

# Situación México

Tercer Trimestre 2015  
Unidad México

- Esperamos que la demanda proveniente de EE.UU. aumente en los siguientes meses, apoyando así al crecimiento económico en México en la segunda parte del año
- Estimamos que la inflación anual continuará reduciéndose y cerrará el año en mínimo histórico en torno a 2.5%
- La depreciación reciente del peso ha estado dominada por factores externos como son la expectativa de un inminente aumento de la tasa monetaria en EE.UU. y la caída en el precio del petróleo. A medida que estos factores queden atrás, el peso debería apreciarse moderadamente

## Índice

1. En resumen	3
2. Moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes	5
3. Actividad económica moderada e inflación en mínimo histórico	11
3.1 Factores externos limitan el crecimiento económico	11
3.2 La inflación continúa alcanzando mínimos históricos	22
3.3 La estabilidad financiera gana relevancia para una eventual decisión de aumento de la tasa monetaria	26
3.4 El dólar alcanza nuevos máximos históricos ante la expectativa de un inminente aumento de la tasa monetaria en EE.UU. en los próximos meses	28
4. Previsiones Económicas	31

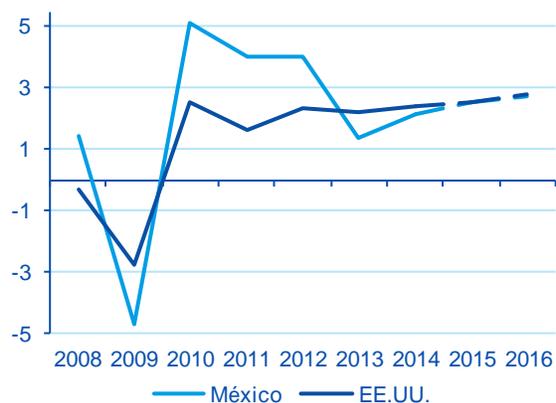
Fecha de cierre: 14 de agosto de 2015

# 1 En resumen

El crecimiento económico mundial continúa pero a un ritmo algo más bajo de lo previsto, especialmente en economías emergentes, y con algunos riesgos más intensos. Las economías desarrolladas mantienen expectativas favorables y en 2015 tendrán su mayor crecimiento desde 2010 apoyadas por la política monetaria, el menor endeudamiento privado y la moderación de los precios del petróleo. Las economías emergentes se desacelerarán por quinto año consecutivo, periodo coincidente con el ajuste del crecimiento chino y del precio de las materias primas. Con todo, el crecimiento mundial estará modulado por el impacto que tenga la subida de tasas de interés de la Reserva Federal, la primera desde enero de 2004, y el ritmo de la desaceleración económica de China. En el escenario más probable, el crecimiento del PIB mundial repetirá en 2015 el 3.4% registrado en 2014 y se acelerará hasta el 3.8% en 2016.

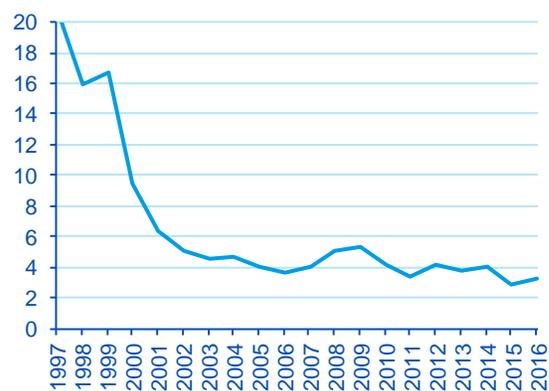
La Reserva Federal comenzará a subir la tasa de los fondos federales posiblemente en septiembre, ya que se está alcanzando el objetivo de fortaleza del mercado laboral estadounidense. La inflación subyacente y los salarios no muestran riesgos para la estabilidad de precios, lo que augura, junto a la cautela propia de ser la primera subida en cerca de una década, un ritmo de aumentos muy pausado, llegando los fondos federales a 1.50% a finales de 2016. En su estrategia de comunicación sobre la normalización monetaria, la Reserva Federal ha señalado que “depende de los datos”, por lo que un deterioro económico, más probable fuera de EE.UU., o un descenso de las presiones inflacionarias podrían retrasar la primera alza e incluso ralentizar el ritmo de las posteriores.

Gráfica 1  
**Crecimiento anual del PIB de México y Estados Unidos (Porcentaje)**



Fuente: INEGI, BEA y BBVA Research

Gráfica 2  
**Inflación anual (Porcentaje)**



Fuente: INEGI y BBVA Research

En el caso de México, se mantiene la previsión de crecimiento en 2.5% para 2015 y 2.7% para 2016, con lo que la economía tendría un mayor dinamismo que en los dos años previos. El principal motor de crecimiento sería la demanda externa proveniente de EE.UU. que parece empezarse a materializar con el aumento reciente en la producción industrial en aquel país. Otro factor de impulso sería la mejora en el consumo interno. Por ejemplo, el aumento en las ventas al menudeo sugiere una mejora moderada en la demanda interna, aunque todavía es tenue. Esta mejora podría estar asociada al aumento observado en el gasto público en el primer semestre, a un ligero aumento del salario real (alrededor de 1.3% por arriba de la inflación) ante la caída en la inflación, y a la

formalización de empleo. Entre los riesgos para estas perspectivas destacan un efecto mayor al esperado de la reducción anunciada del gasto público, o una reducción mayor, y un menor crecimiento de la industria en EE.UU. resultado de una menor demanda global.

La inflación general ha continuado marcando nuevos mínimos históricos. En los últimos tres meses (mayo, junio y julio) se ubicó por debajo de 2.9%, además de que en julio se situó en 2.74%. Anticipamos que se ubicará por debajo de ese nivel el resto del año y cerrará el año en torno a 2.5%. Efectos de comparación anual favorables por los aumentos impositivos en enero de 2014, menores incrementos en los precios de la gasolina, reducción en tarifas de electricidad por la disminución de los precios de los combustibles utilizados en su generación, la amplia holgura de la economía, y la reforma de telecomunicaciones, que no sólo eliminó cobros de larga distancia sino también generó mayor competencia que se sigue traduciendo en reducciones de distintas tarifas para los usuarios, son los principales factores que han contribuido a la favorable evolución de la inflación durante este año, y que permitirán que alcance un mínimo histórico al cierre del año. El riesgo principal para la inflación y sus expectativas es la reciente depreciación cambiaria. No obstante, estimamos que el traspaso del tipo de cambio a los precios sería acotado ante la importante holgura en la economía y la perspectiva de que la depreciación no continúe e incluso se observe una ligera apreciación en 2016. Para 2016 se estima una recuperación moderada de la actividad económica y el efecto de comparación sería desfavorable para la inflación anual con lo que prevemos que ésta aumente ligeramente por arriba de 3.0% a partir de enero de 2016 y promedie alrededor de 3.3% en el año.

En cuanto a la política monetaria, cabe señalar que Banxico (Banco de México) modificó su calendario de reuniones de decisión de política monetaria para situarlas un día o dos después de que la Reserva Federal comunique sus decisiones de política monetaria. Aunado a esto, el banco central ha venido señalando que el principal riesgo para la inflación es la depreciación cambiaria, la cual se podría exacerbar en el momento del inicio del ciclo de aumentos de la tasa de política monetaria en EE.UU. Con lo cual, prevemos que el Banco de México iniciará su ciclo de subidas al mismo tiempo que la Reserva Federal. De momento, seguimos previendo que ambos bancos centras realizarán su primer movimiento al alza en septiembre de este año. Hacia delante, el ritmo de subidas debiera ser gradual y similar al de la Reserva Federal. Seguimos anticipando que Banxico podría ajustar al alza su tasa de referencia para llevarla a 3.25% y 4.00% al cierre de 2015 y 2016, respectivamente. Sin embargo, de continuar la elevada holgura y la baja inflación por más tiempo del anticipado, Banxico podría plantearse un ritmo de subidas algo más lento.

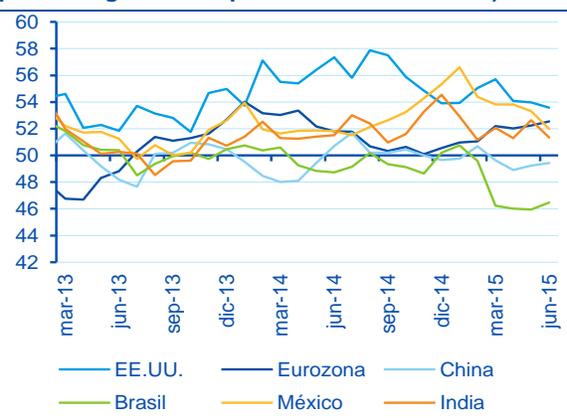
El tipo de cambio ha venido alcanzando máximos históricos por arriba de 16 pesos por dólar impulsado por los datos que apoyan el inicio de la normalización monetaria en EE.UU. y una caída en el precio del petróleo, la cual esperamos no se profundice. Estimamos que el peso se encuentra por arriba de sus niveles de largo plazo, por lo que una comunicación de la Reserva Federal que sugiera que el ciclo de subidas de tasas de interés que inicia –tentativamente en septiembre– sería lento, apoyaría la percepción que la liquidez permanecería todavía por un periodo prolongado y abriría así espacio para una ligera apreciación del tipo de cambio, que estimamos en torno a los 15.1 pesos por dólar a finales de año.

## 2 Moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes

Los datos de crecimiento de las principales economías confirmaron la desaceleración del PIB mundial en el primer trimestre de 2015 al registrar, según nuestras estimaciones<sup>1</sup>, la menor tasa de avance anual desde principios de 2014 (2.1% frente a un promedio del 2.8% de los dos trimestres precedentes). Los indicadores de actividad disponibles anticipan un mayor dinamismo de la economía mundial en el segundo trimestre al hilo de la recuperación de Estados Unidos (EE.UU.) tras la moderación del PIB observada en los primeros meses del año, la fortaleza del área euro y el mantenimiento del crecimiento del PIB chino en el 7% anual, el mismo registro que en el primer trimestre. Con todo, el PIB mundial habría crecido por debajo del 3% anual en el primer semestre del año, justificando la revisión a la baja de nuestro pronóstico de crecimiento para el conjunto de 2015 (3.4%, una décima menos que el contemplado en abril). En 2016, la economía mundial podría acelerar su ritmo de avance hasta alcanzar un crecimiento del 3.8%.

Pese a la sorpresa negativa del PIB estadounidense en el primer trimestre, el bloque de economías desarrolladas continúa compartiendo expectativas de crecimiento favorables. Esto contribuye a limitar el impacto que la desaceleración de las economías emergentes de mayor relevancia está teniendo en la actividad y el comercio mundiales. De hecho, mientras que el primer grupo podría crecer en 2015 a su ritmo más elevado desde 2010, superando ligeramente el 2% anual, el segundo volvería a moderar su crecimiento por quinto año consecutivo.

