

México después de la caída de los precios del petróleo

- La reforma energética marcó un verdadero parteaguas en la historia económica de México
- No obstante lo anterior, consideramos que los precios persistentemente bajos del petróleo postergarán una parte importante de los beneficios esperados de la reforma
- Es por ello que revisamos nuestros pronósticos de crecimiento del PIB de 2016 a 2020 a la baja
- En particular, para 2016 anticipamos un crecimiento del PIB de 2.7% anual

Reforma energética: Un verdadero parteaguas en la historia económica de México. El 11 de agosto de 2014 parecía que el curso de la historia económica de México estaba por fin delineando un camino de mayor crecimiento para nuestro país. Se había promulgado una reforma energética de gran calado. Una reforma ambiciosa que muchos no pensamos llegar a ver en nuestra vida. Apertura completa del sector energético, incluyendo gas, petróleo y energía eléctrica. Bajo el umbral de los cánones de corte comunista, este sector quedó atrapado en la exclusividad del gobierno mexicano por más de setenta años. A pesar de que los vientos de cambio soplaron en México a finales de los años ochenta con un programa de privatización de empresas del estado, así como la firma del Tratado de Libre Comercio con EE.UU. y Canadá, el sector energético había quedado al margen de ese esfuerzo liberalizador. Parecía que este sector estaba condenado a vivir en una lógica distinta a la de toda la economía en su conjunto.

Menor producción... Pasaron los años y no importaron los avances tecnológicos, ni el despegue tan grande que observó el precio del petróleo a mediados de primera década del siglo XXI –que lo llevó a niveles superiores a los 100 dólares por barril–, este energético y una gran parte de la cadena de valor de este sector continuaban en manos del gobierno exclusivamente. En este lapso, la producción de petróleo crudo en México pasó de 2.8 millones de barriles diarios (mdbd) en 1980 a 3.9 mdbd en 2014, para así caer a 2.8 mdbd en la actualidad, como se puede apreciar en la gráfica de abajo a la izquierda.

17 de junio 2015

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

Gabriel Casillas

Director General Análisis Económico
gabriel.casillas@banorte.com

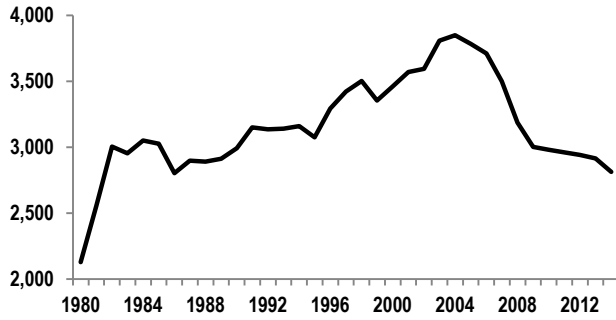
Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis y Estrategia
delia.paredes@banorte.com

Alejandro Cervantes

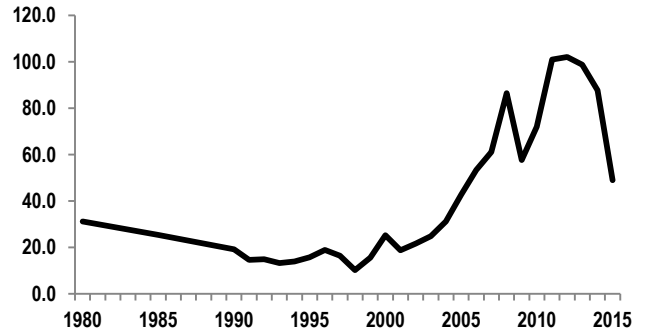
Economista Senior, México
alejandro.cervantes@banorte.com

