déficits fiscales, la potencial depreciación de la moneda, y la probable ayuda financiera a las empresas no financieras del sector público. La carga de intereses, actualmente en torno a 9% de los ingresos del gobierno general, podría aumentar, lo que reflejaría tanto una limitada base de ingresos como la necesidad de mantener tasas de interés consistentes con la dependencia que tiene el soberano de las entradas del portafolio de capital externo. Cualquiera de esos dos resultados elevaría la vulnerabilidad de las finanzas públicas de México ante los *shocks* adversos.

Por otro lado, medidas para acelerar la inversión del sector privado, especialmente en el sector de energía, entre otras que aumenten la confianza de los inversionistas podrían derivar en un crecimiento moderadamente mayor del PIB. La efectiva implementación de las reformas energéticas, incluyendo cambios a Pemex y CFE reducirían los pasivos contingentes potenciales del soberano. Esto, junto con medidas para sustentar el reciente incremento a los ingresos fiscales no petroleros y contener el gasto, podría derivar en resultados fiscales que contribuyan a estabilizar la carga de la deuda pública. De tal manera, podríamos revisar la perspectiva a estable.

En el largo plazo, podríamos subir las calificaciones soberanas de México si la implementación efectiva y más pronta que lo esperado de las recientes reformas fortalece el crecimiento y el perfil fiscal de México de manera rápida, en tanto que mantiene bajo control las vulnerabilidades externas.

## Resumen estadístico:

Tabla 1 México – Algunos indicadores										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017p	2018p	2019p
INDICADORES ECONÓMICOS (%)										
PIB nominal (miles de millones, moneda local)	13266.9	14527.3	15599.3	16077.1	17209.7	18135.7	19238.6	20390.2	21733.7	23057.3
PIB nominal (miles de millones, US\$)	1049.9	1169.4	1184.5	1258.8	1294.7	1142.8	1067.6	1072.3	1117.4	1161.6
PIB per cápita (US\$000s)	9.2	10.1	10.1	10.6	10.8	9.4	8.7	8.7	9	9.2
Crecimiento del PIB real	5.2	3.9	4	1.4	2.3	2.5	2.5	2.9	3	3
Crecimiento del PIB real per cápita	3.9	2.6	2.8	0.2	1.2	1.4	1.5	1.9	2	2
Crecimiento real de la inversión	22.1	22.3	23.1	21.7	21.6	22.7	22.7	22.9	22.8	22.8
Inversión / PIB	21.6	21.1	21.7	19.3	19.6	19.9	19.9	20.7	20.7	20.5
Ahorro / PIB	29.9	31.3	32.7	31.9	32.4	35.3	37.1	39.7	40.8	42.1
Crecimiento real de las exportaciones	20.5	8.2	5.8	2.2	7.4	8.8	2	3	2.7	3
Tasa de desempleo	5.3	5.2	4.7	4.9	4.8	4.3	4.2	3.9	3.9	4

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017p	2018p	2019p
<b>INDICADORES EXTERNOS (%)</b>										
Balance de la cuenta corriente / PIB	(0.5)	(1.2)	(1.4)	(2.4)	(2)	(2.8)	(2.8)	(2.2)	(2.2)	(2.3)
Balanza de la cuenta corriente / Ingresos de la cuenta corriente	(1.6)	(3.4)	(4)	(7.1)	(5.6)	(7.5)	(6.9)	(5)	(4.9)	(5.1)
Balanza comercial / PIB	(0.3)	(0.2)	0	(0.1)	(0.3)	(1.3)	(2.5)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
IED neta / PIB	1.1	1	(0.2)	2.6	1.3	1.8	2	2.1	2.1	2.1
Inversión de cartera neta / PIB	0	(0.6)	0.8	(0.1)	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Necesidades de financiamiento externo bruto / ingresos de la cuenta corriente más reservas utilizables	96.2	95.7	91.2	93.5	91.4	90.4	91.7	91.3	91.8	92.6
Deuda externa neta en sentido estricto / Ingresos de la cuenta corriente	26.1	24.1	35.6	40.6	42.6	49.3	50	50.1	50.2	50.6
Pasivos externos netos / Ingresos de la cuenta corriente	124.9	95.7	110	116.1	103.8	98.2	105.2	106.6	108.3	110.2
Deuda externa de corto plazo por vencer / Ingresos de la cuenta corriente	22.3	21.2	19.4	22.4	22	23.5	22.9	21.4	20	18.7
Reservas / Pagos de la cuenta corriente (meses)	3.4	3.5	4.1	4.3	4.5	5	4.7	4.4	4.1	3.8
<b>INDICADORES FISCALES (%)</b>										
Balance / PIB	(2.4)	(2.3)	(2.4)	(2.2)	(2.6)	(2.8)	(3)	(3.1)	(3.1)	(3.3)
Cambio en la deuda / PIB (%)	2.3	3.9	3	3.8	4.3	4.6	4.6	3.9	3.9	4
Balance primario / PIB	(0.8)	(0.6)	(0.7)	(0.5)	(0.9)	(1)	(1.2)	(1.3)	(1.4)	(1.5)
Ingresos / PIB	17.4	17.7	17.5	18.6	18.5	19.3	19.1	19	18.8	18.6
Gastos / PIB	19.8	20	19.9	20.7	21.1	22.1	22	22.1	21.9	21.9
Intereses / ingresos	9.4	9.3	9.4	9.1	9.2	9.2	9.3	9.3	9.4	9.5
Deuda / PIB	35.7	36.5	37	39.7	41.4	43.8	45.9	47.1	48.2	49.4
Deuda / Ingresos	205.1	205.6	211.5	214	223.6	227.5	240.6	248.4	256.4	265.7
Deuda neta / PIB	33.6	35.5	36.3	38.3	39.9	42.3	45	46.3	47.3	48.6
Activos líquidos / PIB	2.1	0.9	0.7	1.4	1.5	1.5	0.9	0.9	0.8	0.8
<b>INDICADORES MONETARIOS (%)</b>										
Crecimiento del IPC (Índice de Precios al Consumidor)	4.2	3.4	4.2	3.8	3.9	2.7	2.8	3.2	3.3	3.5
Crecimiento del deflactor del PIB	4.5	5.4	3.2	1.6	4.6	2.8	3.5	3	3.5	3
Tipo de cambio, cierre del año (Moneda Local/US\$)	12.36	13.99	13.01	13.08	14.72	17.21	18.83	19.2	19.7	20
Crecimiento de activos de bancos dentro del sector residente no gubernamental	10.7	16.1	8.4	12.3	7.7	15.7	8.6	8.5	9.1	8.6
Activos de bancos dentro del sector residente no gubernamental / PIB	24.8	26.3	26.5	28.9	29.1	32	32.7	33.5	34.3	35.1
Crecimiento real del tipo de cambio efectivo	8.6	0.4	(2.9)	6.1	(1)	(13.8)	N/D	N/D	N/D	N/D