Gráfica 2.1  
**PMI de manufacturas (niveles superiores a 50 puntos significan expansión de la actividad)**



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 2.2  
**PIB mundial: crecimiento anual (% , previsiones 2015-16)**



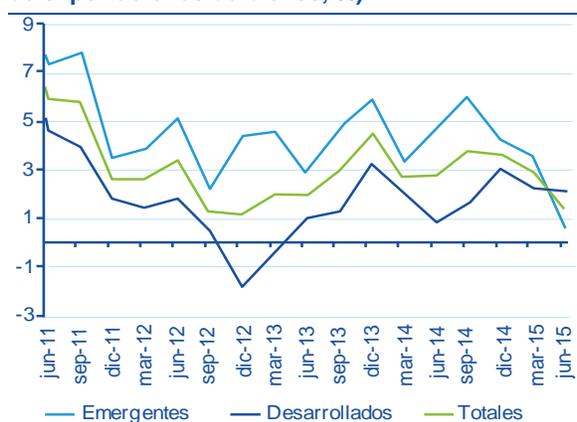
Fuente: BBVA Research

Muestra de la persistencia que ha adquirido la desaceleración del ciclo emergente es el deterioro observado en los registros de comercio, producción industrial y confianza empresarial de algunas de sus principales economías desde finales de 2014. El volumen de exportaciones de Asia experimentó en el primer semestre del año la mayor corrección trimestral desde 2009 debido, en gran parte, al efecto de la menor demanda procedente de China sobre los flujos comerciales del resto de países de la región. La debilidad de la actividad industrial de Latinoamérica, que

<sup>1</sup>: Estimación basada en el indicador de actividad global (GAIN) de BBVA Research. Detalle metodológico en <http://bit.ly/1nI5RIn>

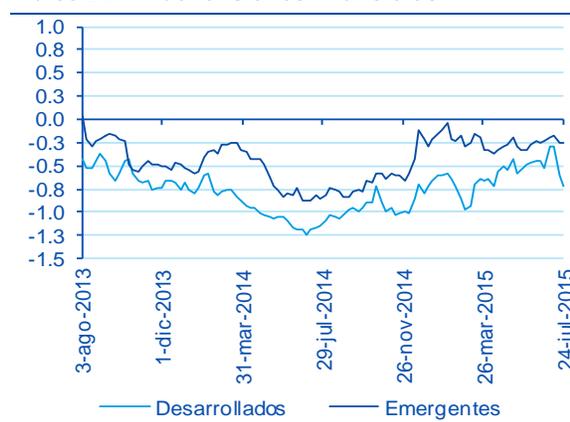
acumula siete trimestres consecutivos de caída, es otro de los termómetros que pone de manifiesto tanto el impacto del menor crecimiento de China como la pérdida de dinamismo de la demanda interna en economías relevantes como Brasil. El hecho de que los índices de sentimiento del sector manufacturero de Asia y Latinoamérica se sitúen en niveles compatibles con una contracción de la producción todavía a finales del segundo trimestre no sugiere una reversión de esta dinámica a corto plazo, sobre todo en un contexto de estabilización del precio de las materias primas en niveles reducidos (el precio del barril de Brent ha caído en 10 dólares en un mes hasta situarse en 55 dólares a finales de julio). La exposición comercial de Europa del Este al área euro y, en particular, a Alemania, justifica el mejor comportamiento relativo de esta región en el inicio de año.

Gráfica 2.3  
**Comercio mundial (variación anual del volumen de exportaciones de bienes, %)**



Fuente: BBVA Research y CPB

Gráfica 2.4  
**Índice BBVA de tensiones financieras**



Fuente: BBVA Research

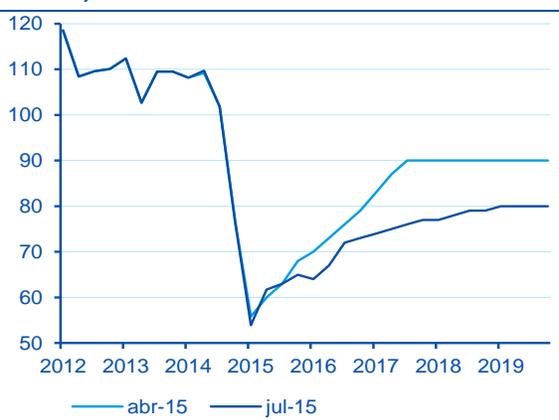
Además de la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico, el contexto global se ha caracterizado en el último trimestre por la materialización de algunos de los eventos de riesgo señalados hace tres meses y cuya agudización podría frenar la recuperación mundial. El primero de ellos reside en el episodio de inestabilidad financiera en China ocasionado por la fuerte corrección de su bolsa de valores, en un escenario de moderación tendencial del crecimiento, muy intensivo en el recurso al endeudamiento, y un proceso de liberalización financiera en marcha. El segundo, e igualmente relevante, es la crisis griega y las dificultades existentes para alcanzar un acuerdo que asegure, en el corto plazo, el cumplimiento de los compromisos financieros del país y, a más largo plazo, la sostenibilidad de su deuda mediante reformas que aumenten la capacidad de crecimiento económico de ese país.

La combinación de ambos eventos de riesgo, a la vez que se acerca el alza de tasas de interés de la Fed, ha elevado las tensiones financieras a escala global, en particular, en forma de mayor volatilidad en los mercados bursátiles y de divisas, y con una intensidad superior en el área del Euro y Asia. El repunte de los índices BBVA de tensiones financieras ha sido significativo tanto en el bloque de países desarrollados como en el de emergentes desde finales de 2014. En este sentido, el mantenimiento de políticas monetarias laxas, sobre todo tras la implementación del programa de compra de deuda pública del BCE, está siendo determinante. Ahora bien, el riesgo de que asistamos a un episodio adicional de la volatilidad financiera con el inicio del ciclo de alza de tasas de interés en EE.UU. sigue siendo elevado.

La fortaleza exhibida por el mercado laboral de EE.UU. y el carácter transitorio atribuido a la desaceleración reciente de la actividad continúan situando el primer aumento de las tasas de interés de referencia (*Fed funds*)

en septiembre. En la medida en que la Fed sigue reiterando que el endurecimiento monetario será muy gradual y el contexto global se ha deteriorado tras los eventos de China y Grecia, el mercado está descontando un ritmo de aumentos y, por tanto, un nivel de llegada para los *Fed funds* a finales de 2016 sustancialmente inferiores a los de los pronósticos del FOMC. La necesidad de que se materialice el proceso de normalización monetaria justifica que sea 2015 el año en el que se produzca el primer aumento de tasas de interés. Ahora bien, la senda de incrementos continuará condicionada por la solidez de la recuperación económica y de las expectativas de inflación. Consideramos que un deterioro adicional del entorno externo de EE.UU. podría retrasar el comienzo del ciclo de alzas que, en todo caso, situará el nivel de los *Fed funds* en el 1.50% al final de 2016. Si la Fed opta por un esquema de subidas más agresivo del que sugiere dicha recuperación, los aumentos de volatilidad financiera pueden ser relevantes. El margen de maniobra de los bancos centrales de economías emergentes para efectuar recortes adicionales de tasas de interés, en niveles históricamente reducidos en la mayoría de ellas, sería menor dado el riesgo de reasignación de flujos de capital hacia países desarrollados.

Gráfica 2.5  
**Precio del barril de petróleo y previsiones (dólares)**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 2.6  
**Expectativas de inflación a mediano plazo (swaps de inflación, %)**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

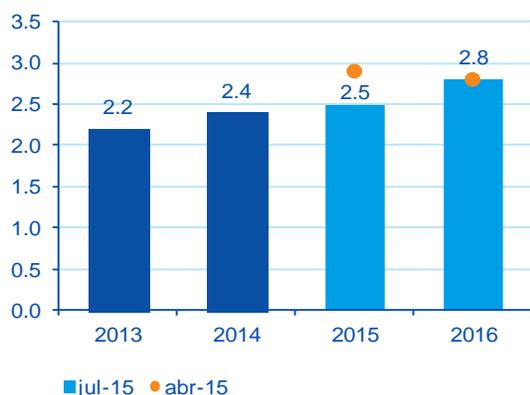
En lo que respecta al contexto de precios, uno de los elementos diferenciales del escenario global en el último trimestre ha sido la moderación de la caída de las tasas de inflación en respuesta a la estabilización del precio del petróleo y la dimensión de los estímulos monetarios. Sin embargo, en el bloque de países desarrollados todavía se mantienen muy por debajo de las cotas compatibles con los objetivos de estabilidad de precios de las autoridades monetarias. La corrección de las previsiones de precios del petróleo que sugieren el comportamiento de la oferta y el debilitamiento de la demanda china podría lastrar la recuperación incipiente de los precios al consumo e intensificar las caídas de los precios industriales y de importación. El incremento del suministro petrolero por parte de Irán tras el acuerdo nuclear con EE.UU. y la mejora de la eficiencia en los canales de producción estadounidenses anticipan un aumento de la oferta superior al estimado a principios de año. Aunque a mediano plazo unos menores precios de la energía resultado de una mayor disponibilidad de oferta constituyen un impulso para el crecimiento económico mundial, a corto plazo pueden suponer un lastre dado su impacto negativo sobre los ingresos de países que son productores netos y sobre la inversión del sector energético en economías como EE.UU.

La dirección de las políticas monetarias y la evolución de los focos de riesgo arriba mencionados y del mercado de materias primas seguirán determinando la trayectoria de los flujos de capital y, por ende, el comportamiento de las variables financieras. El antagonismo esperado entre la política monetaria de la Fed y la del BCE, así

como la incertidumbre sobre la resolución definitiva de la crisis griega, continuará dando soporte a la cotización del dólar frente al euro, en un escenario en el que el diferencial de rentabilidad a largo plazo entre los activos soberanos de ambas áreas se mantendrá favorable al primero. Por su parte, el menor crecimiento económico del grueso de economías emergentes limitará el margen de apreciación de sus divisas.

En lo que se refiere al detalle de las principales áreas, destaca la intensa desaceleración de la economía de EE.UU., tras estancarse prácticamente en el primer trimestre y registrar un avance modesto en el segundo a tenor de la lectura de los indicadores disponibles de actividad y confianza. El balance del primer semestre, peor de lo esperado, justifica la revisión a la baja de la previsión de crecimiento para el conjunto de 2015, pudiendo situarse en el 2.5%, cuatro décimas inferior a la contemplada en abril. La incertidumbre sobre el comportamiento del ciclo económico en los próximos trimestres es ahora mayor teniendo en cuenta el impacto de la apreciación persistente del dólar sobre las exportaciones, la debilidad de la inversión privada y el deterioro del contexto global. Aun así, el PIB estadounidense podría crecer al 2.8% en 2016.

Gráfica 2.7  
EE.UU. (Crecimiento económico, % a/a)



Fuente: BBVA Research

Cuadro 2.1  
Monitor de seguimiento económico de la Fed

	Tasa de desempleo, %	Var. en empleo privado (MM3M, miles)	Inflación subyacente, %	Salarios medios por hora (var. anual), %
<b>Objetivo</b>	5.2-5.5	200	2.00	2.50
<b>QE3 inicio (Sep-12)</b>	7.8	157	1.66	1.44
<b>dic-13</b>	6.7	198	1.34	2.16
<b>QE3 fin (Oct-14)</b>	5.7	228	1.48	2.27
<b>May/Jun 2015</b>	<b>5.3</b>	<b>221</b>	<b>1.24</b>	<b>1.94</b>

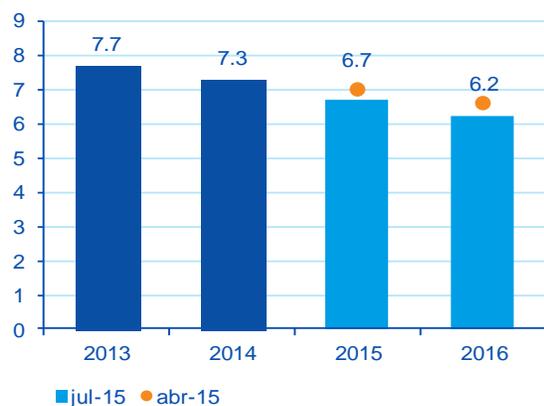
Fuente: BBVA Research y Haver

Las expectativas de mayor dinamismo económico recaen, en gran medida, en el crecimiento del consumo privado gracias a las ganancias sostenidas de empleo (EE.UU. sigue creando empleo a ritmos de 200 mil personas por mes y la tasa de desempleo ha caído hasta el 5.3%), la recuperación progresiva del precio de la vivienda y el alivio que supone el mantenimiento de tasas de interés en niveles bajos para la carga de deuda de los hogares. Con todo, el crecimiento moderado de los salarios reales, todavía ligeramente por debajo del 2% anual, y el aumento de la tasa de ahorro familiar explican el menor aumento del consumo en comparación con otros episodios de similar dinamismo del mercado laboral y bajos precios. En el crecimiento del consumo privado descansa también la convergencia gradual de la inflación hacia el objetivo de política monetaria del 2%; un objetivo que podría retrasarse hasta 2017 (0.5% y 1.8% son las previsiones de inflación general barajadas para 2015 y 2016) y que está determinando la función de reacción de la Fed.