Producción de petróleo
Mdbd



Fuente: EIA

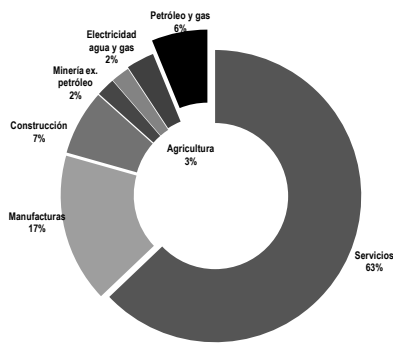
Precios del petróleo
dpb



Fuente: Secretaría de Energía y Pemex

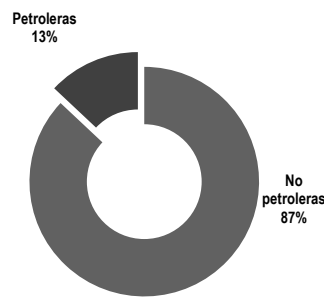
...y menor precio. Sabemos que la economía mexicana ya no está “petrolizada”, debido a que la producción de petróleo, gas y relacionados representa menos del 6% del PIB y sólo 13% de las exportaciones totales son petróleo y gas (ver gráficas a continuación). La importancia radica en que un tercio de los ingresos fiscales provienen de este sector. En este sentido, salvo en el 2009 –en el que el precio de la mezcla mexicana cayó 26.1%–, los ingresos fiscales no habían resentido la caída en la producción, debido a que ésta fue compensada por el fuerte aumento del precio del petróleo. Sin embargo, el precio del petróleo ha caído 40.3% de junio de 2014 a la fecha, como se puede apreciar en la gráfica de arriba a la derecha. Hacia delante, tanto las condiciones de oferta y demanda global, como los aspectos geopolíticos, nos inclinan a pensar que los precios del petróleo se quedarán en estos niveles “bajos” por un largo periodo de tiempo. En resumen, México ahora enfrenta menor producción y menores precios de petróleo.

Estructura del PIB
% del total



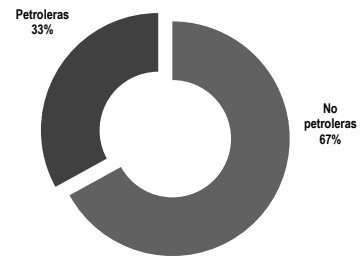
Fuente: INEGI, SHCP y Banorte-Ixe

Estructura de las exportaciones
% del total



Fuente: INEGI, SHCP y Banorte-Ixe

Ingresos del gobierno
% del total



Fuente: INEGI, SHCP y Banorte-Ixe

La reforma energética ante los persistentemente bajos precios del petróleo.

La persistencia de los bajos precios del petróleo sí tiene un impacto importante en los beneficios esperados de la reforma energética. En nuestra opinión, existen tres factores clave para evaluar dichos impactos: (1) Los costos de producción de los diferentes tipos de pozos petroleros; (2) el tipo de empresa que participa en los diferentes tipos de pozo petrolero; y (3) el impacto que los diferentes tipos de pozos pueden tener en la actividad económica.

(1) Costos de producción. De acuerdo a expertos en esta materia, el costo de traer un barril de petróleo a la superficie en los pozos de lutitas (o *shale*), así como de aguas profundas se encuentra alrededor de 50 a 60 dólares por barril (dpb) en promedio, muy por arriba de los costos relacionados con la extracción en aguas someras o campos convencionales en tierra, que van de 6 a 20 dpb.

(2) Tipo de empresa y pozos que perforan. Las empresas productoras de petróleo generado en pozos de lutitas no son grandes empresas como es el caso de *BP*, *Exxon*, *Chevron* o *Shell*, que se dedican a pozos convencionales en tierra, aguas someras, así como pozos no convencionales en aguas profundas. De hecho, las empresas que explotan petróleo en campos de *shale* son mucho más pequeñas y no están integradas verticalmente. Como resultado, empresas que explotan los pozos de *shale* sólo obtienen beneficios basados en la extracción de petróleo y no de otras partes de la cadena de suministro.

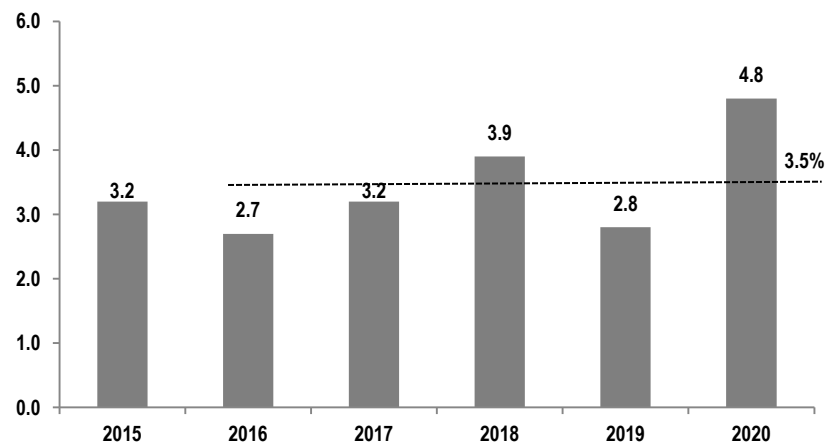
(3) Impacto económico de los diferentes tipos de pozo petrolero. Consideramos que la “derrama económica” que puede dejar la explotación de pozos de lutitas es mucho mayor que la de pozos convencionales en tierra, aguas someras o aguas profundas. Utilizando el ejemplo de la cuenca de “Eagle-Ford” en el estado de Texas (EE.UU.), la explotación de petróleo de lutitas propició la construcción de carreteras, ductos, hoteles y restaurantes a lo largo de los 14 condados que forman esta cuenca. De hecho, estudios serios concluyen que en el año 2012, el PIB adicional que se generó en esta región fue cercano a los 60 mil millones de dólares, que son cinco puntos del PIB de México. Por esto no era difícil pensar que México podía crecer a tasas de 5% en los próximos años. No obstante lo anterior, en el caso de pozos convencionales en tierra, pensamos que el valor agregado es menor que en los de lutitas debido a que ya existe una gran cantidad de infraestructura alrededor de éstos. Inclusive en muchos es éstos hay “ciudades artificiales” creadas alrededor de los pozos (*e.g.* Ciudad Pemex en el estado de Tabasco). En el caso de aguas someras y profundas, el valor agregado se concentra en el petróleo que se puede extraer, debido a que la lejanía de las plataformas con respecto a la costa no genera tantos incentivos para la apertura de nuevos negocios como hoteles, restaurantes, etc. Adicionalmente, anticipamos que en el caso de aguas profundas, las plataformas se importen de otros países.