El ahorro se define como inversión más el superávit (déficit) de la cuenta corriente. La inversión se define como el gasto sobre bienes de capital, incluyendo plantas, equipo y vivienda más el cambio en los inventarios. Los bancos son otras instituciones depositarias diferentes del banco central, cuyos pasivos se incluyen en la definición nacional de masa monetaria. Las necesidades de financiamiento externo bruto se definen como los pagos de la cuenta corriente más la deuda externa de corto plazo al cierre del año más los depósitos de no residentes al cierre del año anterior más los depósitos de no residentes al cierre del año anterior más la deuda externa de largo plazo que vence dentro del año. La deuda externa neta en sentido estricto se define como el saldo de los financiamientos de los sectores público y privado en moneda local y extranjera de no residentes menos las reservas oficiales menos los activos líquidos del sector público en manos de no residentes menos los créditos del sector financiero a, depósitos con, o inversiones en entidades no residentes. Una cifra negativa indica el financiamiento externo neto. IPC – Índice de Precios al Consumidor. Los datos e índices mostrados en esta tabla son resultado de las propias estimaciones de Standard & Poor's, con base en fuentes nacionales e internacionales, y reflejan la opinión independiente de Standard & Poor's sobre su oportunidad, cobertura, fiabilidad, credibilidad y uso de la información disponible. p-proyección

## Efectividad institucional y del gobierno: Elecciones legislativas recientes indican creciente inquietud pública sobre el ejercicio de la ley

- Las recientes elecciones locales han debilitado el liderazgo político gobernante a nivel nacional, pero no es probable que afecten la estabilidad política o que se traduzcan en políticas económicas diferentes.
- El conservador Partido Acción Nacional (PAN) fue el principal ganador de las elecciones más que la izquierda dividida.
- La percepción pública sobre la corrupción, aunada a una elevada tasa de delincuencia, ha debilitado la popularidad del gobierno pero no lo desviará de seguir implementando gradualmente las reformas recientemente aprobadas, especialmente en el sector de energía.

**Esperamos que el gobierno continúe con su administración macroeconómica prudente para mantener la estabilidad.** Durante casi dos décadas, las sucesivas administraciones de México han mantenido finanzas públicas estables en general, baja inflación y un crecimiento económico modesto. A nivel presidencial, el poder se ha alternado con éxito en los últimos 16 años entre el Partido Revolucionario Institucional (PRI) de centro-izquierda y el Partido Acción Nacional (PAN) de centro-derecha sin cambios sustanciales en la política macroeconómica. El Partido Revolucionario Democrático (PRD, centro a izquierda), también ha seguido políticas económicas similares a nivel local (en particular en la Ciudad de México). El banco central independiente del gobierno cuenta con amplio apoyo político.

**La democracia en México ha seguido madurando a medida que se comparte el poder entre partidos en los niveles de gobierno nacional y local.** La democracia ha traído estabilidad y cambios regulares de gobierno pero no ha generado dinamismo económico ni mejorado la seguridad pública. El sistema de pesos y contrapesos políticos mejoró durante la última década pero sigue siendo débil. El presidente y los gobernadores de los estados del país son particularmente poderosos en comparación con la debilidad de los congresos a nivel estatal y federal. Los gobernadores normalmente dominan los congresos locales y algunas veces también el sistema judicial y los medios locales.

El PRI sigue siendo el partido dominante a nivel federal pero sufrió un retroceso a nivel estatal en las recientes elecciones. El PAN registró avances inesperados (en coalición con el PRD en algunos estados), al ganar siete de 12 gubernaturas en la contienda electoral, y ahora gobierna en 11 estados (el mayor número en su historia). El PRI actualmente gobierna el menor número en su historia de estados mexicanos. Por su parte, los escándalos de corrupción y un liderazgo dividido han dañado al PRD.

Los resultados de las elecciones recientes reflejan en gran parte las preocupaciones públicas sobre la corrupción y la impunidad, más que sobre políticas económicas específicas. Diversos escándalos, la persistencia de la violencia asociada con el narcotráfico y las percepciones de una corrupción en ascenso han dañado la reputación de toda la clase política y de todos los partidos en México.

**México afronta el desafío de largo plazo de mejorar la calidad de la gobernabilidad y fortalecer el ejercicio de la ley.** La administración de Enrique Peña Nieto llevó a cabo impresionantes reformas estructurales para modernizar la economía (en energía, política fiscal, educación, telecomunicaciones y el sector financiero) durante la primera mitad de su periodo presidencial de seis años, para las cuales contó con el respaldo de varios partidos. Sin embargo, la debilidad en la gobernabilidad (que se refleja en el débil ejercicio de la ley y las percepciones de corrupción) han limitado el beneficio de tales reformas. La implementación de la reciente reforma educativa, que cuenta con un amplio respaldo público, se ha retrasado debido a violentas protestas de elementos disidentes del sindicato nacional del magisterio, lo que subraya la debilidad política del gobierno para afrontar la fuerte oposición de los grupos de interés.