China ha centrado la atención en el último trimestre con motivo de la fuerte corrección de su mercado bursátil y el potencial impacto que ello puede tener tanto sobre el ciclo económico interno como sobre la estabilidad financiera y el crecimiento globales. Por el momento, el primer semestre del año se ha saldado con un incremento interanual del PIB del 7% pero es previsible que el ritmo de crecimiento económico se ralentice en los dos próximos trimestres debido al impacto del episodio reciente de tensiones financieras. Además del efecto negativo en la confianza de los

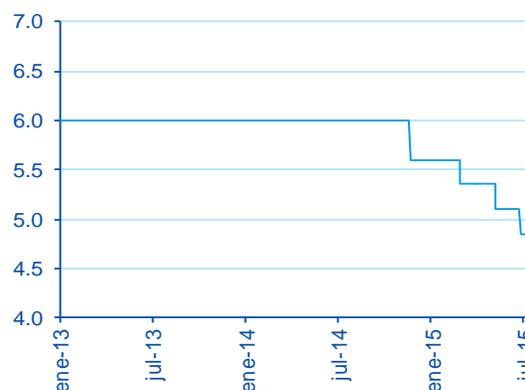
agentes privados, también se puede dar un potencial retraimiento de las decisiones de consumo como consecuencia del descenso de la riqueza financiera en manos de los hogares<sup>2</sup>. Pero, sobre todo, es previsible un deterioro de las condiciones de financiamiento empresarial, vinculado tanto a la suspensión de nuevas ofertas de acciones en el mercado bursátil como a la pérdida de valor del colateral en la obtención de préstamos bancarios. Es en estos factores en los que se sustenta la revisión a la baja del pronóstico de crecimiento de China para 2015 y 2016, hasta situarse en el 6.7% y 6.2% respectivamente (tres y cuatro décimas menos que en el escenario de abril).

Gráfica 2.8  
China (Crecimiento económico, % a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.9  
China (Tasas de interés de referencia, %)



Fuente: BBVA Research y Haver

La batería de medidas de estímulo adoptadas por las autoridades del país para evitar que el contagio al ciclo de actividad sea mayor explica que no se contemple un ajuste más intenso de la senda de crecimiento, teniendo en cuenta el proceso de desaceleración en el que se encuentra inmersa la economía (la estabilización de las tasas de inflación general por debajo del 2% es un buen ejemplo de ello). A las tres reducciones de las tasas de interés de referencia y los dos recortes del coeficiente de caja desde finales de 2014, se suma el programa de inyección de liquidez al sector bancario a través del descuento de deuda pública local (pseudo *quantitative easing*) y las decisiones recientes de estabilización del mercado bursátil a la que contribuyeron de forma decisiva las empresas estatales. Es previsible que se mantenga el carácter laxo de la política monetaria en lo que resta de año, con una bajada adicional de las tasas de interés de referencia en 50pb, y se opte por flexibilizar gradualmente la política fiscal.

La eurozona sigue mostrando un patrón de recuperación sostenida, con tasas de crecimiento trimestral del PIB del orden del 0.4% en los dos primeros trimestres del año. La demanda interna, y en particular el consumo privado, continúa soportando la mejora de la actividad, que empieza a ser común al conjunto de principales economías. El mayor dinamismo de Francia e Italia se une a la fortaleza de Alemania y al avance del PIB español a ritmos próximos al 1% trimestral. La emergencia de algunos focos de riesgo con impacto diferencial en la región puede reducir ligeramente el crecimiento esperado para 2015 y 2016 pero, incluso así, los pronósticos siguen siendo positivos (+1.4% en 2015 y +1.9% en 2016, una y tres décimas inferiores a los de abril).

La recesión económica de Rusia y la desaceleración de China pueden afectar a la dinámica de exportaciones en un contexto en el que la depreciación del euro puede ser más contenida que lo previsto a principios de año. El crecimiento de la inversión es uno de los puntos pendientes del perfil de recuperación de la eurozona, al

<sup>2</sup>: Con información disponible a 2012 de la Encuesta Financiera a los Hogares, el 8% de los hogares chinos reconocía tener inversiones en bolsa, siendo este porcentaje de casi el doble en el caso de hogares urbanos.

<sup>3</sup>: La autoridad monetaria ha vuelto a reiterar su intención de completar el programa de compra de activos y mantenerlo en vigor hasta, al menos, septiembre de 2016.

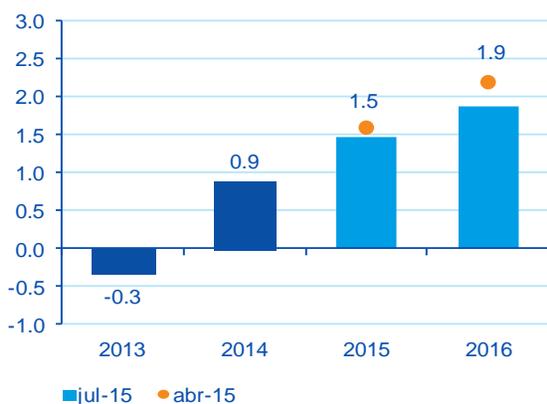
<sup>4</sup> Ver el artículo "Se formalizan 40 mil empleos en el Estado de México", publicado en El Financiero el 7 de febrero de 2014.

situarse en niveles todavía bajos (por debajo del 22% del PIB), por lo que un endurecimiento de las condiciones de financiamiento asociado a la incertidumbre sobre la crisis griega podría terminar lastrando las decisiones de nueva concesión de crédito (mayores costos y/o reducción de importes concedidos) y, por ende, de inversión. Por el contrario, la caída del precio del petróleo y los estímulos monetarios del BCE<sup>3</sup> constituyen elementos de soporte clave para que el crecimiento del PIB alcance las tasas previstas. De hecho, la mejora de la demanda y el tamaño de las inyecciones de liquidez del BCE están reduciendo el riesgo deflacionista a tenor de la estabilización de los registros de inflación y el repunte de las expectativas de precios a medio plazo. Sin embargo, todavía habrá que esperar a 2017 para asistir a tasas de inflación convergiendo al 2%.

Además de lograr que la recuperación económica sea sólida, la eurozona enfrenta retos relevantes a medio plazo. Sin duda, el más significativo reside en evitar cualquier duda sobre la irreversibilidad del proyecto de unión monetaria. Los cortafuegos monetarios, los avances en el proceso de unión bancaria y las reformas emprendidas en distintas economías del área, así como el fortalecimiento del ciclo económico, han reducido significativamente el contagio financiero de la crisis griega respecto al que se dio en 2010 y en 2012.

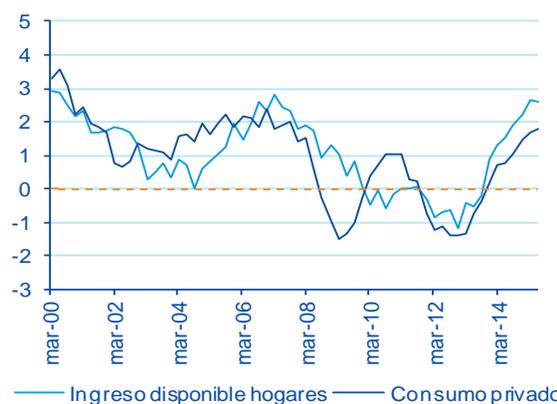
Sin embargo, en ausencia de avances adicionales en la unión bancaria y de los mercados de capitales que permitan desligar las condiciones de crédito de la localización y seguir reduciendo la fragmentación financiera, planes que muestren la voluntad de ir hacia una mayor integración fiscal y sin una reformulación de los potenciales programas de rescate, el riesgo de que emerjan escenarios disruptivos para el conjunto de la eurozona es elevado. Las discrepancias observadas en las negociaciones entre el gobierno griego y las autoridades europeas, y entre éstas y otros organismos oficiales como el FMI en relación, por ejemplo, a la necesidad de acometer procesos de reestructuración de deuda, evidencian la necesidad de definir un marco de gestión de ayudas a países con problemas de sostenibilidad de la deuda que vayan más allá de la consolidación fiscal.

Gráfica 2.10  
**Eurozona (Crecimiento económico, % a/a)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.11  
**Eurozona: consumo privado e ingreso disponible real de los hogares (Variación anual, %)**



Fuente: BBVA Research y Eurostat

<sup>3</sup>. La autoridad monetaria ha vuelto a reiterar su intención de completar el programa de compra de activos y mantenerlo en vigor hasta, al menos, septiembre de 2016.

## 3 Actividad económica moderada e inflación en mínimo histórico

### 3.1 Factores externos limitan el crecimiento económico

En los últimos meses, la economía mexicana ha estado expuesta a diferentes elementos externos que han limitado su crecimiento económico. Entre ellos destacan una caída abrupta en el precio internacional del barril de petróleo y un limitado dinamismo de la economía estadounidense. En contraste, ha habido una cierta mejora en los factores domésticos. El cumulo de estos factores se identifica en el comportamiento de los diferentes componentes del PIB, los cuales se analizan a continuación.

#### 3.1.1 Consumo Privado

El consumo realizado por el sector privado es el principal componente del PIB. De acuerdo con las Cuentas Nacionales, en promedio de 2005 a 2014 el Consumo Privado representó 66.7% del PIB. De tal manera que una expansión saludable del Consumo Privado vendrá acompañada de un incremento en la producción nacional (véase gráfica 3.1).

Gráfica 3.1  
**PIB y Consumo Privado**  
(Var. % real anual)



Fuente: BBVA Research con información de Cuentas Nacionales de INEGI.

Gráfica 3.2  
**Consumo Privado: Cuentas Nacionales y promedio trimestral del Indicador mensual de consumo privado**  
(Var. % real anual)

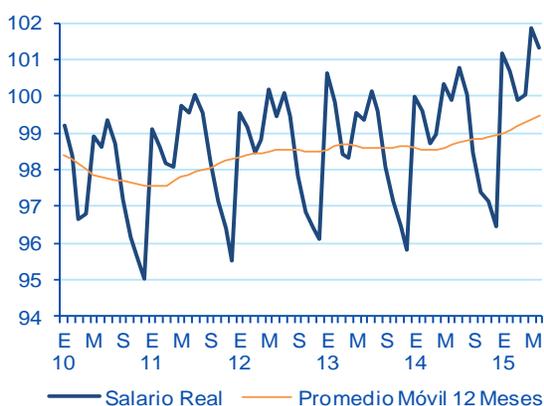


II \* es dato estimado para el segundo trimestre de 2015.  
Fuente: BBVA Research con información de INEGI.

Si bien los datos de Consumo Privado de Cuentas Nacionales que el INEGI publica tienen periodicidad trimestral, el INEGI también da a conocer el indicador mensual del consumo privado en el mercado interno cuyo comportamiento es muy cercano al dato de Cuentas Nacionales (véase gráfica 3.2). Considerando la información mensual observada de abril y mayo del indicador mensual del consumo privado, y estimando el dato de junio con base en el desempeño reciente del mercado laboral, calculamos que la tasa anual de crecimiento del Consumo Privado para el segundo trimestre de 2015 sería de 3.3%, nivel similar al 3.2% observado en el primer trimestre del año.