Inversión en pozos convencionales, aguas someras y aguas profundas, pero no en lutitas. En resumen, si bien consideramos que se llevarán a cabo inversiones importantes en pozos convencionales en tierra y aguas someras – debido a los bajos costos de extracción-, anticipamos que no habrá inversiones en campos de lutitas (*e.g.* cuencas de Burgos y Sabinas) ante la persistencia de los bajos precios del petróleo. En el caso de aguas profundas esperamos inversiones importantes a pesar de los altos costos de producción, debido a que son las empresas más grandes y más verticalmente integradas quienes participan en estos pozos. Por lo que, combinado con el horizonte de inversión –que en muchas ocasiones es mayor a diez años-, puede propiciar inversiones. No obstante lo anterior, como se comentó en el párrafo anterior, la “derrama económica” de los pozos de lutitas es mucho mayor relativamente a los demás campos petroleros, lo que limita el valor agregado esperado de la reforma energética.

La economía mexicana alcanzará un PIB potencial de alrededor de 3.5% en los próximos cinco años. Debido a los bajos precios del petróleo y la alta probabilidad de que se mantengan así por un largo periodo de tiempo, estimamos que la inversión que se podrá detonar en el sector energético – producto de la reforma en este sector-, será significativamente menor a la que habíamos anticipado anteriormente con un escenario de precios por arriba de 100 dólares por barril. Es por ello que estimamos ahora que la economía mexicana alcanzará un crecimiento potencial de 3.5% en los próximos cinco años, en lugar de 5% como habíamos previsto con anterioridad. Es importante destacar que la economía mexicana ha crecido alrededor de 2.5% en los últimos veinte años. Así, estimar que en los últimos años crecerá un punto porcentual por arriba de la tasa histórica tomando en cuenta los beneficios de las reformas estructurales aprobadas. Sin embargo, como hemos mencionado en nuestras publicaciones, uno de los retos más importantes de la economía mexicana en los próximos años es la eficiente implementación de este paquete de reformas, de tal manera que efectivamente se libere el potencial de crecimiento. En nuestra opinión, el gobierno tiene una “*oportunidad de oro*” para llevar a cabo una reforma al sistema judicial mexicano y lograr fortalecer el marco institucional e instaurar un estado de derecho. Una reforma así impulsaría significativamente la instrumentación de las reformas estructurales aprobadas y agilizaría sus consecuencias positivas sobre la economía.

Estimados de crecimiento para la economía mexicana

% anual



Fuente: Banorte-Ixe

Optimismo limitado por bajos precios del petróleo. A manera de conclusión, continuamos siendo optimistas respecto al futuro de la economía mexicana debido al gran calado de la mayoría de las reformas estructurales. Por un lado, el impacto de varias de estas reformas tardará en observarse debido a la naturaleza de las mismas, asunto que anticipábamos. Por el otro lado, en el caso de la reforma energética, consideramos que la fuerte caída de los precios del petróleo, así como su probable persistencia –que no anticipábamos-, no propicie las inversiones ni el valor agregado que habíamos contemplado cuando los precios del petróleo se encontraban por arriba de los 100 dólares por barril.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón; Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentín III Mendoza Balderas, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, María de la Paz Orozco, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.
Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Rey Saúl Torres Olivares	Analista Economía Nacional	saul.torres@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategía de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategía de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategía de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategía de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Victor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.orozco@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	vrolدان@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454