**Consideramos que México afronta un mayor riesgo de presentar una persistente gobernabilidad débil y débil desempeño económico en el largo plazo que un riesgo de cambio radical en las políticas económicas.** El bajo crecimiento del PIB no ha generado desafíos a las políticas macroeconómicas que implementaron las administraciones del PAN y el PRI, que comparten una visión económica similar desde 2000. Sin embargo, el bajo crecimiento ha debilitado el apoyo para los partidos tradicionales, alimentando el ascenso de candidatos políticos independientes y de nuevos partidos. Esto, aunado al sistema electoral de mayoría simple, genera la posibilidad de que el próximo presidente pueda ganar por una pequeña pluralidad del voto popular en 2018 (el Presidente Peña Nieto ganó la elección con 38% de la votación en 2012).

**La Izquierda política, actualmente dividida, critica abiertamente las políticas gubernamentales pero no ha buscado políticas distintivas cuando ha gobernado a nivel estatal y municipal.** El riesgo de un cambio hacia el populismo después de las elecciones nacionales de 2018 está acotado por la persistente memoria pública de la elevada inflación y crisis financieras en las últimas dos décadas del siglo XX, lo que limita el respaldo público para políticas fiscales y monetarias radicalmente diferentes. Además, el empleo ha crecido más rápido que el PIB durante los últimos cuatro años, conteniendo el descontento social. La tasa de desempleo cayó hacia 4% en 2016 desde alrededor de 5% en los años anteriores.

**México ha dado pasos para atender las debilidades estructurales en su sistema de justicia, pero el avance probablemente seguirá lento debido en parte a su débil capacidad para implementar los cambios de manera efectiva.** La ambiciosa reforma que inició en 2008 para mejorar la calidad de la administración de la justicia y cambiar a juicios contenciosos orales respecto de los procedimientos inquisitoriales, escritos, avanza lentamente. Su implementación exitosa podría dar por resultado eventualmente mejores procesos legales y un sistema judicial moderno y más justo.

El Congreso mexicano también aprobó nuevas medidas anticorrupción en junio de 2016 para fortalecer los poderes de auditoría y supervisión de las instituciones anticorrupción. La reforma, que podría mejorar también la supervisión federal del gasto de los gobiernos locales, establece un nuevo tribunal federal para manejar las acusaciones de corrupción en contra de funcionarios públicos.

### **Análisis Económico: Crecimiento firme pero moderado**

- El PIB per cápita probablemente se sitúe en US\$9,000 en 2016, habiendo crecido en promedio 1.7% anual desde 2011.
- Esperamos que el PIB crezca 2.5% en 2016, similar a su ritmo de años anteriores.
- Las recientes reformas económicas sostendrán el crecimiento del PIB en el largo plazo, pero no necesariamente lo incrementarán en ausencia de otras medidas.

**México ha presentado un continuo crecimiento económico (aunque a tasas bajas) gracias a los muchos años de reformas estructurales y a sus políticas fiscales y monetarias cautelosas, así como a su tipo de cambio flotante que han mantenido la estabilidad a pesar de las muchas tendencias globales adversas.** México ha llevado a cabo más reformas estructurales que la mayoría de los países de mercados emergentes, pero su tasa de crecimiento ha sido decepcionante, en parte debido a factores no económicos.

**Al igual que en otros países de América Latina, las deficiencias en infraestructura, la relativamente baja calidad de la educación y la incertidumbre judicial, limitan las perspectivas de crecimiento.** Además, México cede quizás a 1% de su crecimiento del PIB anualmente ante el impacto de la delincuencia y la violencia, de acuerdo con estimaciones oficiales.

**En 2015, el PIB creció 2.5% impulsado por el consumo interno pero afectado por la contracción en el sector petrolero, y es probable que en 2016 el crecimiento del PIB se mantenga en ese nivel (o en 1.5% sobre una base per cápita), nuevamente impulsado por el gasto de consumo (que probablemente aumente 3%).** El crecimiento del PIB per cápita promedió poco menos de 1.2% anual en el periodo 2006-2015. El consumo privado está creciendo más rápido que el PIB, lo que refleja tendencias que constituyen un buen augurio para el crecimiento de largo plazo en el empleo en el sector formal de la economía, debido a la baja inflación y el aumento de los salarios reales. Sin embargo, el crecimiento del PIB se ha reducido por el descenso de la producción petrolera y de los bajos precios del crudo y se ha visto limitado por el débil crecimiento industrial (que está altamente correlacionada con las exportaciones mexicanas a Estados Unidos).

Esperamos que el PIB probablemente se expanda un 3% durante 2017-2019 (o poco menos de 2% sobre una base per cápita), suponiendo un crecimiento estable y continuo en Estados Unidos e incrementos graduales en la inversión privada en el sector de energía. El gobierno estima que el crecimiento potencial se sitúa en 2.8%.

La combinación de la estabilidad económica con las significativas reformas estructurales, ha contribuido a una menor inflación y a favorecer el ingreso disponible, detonando más consumo. Sin embargo, ha tenido menos impacto hasta ahora para impulsar la inversión del sector privado.

**La baja inversión del sector público en infraestructura durante muchos años, ha limitado las perspectivas de crecimiento de largo plazo del país.** El gasto del sector público en capital físico (excluyendo Pemex) se ha mantenido por debajo de 3% del PIB en los últimos cuatro años y probablemente siga siendo bajo en los siguientes dos a tres años debido a la presión fiscal. Un periodo prolongado de baja inversión de los sectores, público y privado, junto con un crecimiento solamente moderado en el consumo, podría limitar las perspectivas de crecimiento del país en el mediano plazo, contribuyendo potencialmente a una erosión gradual del perfil financiero del soberano.

**El descenso de la producción petrolera ha tenido un mayor impacto sobre las cuentas fiscales y externas de México que sobre sus perspectivas de crecimiento porque la actividad relacionada con petróleo y gas representa solamente un 4% del PIB (frente a 9% en 2004).** Las exportaciones petroleras representan 5% de las exportaciones totales (frente a más de 15% hace cuatro años) y menos de 20% de los ingresos del sector público (respecto de un 40% hace tres o cuatro años).

**Aumenta la inversión en el sector de energía no petrolero, especialmente en oleoductos de gas natural provenientes de Estados Unidos (cuya capacidad podría casi duplicarse en los siguientes tres años).** El uso de gas natural más barato, dará por resultado un mercado mayorista más competitivo para la electricidad, lo que apoyará la competitividad de las industrias mexicanas.