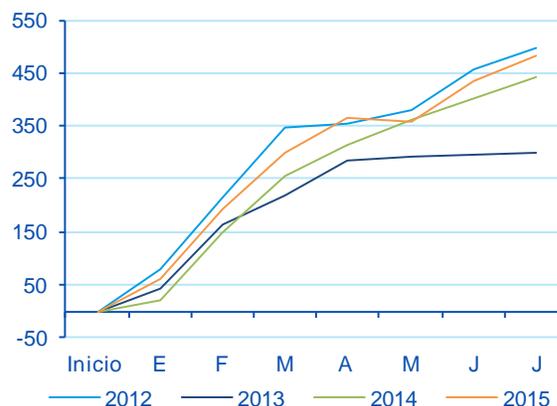
Entre las variables relevantes para determinar el desempeño del consumo privado está el salario medio de cotización de los trabajadores registrados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) y la creación de nuevos puestos de trabajo en el sector formal. Cabe mencionar que las personas que trabajan y están registradas en el IMSS representan al sector formal laboral del sector privado del país. En los últimos meses el salario real ha aumentado de forma moderada gracias a la reducción de la inflación, la cual se ubicó por debajo de 3.0% (véase gráfica 3.3). Ahora bien, esta situación puede ser temporal en la medida que en 2016 se espera una inflación mayor.

Gráfica 3.3  
**Salario medio de cotización al IMSS en términos reales (índice Enero 2014 = 100)**



Fuente: BBVA Research con información de INEGI.

Gráfica 3.4  
**Aumento mensual acumulado de los nuevos trabajadores afiliados al IMSS (Número en miles de personas)**

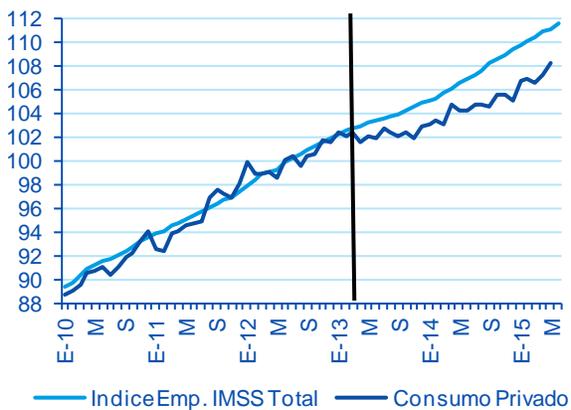


Fuente: BBVA Research con información de INEGI.

De enero a julio de 2015 la evolución del número de trabajadores registrados en el IMSS ha sido positiva. En concreto, de diciembre de 2014 a julio de 2015 el número total de trabajadores registrados en el IMSS aumentó en 482 mil personas (ver gráfica 3.4), y ese incremento fue mayor al que se registró en 2013 (casi de 301 mil personas) y en 2014 (441 mil personas), y ligeramente menor al de 2012 (499 mil trabajadores).

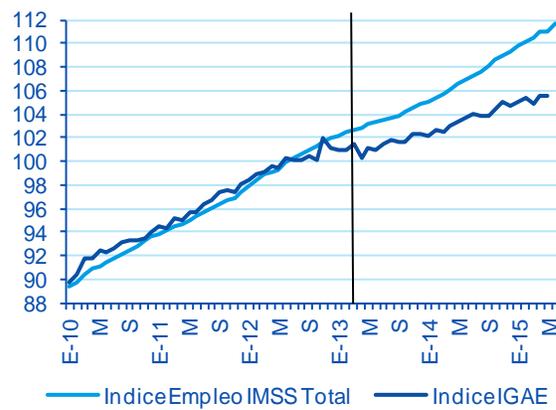
Ahora bien, en los registros recientes de trabajadores afiliados en el IMSS es relevante tomar en consideración la existencia del programa de formalización de empleo, el cual ha sido exitoso en promover que un empleo existente que no contaba con seguridad social, ahora sí cuente con dicho beneficio. Este hecho se materializa en una divergencia a partir de 2013 entre el número total de trabajadores registrados en el IMSS y el consumo privado (véase gráfica 3.5) y la actividad económica medida mediante el Indicador Global de Actividad Económica o IGAE (ver gráfica 3.6). De esta manera, antes de 2013 los nuevos registros de trabajadores en el IMSS indicaban de forma más directa que los nuevos puestos de empleo representaban un ingreso adicional que se podía destinar al consumo privado.

Gráfica 3.5  
**Número total de trabajadores registrados en el IMSS e Índice del consumo privado**  
(Índice 2012 = 100, ae)



Fuente: BBVA Research con información de INEGI.

Gráfica 3.6  
**Número total de trabajadores registrados en el IMSS e IGAE**  
(Índice 2012 = 100, ae)



Fuente: BBVA Research con información de INEGI.

En cuanto a los alcances del programa de formalización del empleo, las autoridades laborales han señalado que en 2013 este benefició a 300 mil trabajadores, y en 2014 a entre 300 y 350 mil (ver gráfica 3.7).<sup>4</sup>

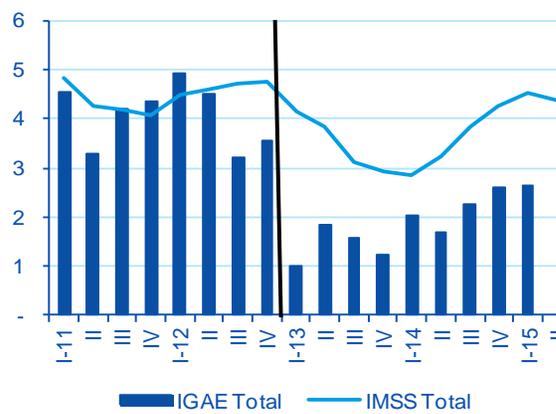
Los datos sugieren que el programa de formalización del empleo continúa pues los registros en el número de afiliados al IMSS sigue aumentando a tasas relativamente altas en relación al consumo privado y la actividad económica del país (ver gráfica 3.8).

Gráfica 3.7  
**Empleo Total IMSS generado por actividad económica y formalización**  
(miles de trabajadores registros en el IMSS)



\*Dato estimado  
Fuente: BBVA Research con información de INEGI y STPS.

Gráfica 3.8  
**Empleo total IMSS e IGAE**  
(Tasa de crecimiento anual promedio trimestral)



Fuente: BBVA Research con información de INEGI.

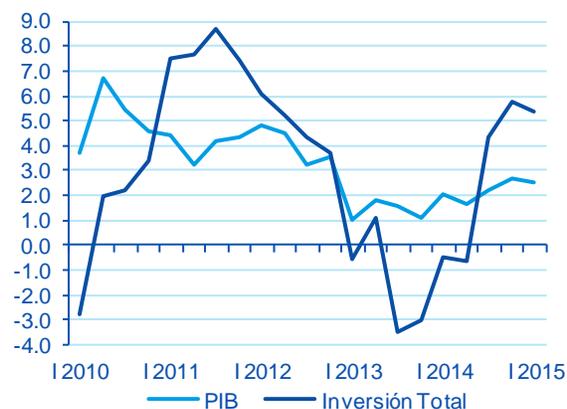
<sup>4</sup> Ver el artículo "Se formalizan 40 mil empleos en el Estado de México", publicado en El Financiero el 7 de febrero de 2014.

El programa de formalización del empleo genera bienestar para el trabajador que se ve beneficiado con éste, pues él y su familia acceden a la seguridad social. Ahora bien, sería deseable que en las estadísticas mensuales que publica el IMSS se pudiera distinguir qué porcentaje del nuevo número de afiliados a ese instituto proviene del programa de formalización de empleo, pues esto contribuiría a estimar con mayor precisión el comportamiento futuro del consumo privado y el IGAE.

### 3.1.2 Inversión Fija Bruta

La formación bruta de capital fijo total integra la inversión fija realizada tanto por el sector público como por el sector privado. Esta variable es uno de los componentes del PIB, y de acuerdo con las Cuentas Nacionales, de 2005 a 2014, en promedio represento el 21.8% del PIB (16.9% privada y 4.9% pública). El comportamiento de esta variable en 2013 fue desfavorable, pues su crecimiento anual fue negativo (-1.6%) y si bien en 2014 mejoró al registrar un crecimiento positivo, éste también fue limitado (2.3%) con tasas de crecimiento anual negativas en los primeros dos trimestres y un rebote a tasas relativamente altas en los dos últimos trimestres de ese año en buena parte por un efecto de comparación anual desde la caída más álgida en 2013 (ver gráfica 3.9). Este mismo efecto de comparación influye en el crecimiento anual positivo del primer trimestre de 2015 (ver gráfica 3.10). Considerando el indicador mensual de la inversión fija bruta observado en abril y mayo, y estimando únicamente el dato de junio, calculamos que la inversión fija bruta en el segundo trimestre del año crecería en términos anuales 4.4%, desde el 5.3% en el trimestre previo.

Gráfica 3.9  
**PIB e Inversión Fija Bruta Total (Var. % anual)**



Fuente: BBVA Research con información de Cuentas Nacionales de INEGI.

Gráfica 3.10  
**Inversión Fija Bruta: Cuentas Nacionales y promedio trimestral del indicador mensual de inversión fija bruta (Var% anual)**



II \* es dato estimado para el 2T15 por BBVA Research  
Fuente: BBVA Research con información de INEGI.

Para la segunda mitad del año, se esperan tasas de crecimiento anuales de la inversión fija bruta algo más reducidas. Esto por dos factores. Primero, por un efecto aritmético desfavorable al compararse con una mejora relevante en la segunda parte de 2014. Segundo, por una inversión pública limitada ante el ajuste fiscal anunciado en enero pasado y la necesidad de revertir el gasto público federal que en el primer semestre de 2015 se encontraba 6% por arriba del autorizado para el año.

Adicionalmente, un factor que pudiera afectar negativamente la inversión fija bruta, y particularmente su componente de inversión en maquinaria y equipo de origen importado, es un tipo de cambio que se mantuviera en niveles altos por un periodo prolongado, encareciendo así dicha inversión.

### 3.1.3 Sector Externo

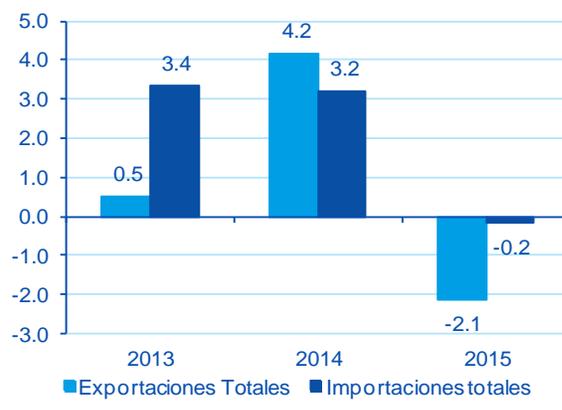
En el primer semestre de 2015 el saldo de la balanza comercial del país se deterioró en comparación con su registro en 2014. En los primeros seis meses del año el déficit comercial fue de casi 4.1 mil millones de dólares (mmd), mientras que en ese periodo de 2014 el déficit acumulado fue de únicamente 0.3 mmd (ver gráfica 3.11). El deterioro de esta cuenta con el exterior se debe a que en ese lapso las exportaciones totales se redujeron en -2.1% anual en tanto que las importaciones decrecieron en menor medida con solo -0.2% (ver gráfica 3.12).

Gráfica 3.11  
**Saldo de la balanza comercial acumulado enero a junio (Cifras en miles de millones de dólares)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.12  
**Exportaciones e importaciones de mercancías acumuladas de enero a junio (Var. % anual)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

#### 3.1.3.1 Exportación de mercancías

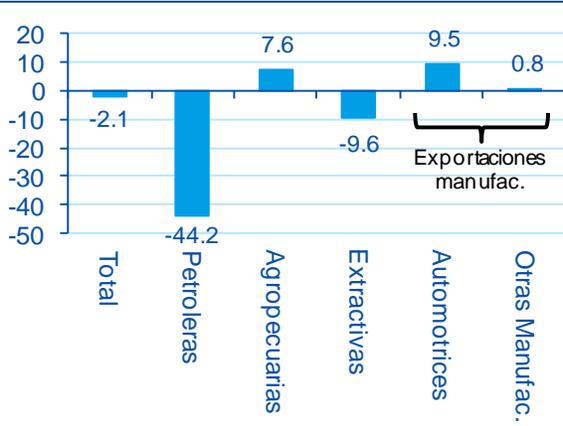
Detrás del desfavorable desempeño que las exportaciones totales han registrado en la primera mitad de 2015 está la contracción de ingresos provenientes de las exportaciones petroleras. En los primeros seis meses de 2014 el monto de las exportaciones petroleras fue de casi 23 mmd y en el mismo lapso de 2015 éste se redujo a 12.8 mmd. Es decir, las exportaciones petroleras en el primer semestre del año disminuyeron en 10.3 mmd en relación al año anterior, lo que representa una caída de -44.2%. Cabe mencionar que los 10.3 mmd representan más del doble del déficit de la balanza comercial de 4.1 mmd de los primeros seis meses de 2015.

La reducción de las exportaciones petroleras se debió principalmente a que el precio de la mezcla del barril de exportación del país pasó de registrar un precio promedio de 94.7 dólares en el primer semestre de 2014 a 49.7 dólares en el mismo semestre de 2015. Es decir, la contracción del precio promedio de exportación del barril de crudo fue de -47.5%. Este último porcentaje es similar al -44.2% que corresponde a la reducción de las exportaciones petroleras en el lapso referido. De esta manera, la importancia relativa de las exportaciones petroleras dentro de las exportaciones totales también disminuyó, pasando de representar el 11.9% del total en el primer semestre de 2014 a 7.0% del total en 2015.

En contraste, en el primer semestre de 2015 las exportaciones no petroleras tuvieron un comportamiento más favorable al registrar una tasa de crecimiento anual de 3.6% en ese lapso, lo que representa en términos absolutos 6.1 mmd más en relación al monto que éstas registraron en el mismo periodo de 2014. Al interior de sus componentes, tenemos que en el primer semestre de 2015, las exportaciones automotrices destacan al registrar una tasa de crecimiento anual de 9.5%, y representaron el 30.1% del total de las exportaciones de

mercancías; las agropecuarias aumentaron 7.6% y representaron el 3.9% del total; las manufactureras no automotrices crecieron únicamente 0.8% y fueron el 57.9% del total; y las extractivas no petroleras disminuyeron -9.6% con 1.3% del total.

Gráfica 3.13  
**Exportaciones mercancías acumuladas de enero a junio por categoría (Var % anual)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.14  
**Exportaciones de petróleo crudo (Miles de barriles diarios exportados, MBD, y precio promedio del barril exportado en dólares)**



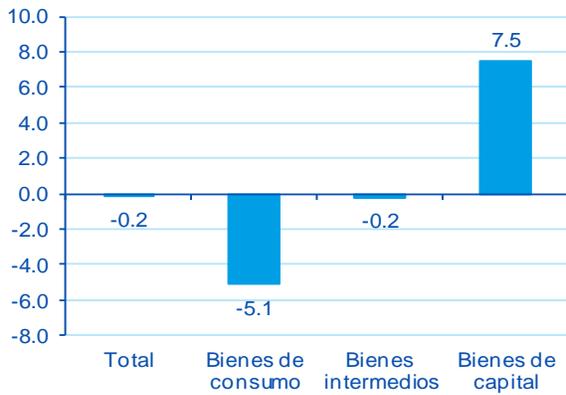
1S= primer semestre

Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

### 3.1.3.2 Importación de mercancías

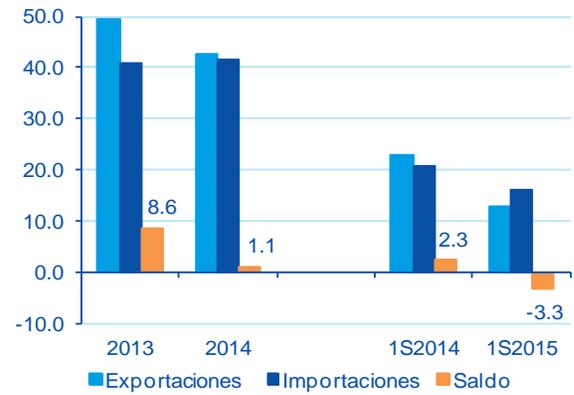
Como se señaló, en el primer semestre de 2015 las importaciones totales de mercancías registraron una tasa de crecimiento anual negativa de -0.2%. Por categoría se tiene que las importaciones de bienes de capital fueron las únicas que registraron un crecimiento positivo en ese lapso, el cual fue de 7.5%, aunque su importancia relativa dentro del total de importaciones de mercancías es reducida, pues representan 10.5% del total de las importaciones totales.

Gráfica 3.15  
**Importaciones de mercancías acumuladas de Enero a Junio (Var. % anual)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.16  
**Balanza petrolera (Miles de millones de dólares)**



1S= primer semestre

Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Por otra parte, las importaciones de bienes intermedios registraron una tasa de crecimiento anual negativa de -0.2%, y representaron el 76% de las importaciones totales. Mientras que las importaciones de bienes de consumo se redujeron -5.1% y representaron el 13.6% del total de las importaciones. Cabe mencionar que este tipo de importaciones decreció debido a que las importaciones de bienes de consumo petroleros decrecieron 22.4% en el periodo de comparación en tanto que el resto de importaciones de consumo aumentaron 1.9%.

Dado que las exportaciones manufactureras no automotrices representan el 58% del total de las exportaciones del país, de mantenerse su falta de dinamismo, el sector exportador del país se verá imposibilitado para generar un crecimiento significativo del PIB a pesar de que las importaciones se han visto limitadas. La necesidad de contar con un sector exportador no petrolero dinámico resulta imperante si se tiene en cuenta que en el primer semestre de 2015 la balanza comercial del sector petrolero fue negativa.

### 3.1.4 Finanzas públicas

#### 3.1.4.1 Gasto público

El gasto total del sector público presupuestario registró una tasa de crecimiento real anual en el primer trimestre del año de 11.9%, y de 7.4% al acumularlo al primer semestre, con lo que la tasa anual implícita del segundo trimestre se situaría en 4.2%. De esto se desprende que si bien el gasto ha continuado aumentando, éste ha venido desacelerándose ligeramente.

Por otra parte, el gasto total neto pagado del sector público en el primer semestre del año fue 5.7% mayor al presupuestado, por lo que se espera una corrección en la segunda parte del año. Aunada a dicha corrección, el recorte al gasto anunciado en enero como resultado de la expectativa de menores precios internacionales del petróleo sugiere que en el segundo semestre del año el dinamismo del gasto total del sector público continúe reduciéndose.

Cuadro 3.1

#### Gasto del sector público presupuestario acumulado enero-junio de 2015 (Miles de millones de pesos)

	Monto	Var % real	Estructura %
<b>Total</b>	<b>2,398.7</b>	<b>7.4</b>	<b>100.0</b>
Gasto Programable	1,846.8	7.4	77.0
Gasto corriente	1,374.7	5.8	57.3
Gasto capital	472.1	12.2	19.7
No Programable	551.9	7.7	23.0
Participaciones a Edos.	320.0	2.5	13.3
Costo financiero	210.3	17.9	8.8
Adefas* y otros	21.6	-0.8	0.9

\*Adefas: Adeudos de ejercicios fiscales anteriores  
Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Cuadro 3.2

#### Ingresos del sector público presupuestario acumulado enero-junio de 2015 (Miles de millones de pesos)

	Monto	Var % real	Estructura %
<b>Total</b>	<b>2,048.5</b>	<b>4.0</b>	<b>100.0</b>
Gobierno Federal	1,582.8	7.8	77.3
Tributarios	1,229.1	29.2	60.0
ISR	662.4	24.8	32.3
IVA	346.5	0.9	16.9
No Tributarios	353.6	-31.6	17.3
Organismos y empresas control presupuestal	152.0	5.3	7.4
Empresas Productivas del Estado	313.8	-12.0	15.3
Pemex	165.4	-14.4	8.1
CFE	148.5	-9.1	7.2
Total	2,048.55	4.0	100.0
Ingresos petroleros	381.9	-38.3	18.6
Ingresos no petroleros	1,666.7	26.5	81.4

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

En términos contables, el gasto público se divide en dos principales partidas, que son: 1) gasto programable, cuyo monto acumulado de enero a junio de 2015 registró una tasa de crecimiento anual de 7.4% real y representó el 77% del gasto total; y 2) gasto no programable, cuyo crecimiento anual fue de 7.7%, y sumó el 23% del gasto total. A su vez el gasto programable se divide en gasto corriente, cuyo crecimiento anual real en el lapso considerado fue de 5.8%, y en gasto de capital, que tuvo un crecimiento de 12.2% (ver cuadro 3.1).

Por lo que respecta al gasto no programable, se tiene que su rubro de costo financiero es el que ha mostrado una mayor tasa de crecimiento, la cual fue de 17.9%. Es posible que este último concepto crezca aun más ante la expectativa de un eventual subida de las tasas de interés en Estados Unidos. Por su parte, el rubro del gasto no programable de participación a Estados registró una tasa de crecimiento moderada (2.5%) en tanto que los adeudos de ejercicios fiscales anteriores (Adefas) decreció (-0.8%).

Cabe mencionar que la aportación al crecimiento del PIB por parte del gasto público realizado en sus partidas de Consumo Público y de Inversión Fija Bruta del Sector Público en las Cuentas Nacionales ha venido siendo limitada. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2015 la suma de los conceptos de Consumo Público más Inversión Pública aportó 0.4 puntos porcentuales (pp) del crecimiento anual de 2.5% o 2.5 pp del PIB en el primer trimestre del año, y esto se realizó con una tasa de crecimiento anual del gasto público de 11.9% en el periodo.

Ahora bien, si en el segundo trimestre de 2015 la tasa de crecimiento anual del gasto público se redujo a 4.2%, entonces es alta la probabilidad de que la aportación del gasto público al crecimiento en ese periodo será menor a los 0.4 pp que se registró en el primer trimestre, a menos de que existan rezagos importantes en la ejecución del gasto o mayor concentración en infraestructura.<sup>5</sup>

### 3.1.4.2 Ingresos Públicos

Los ingresos del sector público acumulados en el primer semestre de 2015 registraron una tasa de crecimiento real anual de 4.0%. De las tres principales categorías de ingreso, la que corresponde al Gobierno Federal fue la que más creció (7.8%), seguida de la de Organismos y empresas de control presupuestal (5.3%). Por su parte, la partida de ingresos de las Empresas productivas del Estado se contrajo 12% (ver Cuadro 3.2). Esto último ha sido principalmente consecuencia del menor precio de la mezcla de petróleo crudo que el país exporta.