**Los costos de las telecomunicaciones han bajado recientemente y el servicio ha mejorado derivado de una mayor inversión y de más competencia en un sector que alguna vez fue notoriamente oligopólico.** La autonomía del nuevo Instituto Federal de Telecomunicaciones, el regulador del sector, ha contribuido a fortalecer la administración del sector.

**La implementación exitosa de la reciente ley que fortalece a la comisión de competencia nacional podría desatar nuevas inversiones en diferentes sectores de la economía durante los siguientes tres a cuatro años.** De igual manera, las recientes reformas en educación y en el sector financiero tendrán un impacto positivo pero en el largo plazo. El gobierno ha acelerado la apertura al sector privado de la venta al menudeo de gasolina y ha permitido a firmas privadas que importen gasolina. Planea dejar que los precios minoristas del petróleo fluctúen dentro de una banda en 2017 y que se muevan hacia una liberalización total en 2018.

## Reforma de energía y Pemex - Un enfoque condicional o de romance complicado

Reformar Pemex constituye un desafío político y fiscal inmenso debido a su tamaño, importancia histórica, contribución sustancial a las arcas gubernamentales y al poder de los grupos de interés afectados por los cambios. Los bajos precios del petróleo han afectado la capacidad del gobierno para avanzar con la reforma de Pemex y del sector de energía en general al aminorar el entusiasmo del sector privado para invertir en el sector cuya apertura ocurrió recientemente.

La producción petrolera de México cayó por debajo de 2.2 millones de barriles por día (mbpd) en 2016 desde 3.3 mbpd en 2004. Esperamos que la producción de Pemex se estabilice alrededor de 1.9 mbpd en 2018. Pemex reportó pérdidas por US\$40,000 millones en 2015, en comparación con US\$18,000 millones el año pasado. Registró una pérdida de US\$7,700 millones en el primer semestre de 2016. El capital neto reportado de la empresa suma -US\$76,000 millones.

La estrategia del gobierno es fortalecer las finanzas de Pemex y sus capacidades operativas durante los siguientes años de manera condicional, buscando cambios sustanciales en sus operaciones a cambio de una mayor ayuda fiscal. Esta es probablemente la estrategia política más viable para avanzar con la reforma, pero tiene un costo fiscal.

El gobierno ha tomado recursos de Pemex mediante impuestos y regalías con base en sus ingresos brutos no en sus utilidades. El débil desempeño financiero de la compañía, aunado a la reciente reestructura de todo el sector de energía, obligará al gobierno a cambiar gradualmente hacia una nueva relación fiscal con Pemex, una que le dé más recursos a la empresa para administrar su negocios, de manera similar a otras empresas de energía. Con el tiempo, este cambio podría reducir los ingresos fiscales que Pemex provee al gobierno en un 1% del PIB. El gobierno tendría que compensar esa pérdida a través de nuevos ingresos fiscales de otras firmas en el sector de energía (conforme expandan eventualmente sus operaciones), así como de otras fuentes.

La reforma de energía involucra cambios organizacionales y operativos dramáticos dentro de Pemex, la creación de nuevas agencias regulatorias y el establecimiento de procedimientos cuya implementación tomará muchos años.

Los bajos precios del petróleo y un lento ritmo inicial de reestructura de las operaciones de Pemex, tras la aprobación de la reforma de energía a finales de 2014, han limitado la entrada de flujos de nueva inversión privada en el sector petrolero. Sin embargo, en su favor, el gobierno ha mostrado voluntad para adaptarse a las nuevas circunstancias y ha modificado los términos y condiciones de las rondas de licitación de petróleo y gas con base en los comentarios del mercado. También se ha vuelto más agresivo para forzar los cambios al interior de Pemex.

El gobierno ha dado pasos iniciales para inyectar fondos en Pemex asumiendo parte de su pasivo de pensiones, brindándole efectivo para contener sus cuentas por pagar y reduciendo gradualmente su carga fiscal. Ya ha inyectado \$73,500 millones de pesos mexicanos (MXN) -equivalentes a 0.4% del PIB de 2016- en Pemex para apoyar sus grandes pasivos por pensiones y ayudar a la empresa a revertir un marcado incremento en sus cuentas por pagar a proveedores. El gobierno podría dar respaldo adicional a Pemex por hasta MXN139,000 millones (0.7% del PIB de 2016) para sus pasivos por pensiones restantes. Además, el gobierno ha aligerado la carga fiscal sobre la producción de la petrolera, lo que probablemente le generará un alivio en su flujo de efectivo equivalente a MXN50,000 millones (0.25% del PIB) en 2016. A principios de este año, el gobierno también anunció que Pemex recortaría su gasto en MXN100,000 millones (0.5% del PIB de 2016), que se concentraría principalmente en inversiones.

Esperamos que el gobierno mantenga la presión sobre Pemex para que reduzca sus costos operativos y su presupuesto de inversión, al mismo tiempo que se mueve rápidamente con el establecimiento de contratos y asociaciones con empresas privadas para sostener la producción petrolera.

Pemex continúa financiándose a un costo financiero más alto que el gobierno (y no cuenta con una garantía soberana formal). Una potencial absorción de la deuda de Pemex por parte del gobierno probablemente reduciría la cuenta de intereses de la petrolera, dando por resultado ahorros de costos para el sector público en su conjunto. Pero el alivio directo a la deuda eliminaría, a los ojos del gobierno, una de las principales fuentes de presión sobre la empresa para que siga avanzando con sus recortes difíciles y otros cambios operativos.

Consideramos que el gobierno probablemente continuará evitando un rescate de la petrolera que reduzca sus incentivos para reestructurar su operación, pero podría brindar otras formas de respaldo discreto. La presión financiera continua aumentaría los incentivos para que Pemex disminuya su exposición a la refinación y a otras actividades secundarias, y se enfoque más en acuerdos compartidos de subcontratación (apertura de los campos existentes a socios) y producción.