La caída del precio internacional del barril de petróleo que el país exporta propició que la participación de los ingresos petroleros en el total de ingresos del sector público se redujera al pasar de 31.4% del total en junio de 2014 a 18.6% en la misma fecha de 2015. El punto anterior es ilustrativo sobre cómo podría quedar la estructura de los ingresos del sector público en el caso de que el precio de la mezcla del barril de petróleo crudo que el país exporta se mantenga en niveles relativamente bajos entorno a 50 dólares.

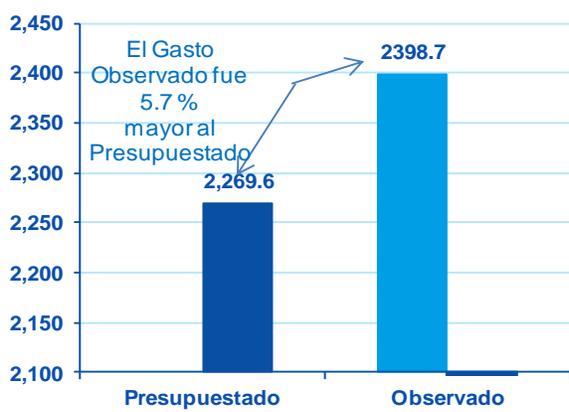
Cabe mencionar que a pesar de que en el primer semestre de 2015 los ingresos petroleros mostraron una reducción anual de 38.3%, los ingresos no petroleros del sector público crecieron de tal forma que la expansión de su monto (26.5%) permitió compensar la caída de los ingresos petroleros y reportar un crecimiento real de 4.0% de ingresos totales. Detrás de este comportamiento de los ingresos totales estuvo una evolución favorable de los ingresos tributarios del Gobierno Federal, los cuales crecieron 29.2% real en el periodo. Dentro de los impuestos tributarios destacan el dinamismo del Impuesto Sobre la Renta o ISR (24.8%). Es posible que detrás de la evolución favorable del ISR esté una mejor fiscalización del mismo y el efecto de la reforma fiscal de 2014. Por su parte, el impuesto especial sobre producción y servicios (IEPS) de gasolina y diesel también ha tenido un desempeño favorable en la recaudación. Este rubro pasó de registrar un monto negativo de -17.7 mil millones de pesos (mmp) en el primer semestre de 2014 a uno positivo de 114.5 mmp en el mismo lapso de 2015. Además, en el primer semestre de 2015 este rubro representó el 9.3% del total de los ingresos tributarios.

<sup>5</sup> El cálculo de la aportación al crecimiento del PIB por parte de sus componentes que son parte de las Cuentas Nacionales del país, como son el caso de las partidas de Consumo Público e Inversión Pública, se basa en multiplicar la estructura porcentual de estos conceptos dentro del PIB del periodo anterior por su tasa de crecimiento anual. A manera de ejemplo se tiene el siguiente caso. En el primer trimestre de 2015 la suma de los rubros de Consumo Público e Inversión Pública reportó una tasa de crecimiento anual de 2.7% o 2.7 pp., además de que la participación relativa de estos conceptos en el PIB en el primer trimestre de 2014 fue de 15%. La multiplicación de 2.7 pp de crecimiento por 0.15 de estructura porcentual da los 0.4 pp de aportación al crecimiento del gasto público al crecimiento del PIB del primer trimestre de 2015.

### 3.1.4.3 Balance del Sector Público

La aceleración del gasto en relación con los ingresos del sector público se ha traducido en una posición deficitaria del balance público de -345 mil millones de pesos en el primer semestre de 2015 (ver cuadro 3.3), lo que representa 1.9% del PIB. De acuerdo con la autoridad fiscal, este déficit fue mayor en casi 40 mmp al considerado originalmente para la primera parte del año y fue resultado de la caída de los precios del barril de la mezcla de exportación de petróleo del país, pues aun no se incluyen los ingresos esperados de las coberturas financieras del precio del barril de petróleo que el gobierno federal adquirió y que se recibirán hasta diciembre de este año.

Gráfica 3.17  
**Gasto presupuestario del sector público acumulado de enero a junio de 2015: programado y observado (Miles de millones de pesos)**



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Cuadro 3.3  
**Situación financiera del sector público acumulada de enero a junio (Miles de millones de pesos)**

	2014	2015	Var % real
Balance público	-233.1	-345.0	ns
Balance público sin inversión productiva	-53.2	-87.0	ns
Balance presupuestario	-255.8	-350.2	ns
Ingreso presupuestario	1,912.0	2,048.5	4.0
Gasto neto pagado presupuestario	2,167.8	2,398.7	7.4
Balance del Gobierno Federal	-226.5	-256.6	ns
Balance Organismos y Empresas	-29.3	-93.5	ns
Balance primario	-65.0	-130.3	ns
Balance presupuestario	-82.6	-139.9	ns
Gobierno Federal	-77.0	-93.4	ns
Organismos y empresas	-5.6	-46.4	ns
Pemex	-80.3	-125.7	ns
Otras entidades	74.7	79.3	3.0
Entidades bajo control indirecto	17.6	9.6	-47.4

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

### 3.1.4.4 Deuda del sector público

La deuda bruta total del sector público pasó de representar el 42.1% del PIB en 2014 a 43.7% en junio de 2015 (ver gráfica 3.18). De esta manera, en los primeros seis meses del año, la deuda bruta total aumentó 1.6 puntos porcentuales del PIB como consecuencia del déficit del sector público y el limitado ritmo de crecimiento de la actividad económica en el periodo. De manera alternativa, si se considera al saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (RFSP)<sup>6</sup> como proporción del PIB se tiene que éstos aumentaron en mayor grado y lo hicieron en 3 puntos porcentuales del PIB en ese lapso.

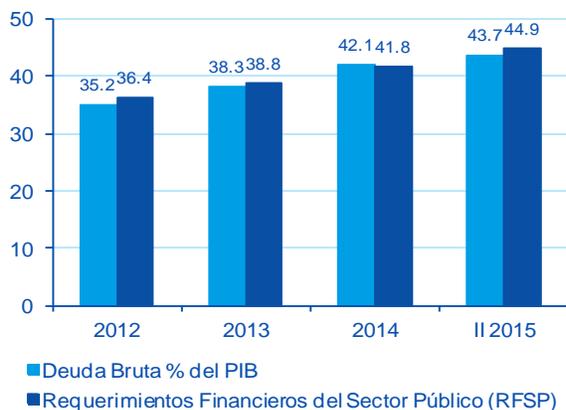
Entre el final de 2012 y junio de 2015, la deuda bruta total del sector público aumentó en términos reales 30.9%, mientras que en ese período, el PIB habría crecido alrededor de 5.5%. Es decir, en el periodo referido, el crecimiento del saldo en términos reales de la deuda bruta del sector público fue mucho mayor al crecimiento del PIB.

En un entorno de incertidumbre que ha estado caracterizado por caídas en el precio internacional del petróleo, la expectativa de aumento de tasas de interés en EE.UU. y menor crecimiento global, mantener un marco fiscal sólido es un elemento esencial para fortalecer la confianza en la economía y limitar la volatilidad financiera por

<sup>6</sup> Los Requerimientos Financieros del Sector Público incluyen a la deuda del sector público más los pasivos y obligaciones de: el IPAB, el Programa de Apoyo a Deudores, el Fondo Nacional de Infraestructura, la banca de desarrollo y los fondos de fomento; y los Pidiregas de la CFE, de ahí que su monto y su proporción con respecto al PIB sea mayor al de la deuda del sector público.

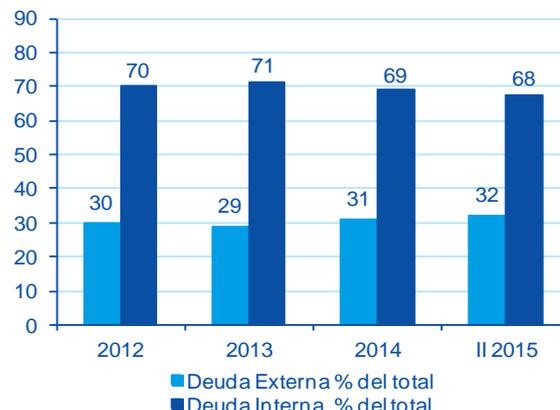
lo que es necesario reducir el porcentaje de deuda bruta en relación al PIB como ha sido planteado por el sector público.

Gráfica 3.18  
**Deuda bruta total y Requerimientos Financieros del Sector Público (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Gráfica 3.19  
**Estructura porcentual de la deuda total del sector público (% de la deuda total)**



Fuente: BBVA Research con información de INEGI.

### 3.1.5 Perspectivas de la economía mexicana

En los dos últimos años, la tasa de crecimiento anual del PIB ha sido reducida (1.8% promedio en 2013-2014). Para 2015 se espera un mayor dinamismo de la economía del país, con un crecimiento anual estimado de 2.5%.

Para 2016 mantenemos nuestra previsión de crecimiento en 2.7% anual estimando una mejora moderada en la economía de EE.UU. con un crecimiento de 2.8% anual y considerando la reducción en el gasto público anunciada. Ante la moderación del crecimiento en los últimos años y la incertidumbre sobre la fortaleza de la demanda externa en los próximos, es importante implementar políticas públicas que fortalezcan la demanda interna como motor de crecimiento económico.

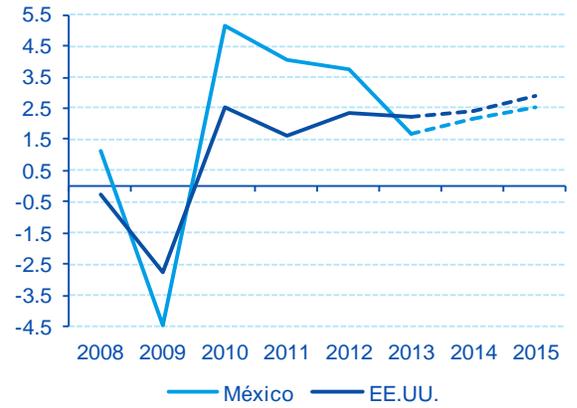
Por otra parte, es importante advertir que el proceso de crecimiento económico del país no está exento de riesgos, y vale la pena destacar los siguientes. Primero, un deterioro adicional en el mercado petrolero nacional, el cual podría provenir por un precio internacional del barril de petróleo crudo más reducido al nivel observado en los últimos meses, o por una falta de recuperación de la producción o incluso una caída adicional. Segundo, un menor crecimiento de la economía de Estados Unidos al que se ha observado en la primera mitad del año, el cual en sí ha sido moderado. En términos de tasas de crecimiento trimestral, el PIB de esa economía creció 0.2% en el primer trimestre y 0.6% en el segundo, en su serie ajustada por estacionalidad, lo que representa en tasa anual 2.9% y 2.3%, respectivamente. Es decir, los datos anteriores señalan que el crecimiento económico del país requiere de un crecimiento dinámico de la economía estadounidense. Si esto último no sucede, entonces el PIB del país crecerá a tasas moderadas.

Gráfica 3.20  
**Crecimiento anual del PIB de México**  
(Var. % a/a)



a/a=año a año.  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.21  
**PIB de México y Estados Unidos**  
(Var. % a/a, ae)



ae=ajustada por estacionalidad. a/a=año a año.  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI y BEA.

### 3.2 La inflación continúa alcanzando mínimos históricos

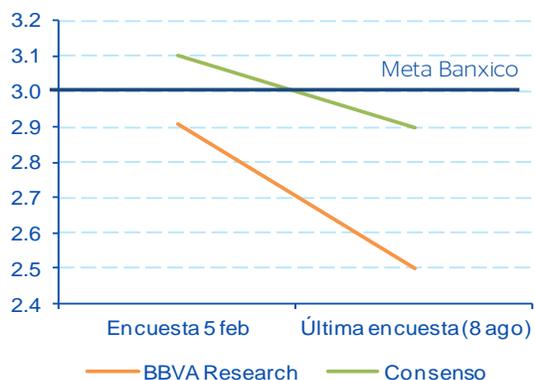
Desde la sorpresa positiva de la inflación en la primera quincena de enero de este año, señalamos que la inflación cerraría el año por debajo de 3.0%. La evolución de la inflación durante los primeros siete meses de 2015 apoya dicha previsión. Incluso, los precios han tenido aumentos menores a los previstos por lo que estimamos que la inflación a fin de año se situaría en torno a 2.5%. Consideramos que el consenso (actualmente en 2.9%) seguirá gradualmente convergiendo con nuestro estimado en los próximos meses como ha sido el caso en los primeros meses del año (véase gráfica 3.22). De la favorable evolución de la inflación destaca que, como preveíamos, la transmisión de la depreciación del peso a los precios al consumidor se ha mantenido contenida, y se refleja principalmente en los bienes durables sin que haya dado lugar a efectos de segundo orden (véase gráfica 3.23). A esto último ha contribuido, por un lado, el anclaje de las expectativas de inflación –las de corto plazo han disminuido, mientras que las de mediano y largo plazo no han mostrado cambios relevantes–; y por otro, las condiciones de elevada holgura de la economía. Adicional a lo anterior, las reducciones en precios de energéticos y de servicios de telecomunicaciones han contribuido a la baja inflación durante 2015.

Como se anticipaba, la inflación general anual registró una importante disminución en enero de este año. La inflación anual descendió de 4.08% en diciembre de 2014 a 3.07% en enero de 2015, mientras que la inflación subyacente anual disminuyó de 3.24% a 2.34% en el mismo lapso. Esta disminución fue reflejo principalmente de la dilución del efecto del aumento de impuestos de 2014 sobre la inflación de distintas mercancías y el fuerte descenso en el subíndice de servicios como consecuencia de la reforma en telecomunicaciones que derivó en la eliminación del cobro de larga distancia nacional y en mayor competencia en el sector con medidas como el cambio de operador en un plazo de 24 horas conservando el mismo número. Adicionalmente, reducciones en los precios de la electricidad también contribuyeron a una menor inflación. A pesar de la fuerte depreciación del peso durante los últimos diez meses, la inflación general anual ha mantenido una tendencia bajista. Ya en el primer trimestre de 2015 promedió 3.07% (comparado con 4.18% en el último trimestre de 2014), con lo cual alcanzó un mínimo histórico para un trimestre en la historia reciente del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), y se ubicó muy cerca de la meta del Banco de México (Banxico) de 3.0%. En el segundo trimestre tuvo un descenso adicional al promediar 2.94%. Destaca además que desde mayo se ubica por debajo de 3.0% y ha alcanzado tres mínimos históricos consecutivos hasta ubicarse en 2.74% en julio, el último dato disponible (véase gráfica 3.24).

Por su parte, la inflación subyacente anual registró un promedio de 2.32% en el segundo trimestre de 2015, un nuevo mínimo histórico para un trimestre tras el 2.39% registrado en el primer trimestre. Estos promedios se comparan favorablemente con el de 3.30% del último trimestre de 2014. Cabe destacar que la inflación subyacente anual se ha mantenido cerca de 3.0% desde el primer trimestre de 2011 con un promedio trimestral de 3.04% entre enero de 2011 y julio de 2015. A pesar de que la inflación subyacente anual se ha mantenido baja durante muchos trimestres y no ha presentado señal alguna de presiones de demanda sobre los precios, ésta había aumentado de un promedio de 3.05% en el primer semestre de 2014 a 3.31% en el segundo, ubicándose en 3.24% al cierre del año. Este comportamiento estuvo principalmente asociado al aumento en el subíndice de mercancías cuya tasa de inflación anual repuntó de 3.00% en el primer semestre de 2014 a 3.52% en el segundo, principalmente por el incremento en los precios de las mercancías alimenticias al trasladarse el incremento de los precios de la carne a algunos alimentos procesados como los embutidos. Durante el primer trimestre de 2015, consecuencia de la dilución del choque de oferta observado en enero de 2014 por el

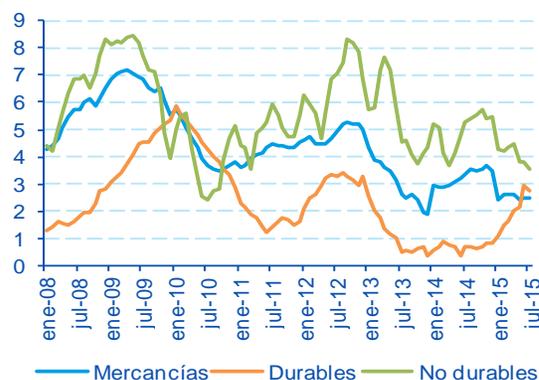
aumento de impuestos, la inflación subyacente anual disminuyó de forma sensible y se ha mantenido muy baja a pesar de la fuerte depreciación del peso durante los últimos dos trimestres.

Gráfica 3.22  
**Inflación estimada cierre de 2015**  
(Var. % anual)



Fuente: Encuesta de Banamex

Gráfica 3.23  
**Inflación de mercancías**  
(Var. % anual)



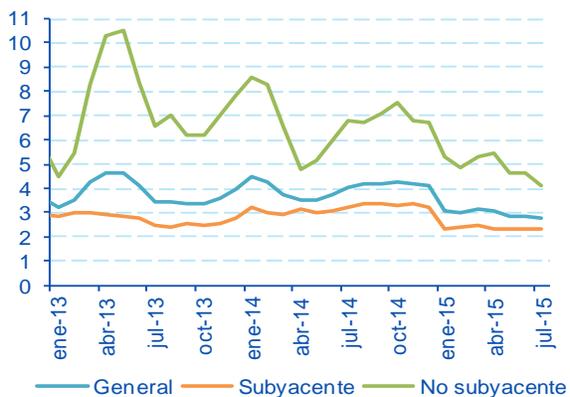
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Las variaciones anuales de los componentes de la inflación subyacente, mercancías y servicios, registraron disminuciones durante los dos primeros trimestres de 2015. La inflación anual del subíndice de mercancías redujo su promedio de 3.57% a 2.56% entre el cuarto trimestre de 2014 y el primero de 2015, y a 2.52% en el segundo trimestre de 2015. En julio se ubicó en 2.47%. La baja inflación en este componente se explica principalmente por una disminución importante en el componente de alimentos procesados, cuyo promedio disminuyó de 5.35% anual en el último trimestre de 2014 a 3.15% y 2.56% en el primer y segundo trimestre, respectivamente. En julio tuvo una disminución adicional a 2.27%. Este favorable comportamiento ha compensado un limitado traspaso cambiario a los precios que se observa en el componente de otras mercancías. Así, la inflación anual de las mercancías no alimenticias muestra una tendencia de aumento gradual al haberse elevado de 2.04% al cierre de 2014 a 2.64% en julio de 2015. De esta manera, tenemos que el traspaso del tipo de cambio a los precios ha sido acotado a los precios de los bienes durables y no ha dado lugar a efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios. En lo que respecta a la variación anual promedio del subíndice de servicios, ésta se redujo de forma importante entre el cuarto trimestre de 2014 y el primero de 2015, al pasar de 3.08% a 2.26%, tendencia que se mantuvo en el segundo trimestre cuando se ubicó en 2.15%. En julio se ubicó en 2.18%. Principalmente dos factores explican este favorable comportamiento: i) la baja en el precio de los servicios de telecomunicaciones, y ii) las condiciones de holgura en la economía.

A pesar de los tres distintos choques que enfrentó la inflación subyacente, como fueron el aumento de impuestos, el fuerte aumento de precios de la carne a fines del año pasado que resultó en traslado a ciertos alimentos procesados, y la fuerte depreciación del peso, es destacable el favorable comportamiento que ha tenido en los últimos seis trimestres. A lo anterior ha contribuido la estabilidad de las expectativas de inflación y la debilidad de la demanda interna en un contexto de holgura de la economía. No obstante, existen riesgos significativos al alza, principalmente el que los elevados niveles del tipo de cambio terminen contaminando las expectativas de inflación.

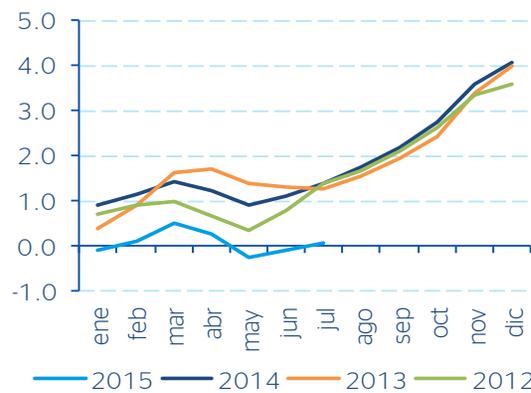
La inflación anual del subíndice no subyacente, que contiene los productos más volátiles como son los agropecuarios, la energía y las tarifas públicas, disminuyó de 6.99% a 5.17% en promedio entre el cuarto trimestre de 2014 y el primer trimestre de 2015, y tuvo un descenso adicional a 4.91% en promedio durante el segundo trimestre. En julio se ubicó en 4.12%. Esta tendencia de disminución estuvo en un inicio asociada principalmente a los precios de productos energéticos que pasaron de una tasa de variación anual de 7.13% en el cuarto trimestre de 2014 a una de 3.82% en el primero de 2015, y a una de 3.21% en el segundo. En julio se ubicó en 2.61%. Esto es resultado principalmente de un menor ritmo de aumento de los precios de las gasolinas y a las reducciones de las tarifas de electricidad apoyadas por la favorable dinámica de los precios de los combustibles utilizados para su generación, principalmente el combustóleo y el gas natural. En relación a los precios agropecuarios, tenemos que si bien no se registró un cambio de tendencia notorio en los primeros seis meses del año (promedio de 8.39% y 8.34% anual promedio en el primer y segundo trimestres de 2015 frente a 8.04% en el cuarto de 2014), la favorable evolución de los precios pecuarios durante los últimos meses ya empieza a reflejarse en una tendencia de disminución en este subíndice. Las fuertes presiones de los precios pecuarios que se observaron en la segunda mitad de 2014 y que en conjunto no habían cedido durante el primer trimestre de este año, se empezaron a reducir en el segundo trimestre (promedio de 13.43% en el cuarto trimestre de 2014 y 14.15% en el primer trimestre de 2015, frente a 8.85% en el segundo trimestre, y 5.92% en mayo). Esta gradual dilución del choque de oferta de los precios pecuarios se ha sumado al menor ritmo de aumento de los precios energéticos para explicar la tendencia bajista en la inflación no subyacente.

Gráfica 3.24  
**Inflación y componentes**  
(Var. % anual)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 3.25  
**Inflación acumulada por año**  
(Puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

En suma, la evolución de la inflación ha sido muy favorable durante los primeros siete meses del año gracias a que se han conjuntado los siguientes factores: i) la dilución de los efectos de los cambios fiscales de 2014 y del choque de oferta de precios pecuarios de la segunda mitad de 2014, ii) el efecto positivo de la reforma de telecomunicaciones, las reducciones de las tarifas de electricidad y los menores aumentos de los precios de las gasolinas, iii) la holgura de la economía, y iv) y la credibilidad del Banco de México que ha permitido que se mantengan ancladas las expectativas de inflación a pesar de distintos cambios en precios relativos. Así, como se observa en la gráfica 3.25, por primera vez en la historia la inflación acumulada a junio fue negativa –de -0.09 puntos porcentuales (pp)– y a julio apenas se ubica por encima de cero (0.06pp).