Tales pasos generarían flujos de efectivo para Pemex y aligerarían su propia necesidad de inversión, contribuyendo por consiguiente a sus finanzas al mismo tiempo que sostiene y eventualmente impulsa la producción petrolera. Además, Pemex afronta un régimen fiscal menos gravoso en alianzas que en su propia producción, lo que le da incentivos para cambiar hacia tales contratos. La inversión futura en el sector de energía de México se vería menos afectada por la austeridad fiscal si una creciente participación de tal inversión proviniera del sector privado, limitando el impacto derivado del recorte del gasto en Pemex sobre el crecimiento económico del país.



## **Análisis externo: Déficits moderados en la cuenta corriente y una moneda que se negocia activamente**

- El peso mexicano es una moneda negociada activamente, de acuerdo con la definición en nuestros criterios, lo que aligera las necesidades de financiamiento externo del país.
- La inversión extranjera directa (IED) neta probablemente aumente en los siguientes tres años, especialmente en el sector de energía, financiada en gran medida mediante déficits moderados en la cuenta corriente.
- Las crecientes exportaciones de manufacturas, especialmente de automóviles, han compensado en gran parte el descenso de las exportaciones de petróleo, conteniendo los déficits comercial y de la cuenta corriente

**Esperamos que el perfil de liquidez externa de México se mantenga estable en los siguientes dos años.** El déficit en la cuenta corriente probablemente se sitúe en 2.7% del PIB en 2016, similar al del año anterior. Estimamos que el déficit de la cuenta corriente se mantenga en 2% del PIB en los siguientes dos años, reflejando un déficit comercial que sea ligeramente mayor. Es probable que el déficit comercial oscile alrededor de 2.5% del PIB en 2016, reflejando un mayor descenso de las exportaciones de energía y el estancamiento o baja de las importaciones. México ha registrado normalmente un superávit en las transferencias (principalmente remesas provenientes de Estados Unidos), lo que se compensa con un déficit comercial, servicios factoriales y no factoriales.

**El descenso secular de las exportaciones petroleras ha contribuido a un mayor déficit externo en los últimos años.** La demanda interna moderada y los favorables precios del petróleo han mantenido bajos los déficits comercial y de la cuenta corriente en los últimos años, a pesar del descenso en la producción y exportaciones petroleras. Sin embargo, la balanza comercial petrolera de México se movió a terreno deficitario desde 2015 (tras décadas de superávits), como reflejo de la caída en los precios de exportación y volumen del petróleo crudo. Como resultado en parte de ello, el déficit de cuenta corriente de México, que había promediado 1.6% del PIB durante 2000-2014, subió a 2.8% del PIB en 2015 y podría mantenerse por arriba de 2% en 2016 y 2017. Su déficit comercial promedio, que se situó apenas por arriba de 0.8% del PIB durante 2000-2014, aumentó a 1.4% del PIB en 2015 y es probable que siga cerca de 2% del PIB en 2016 y durante el siguiente año.

**Esperamos que la IED financie gran parte, si no es que todo, el déficit de cuenta corriente en los próximos tres años, limitando el incremento en la deuda externa neta.** La IED neta promedió 1.4% del PIB en 2005-2014, un bajo nivel considerando estándares regionales (en contraste, la inversión de cartera promedió 4% del PIB). Esperamos que la IED neta aumente a 2% del PIB y que sea mayor durante los siguientes tres años, y que se dirija a los sectores de energía, telecomunicaciones y automotriz. Los flujos de IED aceleraron el crecimiento del sector automotriz en los últimos años con un crecimiento promedio de sus exportaciones que se aceleró a casi 20% anual durante 2010-2015, en comparación con solamente 3.5% durante 2000-2009. México es ahora uno de los cinco principales productores de vehículos en el mundo.

**Las exportaciones de México están concentradas pero recientemente mostraron un perfil competitivo.** La economía está bastante abierta y sus exportaciones representan más de 37% del PIB del país pero el comercio está bastante concentrado. Un 80% de las exportaciones son productos manufacturados y poco menos del 80% de las exportaciones totales tienen como destino Estados Unidos (a la baja frente al 90% en 2000). Las exportaciones mexicanas representan casi 14% de las importaciones totales de Estados Unidos (segundo lugar después de China y ahora ligeramente por arriba de Canadá). La combinación de un crecimiento moderado de los ingresos en Estados Unidos junto con una moneda mexicana más barata, probablemente mantendrá esta participación de las exportaciones en los siguientes dos años.

**Tenencias de no residentes de deuda soberana emitida en el mercado local siguen siendo altas a pesar de la creciente aversión al riesgo que afecta en general la deuda de mercados emergentes.** Las tenencias extranjeras de deuda del gobierno mexicano (ahora en 33% de la deuda total) han bajado modestamente (principalmente en instrumento de corto plazo) a pesar de las olas de volatilidad en los mercados financieros en los mercados emergentes. En parte, esto refleja la significativa participación de inversionistas institucionales de dinero real. Sin embargo, estas tenencias entrañan cierto riesgo de reversión (los no residentes pueden decidir salir del mercado local si la volatilidad a nivel internacional aumenta de manera importante). No obstante, esperamos que la combinación de un sólido marco de políticas, la ausencia de desequilibrios económicos y más de US\$177,000 millones de reservas internacionales provean de flexibilidad al gobierno para manejar esta vulnerabilidad. Además, México tiene acceso a una línea de crédito contingente flexible del Fondo Monetario Internacional por hasta US\$88,000 millones.

**Liquidez externa sigue siendo manejable.** Prevemos que México tendrá necesidades de financiamiento externo bruto (pagos de la cuenta corriente y deuda externa del sector privado y público por vencer) en relación con los ingresos de la cuenta corriente y las reservas utilizables de un 92%. Proyectamos que la deuda externa neta en sentido estricto oscilará alrededor de 50% de los ingresos de la cuenta corriente en los próximos años. (Incluimos tenencias de deuda gubernamental local en manos de no residentes, en nuestras estimaciones de deuda externa porque nuestra metodología calcula la deuda externa con base en la residencia). Nuestras proyecciones suponen que la participación de tenencias de no residentes de deuda del gobierno central de México se mantiene estable.

El peso mexicano es una moneda de libre flotación y, de acuerdo con nuestros criterios, es una moneda que se negocia activamente. De acuerdo con el *Triennial Central Bank Survey* del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), el peso mexicano se compra o vende en más de 1% del volumen cambiario mundial. Aproximadamente tres cuartas partes de las transacciones financieras en las que participa el peso mexicano no involucran una parte mexicana. Nuestra evaluación de las necesidades de financiamiento externo de México refleja el rol internacional de su moneda.

### **Análisis fiscal: Aumento lento pero firme en la deuda del gobierno general**

- Un incremento sustancial en los ingresos tributarios no petroleros ha compensado el marcado descenso en los ingresos petroleros.
- La deuda neta del gobierno general, en torno a 45% del PIB en 2016, continúa aumentando de manera firme pero mantiene una composición favorable.
- Los pasivos contingentes del soberano son limitados.

**El sustancial descenso de los ingresos fiscales petroleros ha generado una creciente presión sobre la política fiscal, que se ha visto aligerada solo en parte por las recientes reformas tributarias.** Los mayores ingresos derivados de la reforma tributaria compensaron en parte la pérdida de más de cuatro puntos porcentuales del PIB en los ingresos petroleros del sector público en los últimos cinco años. Para 2016, proyectamos que los ingresos petroleros para el sector público podrían caer por debajo de 4% del PIB desde 8.9% en 2012. Los ingresos petroleros representaron menos de 15% de los ingresos del sector público en el primer semestre de 2016, en comparación con 35% en 2013.

El gobierno ha logrado absorber gran parte de la pérdida fiscal, debido en gran medida a la oportuna reforma tributaria de finales de 2013. La reforma introdujo nuevos impuestos y redujo exenciones fiscales, entre otros cambios, e impulsó la recaudación tributaria del gobierno central a 13% del PIB el año pasado desde 9.7% en 2012. En 2015, el déficit del gobierno general era de poco menos de 3% del PIB, contenido en gran parte por casi 1% del PIB en ingresos de un impuesto especial sobre la gasolina (IEPS).

**Proyectamos que el déficit del gobierno general de México se mantendrá por debajo de 3% del PIB en 2016, derivado de los recortes al gasto, buen nivel de recaudación tributaria, ingresos extraordinarios y de las coberturas sobre los precios de exportación de petróleo (opciones de venta a un precio de ejercicio equivalente al precio presupuestado del petróleo) que se aplica a los ingresos petroleros del gobierno central.** El gobierno anunció dos rondas de recorte al gasto a principios de 2016. La primera (de 0.7% del PIB) correspondió en gran medida a Pemex y la segunda (menos de 0.2% del PIB) sobre el gasto del gobierno federal. Es probable que el IEPS recaude nuevamente más de 1% del PIB en 2016. En abril de este año, el banco central de México transfirió MXN239,000 millones (o 1.2% del PIB) en dividendos al gobierno de su superávit 2015 (debido en gran parte a la depreciación del peso).

**Consideramos que el déficit del gobierno general se situará cerca de 3% del PIB en 2017 y que el balance del sector público será ligeramente más amplio.** El gobierno tiene un margen limitado para aumentar los ingresos tributarios no petroleros (como porcentaje del PIB) más allá de las ganancias modestas que obtendría con el fortalecimiento de la administración y cumplimiento. Los ingresos no tributarios probablemente bajen sin considerar algunos renglones extraordinarios recientes (principalmente, el dividendo del banco central recibido en 2016).

**No es probable que los ingresos petroleros aumenten sustancialmente en los siguientes dos años.** Podrían recuperarse en años posteriores si los precios aumentan sustancialmente y si aumenta la producción (de Pemex y de las nuevas firmas que están entrando al sector de energía). Sin embargo, cualquier incremento podría verse contrarrestado por una reducción gradual en los ingresos fiscales provenientes de Pemex a medida que el gobierno modifica su todavía pesada carga de gravámenes tributarios y no tributarios sobre la empresa para darle más recursos a fin de fortalecer sus propias finanzas débiles. En el lado del gasto, el gobierno probablemente tendría que estabilizar el gasto, si no es que reducirlo gradualmente (como porcentaje del PIB) tanto para los proyectos de capital como para los costos de personal a fin de alcanzar sus objetivos, lo que sería políticamente difícil lograr.

**El nivel de deuda de México ha aumentado gradualmente durante la última década.** La deuda neta del gobierno general fue de 42% del PIB en 2015, y esperamos que llegue a 45% del PIB en 2016 y que se acerque a 47%-48% del PIB en 2018-2019. Este índice ha aumentado de manera consistente desde el nivel de solamente 28% del PIB en 2005, lo que refleja el impacto de los continuos déficits fiscales moderados y bajo crecimiento del PIB. Pese a que México todavía tiene una deuda moderada, ahora tiene menos margen de maniobra fiscal que hace una década.

**Proyectamos que la deuda del gobierno general aumentará en 4% del PIB en los próximos tres años y que su carga de intereses (intereses a ingresos) se mantendrá por debajo de 10%.** El bajo crecimiento del PIB dificultará que el gobierno alcance su objetivo de estabilizar y reducir su deuda como porcentaje del PIB durante los próximos tres años. La carga de la deuda podría continuar aumentando como resultado de los déficits fiscales, potencial depreciación de la moneda, y asistencia financiera periódica a empresas como Pemex y la Comisión Federal de Electricidad (CFE).

**En nuestra opinión, los pasivos contingentes son limitados.** La deuda combinada (excluyendo pasivos por pensiones) de prominentes empresas del sector público (incluyendo a Pemex, CFE y a los bancos de desarrollo) totaliza un 10% del PIB. En junio de 2016, bajamos el perfil crediticio individual (*stand-alone*) de la CFE a 'b+' de 'bb-'. Incorporamos en nuestras calificaciones una probabilidad casi cierta de que el gobierno dará a Pemex y a la CFE respaldo extraordinario oportuno y suficiente en caso de problemas financieros. El gobierno ha apoyado a ambas entidades financiando sus grandes pasivos por pensiones (con emisiones de deuda que probablemente lleguen a 2% del PIB de 2015).

De acuerdo con nuestro Análisis de Riesgo de la Industria Bancaria (BICRA, por sus siglas en inglés), evaluamos a México en el grupo '4', siendo '1' el grupo con la categoría de riesgo más baja y '10' el de la más alta. De acuerdo con nuestras estimaciones, la deuda del gobierno federal (incluyendo el papel del Instituto para la Protección del Ahorro Bancario [IPAB]) representa menos de 20% de los activos del sistema bancario.

**La composición de la deuda del gobierno federal se mantiene favorable, predominantemente con emisiones locales en pesos mexicanos.** Probablemente el gobierno emite un 75% de sus necesidades de financiamiento en el mercado local cuya profundidad refleja la presencia de inversionistas institucionales. Los fondos de pensiones (Afores), cuyos activos se sitúan en un 14% del PIB, proporcionan una base dedicada para el papel del gobierno, que representa la mitad de sus activos.

Poco más de 20% de la deuda del gobierno central es externa, de la cual 70% es comercial y el resto corresponde a deuda oficial. Más de 80% de la deuda interna del gobierno se encuentra a tasas fijas. La deuda interna (excluyendo la deuda de menor plazo del IPAB) tiene una vida promedio de ocho años y duración de cinco años. La deuda externa tiene una vida más larga, en promedio de casi 22 años y duración de más de nueve años.

El soberano probablemente continuará diversificando sus fuentes externas de financiamiento, buscando nuevos inversionistas en nuevos mercados. Los no residentes, que detentan menos de 40% de la deuda en moneda local, han disminuido recientemente sus tenencias en Certificados de la Tesorería (Cetes) de corto plazo pero las mantienen en bonos de largo plazo en moneda local.

**El gobierno ha buscado alentar la inversión en energía, infraestructura y educación mediante la creación de nuevas fuentes de financiamiento en los mercados de capitales.** Las emisiones recientes de bonos para financiar infraestructura para la educación, y otros instrumentos de deuda titulizada diseñados para fondar los proyectos de Pemex, no cuentan con la garantía del gobierno pero podrían convertirse en pasivos contingentes del sector público. Sin embargo, es probable que el tamaño de esa deuda se mantenga en niveles modestos durante muchos años.

## **Análisis de la política monetaria: Inflación baja y tipo de cambio flexible sostiene la estabilidad**

- Esperamos que la inflación se mantenga estable alrededor de 3% en 2016-2018.
- El sector bancario se mantiene saludable y bien capitalizado y ha estado creciendo a un buen ritmo.
- Es probable que la expansión del crédito rebase el crecimiento nominal del PIB en los próximos tres años, impulsando la profundidad del sector financiero, pero la mayoría de las pequeñas y medianas empresas todavía adolecen de acceso al financiamiento bancario.

***El banco central de México, independiente formalmente, conduce su política monetaria bajo un marco de metas inflacionarias y un régimen cambiario flotante.*** El Banco de México (Banxico) tiene un único mandato: mantener tasas bajas y estables de inflación. Por lo tanto, respalda el crecimiento sostenido y la creación de empleo. La inflación se ha mantenido en un solo dígito desde 1999. El objetivo operativo de Banxico, desde enero de 2008, ha sido que la tasa de fondeo bancario 24 horas gestione la inflación y las expectativas de esta. La meta inflacionaria para 2016-2017 es de 3%, con un margen de más o menos 1%, sin cambio en los últimos años. Normalmente, la inflación en México se había mantenido por arriba del punto medio de 3% de la meta inflacionaria, hasta hace poco.

***El banco central mantuvo su tasa objetivo de política monetaria en 3% desde junio de 2014 hasta finales de 2015, cuando la subió a 3.25% en línea con el incremento en la tasa oficial del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos.*** Banxico subió su tasa objetivo de política monetaria dos veces en 2016 para llevarla a 4.25% a pesar del lento crecimiento en este año, señalando su intención de mantener la estabilidad financiera y evitar presiones inflacionarias derivadas de la mayor depreciación de la moneda. A principios de 2016, el banco central abandonó su política anterior basada en reglas de intervención en el mercado cambiario y ahora tiene más discrecionalidad para intervenir.

***La inflación se ha mantenido baja debido en gran parte a la credibilidad de la política monetaria del banco central a pesar de la sustancial depreciación del peso mexicano.*** Tanto la inflación subyacente como la general probablemente se mantendrán por debajo de 3% en 2016, amortiguada por los precios de la energía. La principal amenaza a la inflación proviene de potencial descenso significativo en el tipo de cambio y de su impacto sobre los precios de importación.

***La política monetaria mexicana opera en el contexto del riesgo de un movimiento marcado en el tipo de cambio que pueda afectar la confianza de los inversionistas extranjeros de cartera, quienes detentan 39% de la deuda soberana mexicana emitida localmente.*** Tal condición prevalece en muchos mercados emergentes, pero los riesgos son menos agudos en México debido a la credibilidad del banco central y al tamaño del mercado financiero.

***La intermediación en el sector financiero de México es baja, pero el sistema bancario es sólido.*** Los bancos comerciales tienen un capital adecuado de 15% (bajo requerimientos regulatorios) y siguen muy líquidos. La cartera vencida es de 2.5% de la cartera total y está totalmente reservada. El retorno sobre capital se mantiene sólido, cercano a 13% para el sistema bancario en su conjunto en los últimos dos años. Los pasivos externos comprenden solamente 3% de los pasivos bancarios totales, lo que minimiza el impacto directo de una pérdida potencial repentina de liquidez externa.

A pesar de contar con un sólido sistema bancario, la intermediación del sector financiero de México se encuentra entre las más bajas en América Latina y también en comparación con sus pares con calificaciones de 'BBB' y con otros países que tienen niveles similares de PIB per cápita. El crédito interno al sector privado y a empresas públicas no financieras se situó por debajo de 28% del PIB en 2015, pero fue superior al 22% en 2010. Esperamos que el crédito bancario total crezca 12%-14% en 2016, muy por arriba de la tasa de crecimiento del PIB nominal. Prevemos que el financiamiento bancario se expanda en un 10% anual en los próximos dos a tres años, con base en la continua baja inflación y el modesto crecimiento del PIB. La estabilidad económica y las reformas al sector financiero han contribuido a un ritmo firme pero moderado de profundización financiera.

***México tiene una de las mayores presencias de filiales locales de bancos extranjeros en América Latina, de acuerdo con su participación de activos totales u operaciones crediticias en el sistema.*** De acuerdo con el BPI, los activos extranjeros de bancos sobre entidades no bancarias representa 70% en México, y los bancos europeos constituyen aproximadamente la mitad de esta cifra. Los créditos en moneda extranjera se sitúan en un 18% del financiamiento de la banca comercial.

## Calificación en moneda local y evaluación de T&C

Nuestra calificación de moneda local de México se ubica dos niveles (*notches*) por arriba de la calificación en moneda extranjera por varias razones; entre ellas nuestra evaluación de la flexibilidad de las políticas, fiscal y monetaria, del país, y el respaldo del marco institucional, que incluye la política monetaria independiente del país y la estable trayectoria de la inflación así como un régimen de tipo de cambio flotante. Además, México tiene un activo mercado de renta fija y de dinero en moneda local, que representa 40% del PIB.

La evaluación de transferencia y convertibilidad de 'A+' se ubica tres niveles (*notches*) por arriba de nuestra calificación soberana en moneda extranjera de largo plazo de 'BBB+'. Refleja nuestra opinión de que la probabilidad de que el soberano restrinja el acceso a las divisas que necesitan los emisores no soberanos ubicados en México para cubrir su servicio de deuda es significativamente menor que la probabilidad de que el soberano incumpla en sus obligaciones en moneda extranjera. El régimen cambiario abierto de México y las políticas económicas orientadas al exterior sugieren que la probabilidad de que el país recurra a tales restricciones en un escenario negativo es menor que en los soberanos más intervencionistas. Los ingresos de la cuenta corriente representan poco más que el 30% del PIB.

**Tabla 2**  
Factores clave de calificación – México

Factores clave de calificación	Evaluaciones
Evaluación institucional	Neutral
Evaluación económica	Neutral
Evaluación externa	Fortaleza
Evaluación fiscal: flexibilidad y desempeño	Neutral
Evaluación fiscal: Deuda	Neutral
Evaluación monetaria	Neutral

*Nota: El análisis de S&P Global Ratings de la calidad crediticia de un soberano se basa en su evaluación y asignación de puntuaciones de cinco factores clave de calificación: (i) evaluación institucional; (ii) evaluación económica; (iii) evaluación externa; (iv) el promedio de la flexibilidad fiscal y desempeño, y de la deuda, y (v) evaluación monetaria. Cada factor recibe una evaluación en una escala numérica que va de '1' (el más fuerte) a '6' (el más débil). La puntuación fiscal es el promedio de la clasificación de desempeño y flexibilidad fiscal y de la clasificación de nivel de deuda soberana. Sección V. B. del artículo de criterios "Metodología y supuestos para calificar Gobiernos Soberanos", (23 de diciembre de 2014) resume cómo se combinan los distintos factores para determinar la calificación en moneda extranjera, mientras que la sección V. C. detalla cómo se han obtenido las puntuaciones. Este resumen de calificación indica si consideramos que los factores individuales de calificación que figuran en nuestra metodología constituyen una fortaleza o una debilidad para el perfil crediticio soberano, o si consideramos neutrales. Los conceptos de "fortaleza", "neutral" o "debilidad" son absolutos y no en relación con los soberanos en una categoría de calificación dada. Por lo tanto, los soberanos con calificación alta suelen mostrar más fortalezas, y los soberanos con calificación baja, más debilidades. De acuerdo con la metodología de Standard & Poor's para calificar soberanos, un cambio en la puntuación de los factores antes mencionados no lleva en todos los casos a un cambio en la calificación, tampoco un cambio en la calificación indica necesariamente cambios en una o más de las evaluaciones.*

## Criterios y Artículos Relacionados

### Criterios

- [Metodología de Calificaciones Soberanas](#), 23 de diciembre de 2014
- [Methodology for linking Short-Term and Long-Term Ratings for Corporate, Insurance and Sovereign Issuers](#), 7 de mayo de 2013.
- [Criterio para determinar las evaluaciones de riesgo de Transferencia y Convertibilidad](#), 18 de mayo de 2009.

### Artículos Relacionados

- [Reto de México para crecer es más político que económico](#), 30 de agosto de 2016.
- [México](#), 21 de marzo de 2016.
- [Análisis de Riesgos de la Industria Bancaria por País: México](#), 28 de agosto de 2015.

**Calificaciones (al 15 de septiembre de 2016)\***

México		
Calificación soberana		
Moneda extranjera		BBB+/Negativa/A-2
Moneda local		A/Negativa/A-1
Escala nacional –CaVal– (México)		mxAAA/Estable/--
Evaluación de Riesgo de Transferencia & Convertibilidad		
		A+
Deuda senior no garantizada		
		BBB+
Deuda de corto plazo		
		A-1
Historial de calificaciones soberanas		
23 de agosto de 2016	Moneda extranjera	BBB+/Negativa/A-2
19 de diciembre de 2013		BBB+/Estable/A-2
12 de marzo de 2013		BBB/Positiva/A-2
09 de julio de 2012		BBB/Estable/A-2
23 de agosto de 2016	Moneda local	A/Negativa/A-1
19 de diciembre de 2013		A/Estable/A-1
12 de marzo de 2013		A-/Positiva/A-2
28 de julio de 2011		A-/Estable/A-2
26 de noviembre de 2002	Escala nacional –CaVal– (México)	mxAAA/Estable/--

\*A menos que se especifique lo contrario, todas las calificaciones en este reporte corresponden a la escala global. Las calificaciones crediticias de Standard & Poor's en escala global son comparables entre países. Las calificaciones en escala nacional se refieren a emisores y emisiones dentro de un país específico.

Copyright © 2016 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello. S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

*S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de disseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx), [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar), [www.standardandpoors.cl](http://www.standardandpoors.cl), [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) (gratuitos) y en [www.ratingdirect.com](http://www.ratingdirect.com) y [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).*