## Prevedemos que la inflación cerrará el año en 2.5%

Considerando nuestras previsiones de crecimiento económico para 2015 y 2016, estimamos que la elevada holgura de la economía se mantendrá por un periodo prolongado, lo que contribuiría, junto con la credibilidad del banco central, a que el traspaso de la depreciación del peso a la inflación se mantenga limitado y que no se observen efectos de segundo orden, como ha sido el caso hasta ahora. No obstante, ante la importante magnitud de la depreciación cambiaria, el tipo de cambio actual le impone un riesgo alcista a nuestras previsiones; y de permanecer en los niveles actuales de forma permanente, se podría observar un aumento en las expectativas de inflación que podrían repercutir en precios mayores a los previstos actualmente.

En términos cualitativos, nuestro escenario de inflación no cambia. Sin embargo, en términos cuantitativos revisamos a la baja nuestras previsiones para la inflación general al cierre de 2015 de 2.65% en nuestra revista anterior a 2.5%. Mantenemos nuestra previsión de 2.5% para la inflación subyacente. De confirmarse nuestras previsiones, la inflación general anual promediará 2.8% durante 2015 en comparación con 4.0% en 2014. Seguimos anticipando que la inflación subyacente anual promediará 2.4% este año, 0.7 puntos porcentuales menos que en 2014.

Hacia adelante, de mantenerse los precios de los energéticos (gasolina y electricidad principalmente) en su dinámica actual, el subíndice de inflación no subyacente debiera tener un comportamiento más favorable en comparación con los años previos, contribuyendo a alcanzar inflaciones menores en los próximos años y favoreciendo así el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta de 3.0% de forma permanente. Además, en el momento de que los agentes económicos perciban que este menor ritmo de aumento anual será permanente, podría también contribuir a un anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo en niveles más bajos.

Las previsiones están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza. Los principales riesgos a la baja son un menor dinamismo al esperado en la economía y la posibilidad de disminuciones adicionales en los servicios de telefonía móvil si se acentúa la competencia en el sector. Por su parte, el riesgo al alza más importante provendría del tipo de cambio en caso de consolidar su nivel actual o registrar una depreciación mayor (si bien nuestro traspaso estimado es bajo).

### 3.3 La estabilidad financiera gana relevancia para una eventual decisión de aumento de la tasa monetaria

La volatilidad reciente en los mercados financieros ha venido imprimiendo un tono más restrictivo en la comunicación del banco central del país, particularmente ante la expectativa de un inminente inicio de la normalización monetaria en EE.UU. y los efectos que esto ha tenido en el tipo de cambio. Desde mediados de 2013 la comunicación del Banco de México (Banxico) mantuvo a la postura monetaria relativa con EE.UU. como uno de los factores claves en sus decisiones de política monetaria, pero al mismo tiempo puso énfasis en que el criterio rector de sus decisiones era la “convergencia eficiente” al objetivo de inflación, esto es, la convergencia al menor costo en términos de actividad económica. No obstante, ante la significativa depreciación que el peso mexicano ha experimentado desde el último trimestre de 2014 y los riesgos de traspaso a la inflación que podría implicar, el término de “convergencia eficiente” dio paso a que se enfatizara la consolidación de la convergencia al objetivo. Esto señala que se busca no sólo que la inflación se ubique temporalmente en el objetivo, sino lograr que se mantenga en ese nivel por un tiempo prolongado. Adicionalmente, durante el segundo trimestre del año, la comunicación del banco central dejó en claro que la próxima alza de la tasa de fondos federales constituye el principal riesgo para la consolidación de la convergencia al objetivo, dados sus posibles efectos sobre la paridad cambiaria y, en consecuencia, sobre la inflación y sus expectativas.

En vista de lo anterior, la decisión de la Fed de aumentar la tasa monetaria parecía ser el detonante de un eventual movimiento de la tasa de Banxico, sobre todo dados los niveles de inflación en mínimos históricos y las condiciones de holgura en la economía, pero permanecía la posibilidad de realizar un movimiento preventivo en la tasa de referencia anticipando a la Reserva Federal. Esta posibilidad parecía haberse disipado en la reunión de junio, pues de acuerdo con la minuta de Banxico que dice: “... la mayoría consideró que, en ausencia de un desanclaje de las expectativas de inflación, adelantarse a la Reserva Federal tendría más costos que beneficios, ya que la atonía que muestra la actividad económica podría exacerbarse”. Esta expectativa se reforzó luego de que Banxico modificara su calendario con el objetivo de sostener sus reuniones de decisión de política monetaria después que las de la Fed, y, por supuesto, luego de que la inflación observada alcanzara su mínimo histórico en 2.74% y las expectativas de mediano y largo plazo continuaran ancladas alrededor del 3.5%.

Gráfica 3.26  
Tasa de interés del swap de 3 meses (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

Gráfica 3.27  
Tenencia de Cetes y Bonos M por parte de extranjeros (% de la tenencia total)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico.

En la reunión de decisión monetaria del mes de julio los miembros de la Junta de Gobierno de Banxico se mostraron más preocupados sobre los riesgos para la estabilidad financiera e imprimieron un tono más restrictivo a la comunicación. Y es que no hay que olvidar que esta reunión tuvo lugar el día en que el tipo de cambio alcanzó su máximo histórico de 16.48 pesos por dólar y unas horas antes de que se diera a conocer el incremento de las subastas de dólares por parte de la Comisión de Cambios. En efecto, es posible afirmar que la estabilidad financiera tomó relevancia sobre las expectativas de inflación, pues de acuerdo con la minuta de dicha reunión: “... algunos [miembros] mencionaron que de haber implicaciones para la estabilidad financiera, derivadas de reducciones importantes en las tenencias de valores gubernamentales en manos de no residentes, estaría justificada una respuesta de política monetaria aun cuando las expectativas de inflación permanezcan estables”. Si a esto se añade el hecho de que uno de los miembros de la junta votó a favor de subir la tasa de referencia el endurecimiento del tono resulta claro.

En síntesis, el incremento de la volatilidad en los mercados financieros, particularmente del mercado cambiario, y la incertidumbre hacia adelante que pesa sobre ellos, ha generado que la política monetaria se enfoque más en la estabilidad financiera en un entorno en que la inflación se encuentra en su mínimo histórico y la holgura prevalece en la economía. En este contexto mantenemos nuestra expectativa de que Banxico incrementará en 25 puntos base su tasa de referencia en septiembre después de que la Fed haga lo propio en esa fecha. Al momento consideramos que el endurecimiento del tono de Banxico en la última reunión de política monetaria obedece al envío de una señal a los mercados para mitigar las dudas sobre la evolución futura de la tasa monetaria de México respecto a la de EE.UU. No obstante las posibilidades de un alza anticipada podrían volverse relevantes ante un deterioro súbito de la paridad cambiaria o de los flujos de inversión extranjeros en valores gubernamentales.

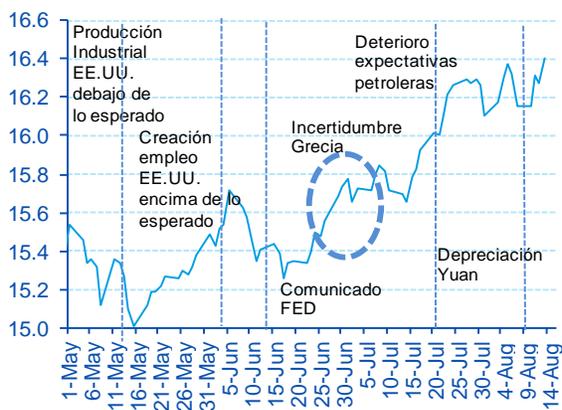
Ahora bien, en caso que los mercados financieros continúen con un funcionamiento eficiente y su volatilidad no muestre un deterioro una vez que las tasas en EE.UU. inicien su proceso de subidas, dados los niveles bajos de crecimiento e inflación en la economía, prevemos que Banxico optaría por realizar subidas monetarias a un paso más lento que la Reserva Federal.

### 3.4 El dólar alcanza nuevos máximos históricos ante la expectativa de un inminente aumento de la tasa monetaria en EE.UU. en los próximos meses

La divergencia sobre las perspectivas económicas y de política monetaria entre los EE.UU. y el resto del mundo continúa siendo el principal factor detrás de los movimientos en los mercados financieros. En particular la proximidad del inicio de la normalización monetaria en EE.UU. mantiene una reasignación de recursos entre las distintas clases de activos por parte de los inversionistas hacia instrumentos denominados en dólares. Influidos por este factor la mayoría de las divisas de mercados emergentes han registrado una depreciación significativa durante 2015. En particular, el peso mexicano se cotiza cerca de los 16.50 pesos por dólar, una depreciación de alrededor de 10% este año y de 20% si se compara con la misma fecha del año pasado. Adicionalmente a la incertidumbre que representa el próximo movimiento de la Reserva Federal, episodios de aversión al riesgo y movimientos en el mercado petrolero han contribuido a la depreciación de la moneda. Dentro del primer caso se cuentan la incertidumbre sobre la posible salida de Grecia del Euro y las dudas sobre la velocidad de la desaceleración en China, expresadas en la abrupta caída de su mercado accionario y la reciente depreciación de su moneda. Y es que hay que recordar que aun cuando la Fed es el centro de atención de los inversionistas, la relación negativa entre el peso y la aversión al riesgo continúa presente.

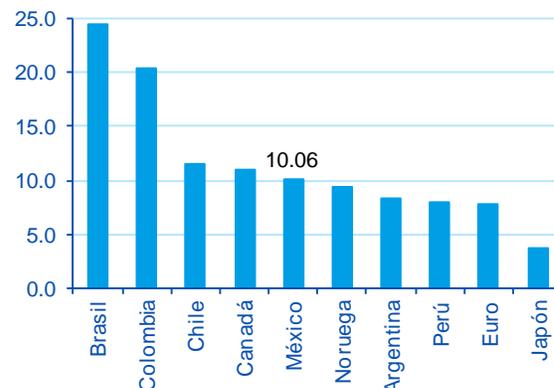
En lo que concierne al mercado petrolero se tiene que después de casi dos meses de precios relativamente estables entre los 55 y 60 dólares por barril (dpb) de la mezcla mexicana de petróleo, el acuerdo nuclear con Irán exacerbó la expectativa de un mercado con exceso de oferta por un tiempo prolongado, lo que tiene nuevamente al barril de petróleo ligeramente por encima de los 40 dólares y a las monedas de los países exportadores del energético en una nueva tendencia de depreciación. Estos niveles de tipo de cambio motivaron un incremento de las medidas preventivas para proveer de liquidez al mercado por parte de la Comisión de Cambios, integrada por miembros de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México. Con las disposiciones de la Comisión de Cambios las subastas diarias se incrementaron de 52 a 200 millones de dólares y la depreciación diaria necesaria para activar la subasta extraordinaria se redujo de 1.5 a 1.0%. Hacia delante y en la medida en que se acerque la reunión de septiembre de la Fed, en la cual se espera realice la primera subida monetaria, es muy probable que se mantenga la tendencia a la depreciación del peso para después esperar, con cierta probabilidad, una moderada apreciación ante la reducción de la incertidumbre.

Gráfica 3.28  
**Tipo de cambio (ppd)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.29  
**Depreciación durante 2015 (%)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

No obstante, más allá de los movimientos de corto plazo lo cierto es que el peso se ha depreciado en 10 de los últimos 12 meses y liga seis meses consecutivos a la baja, un comportamiento totalmente atípico en comparación con lo visto en los últimos años y que merece reflexión. En concreto, si bien existen elementos para esperar que cuando inicie el proceso de normalización monetaria en EE.UU. y la Fed comunique con más detalle la gradualidad de la trayectoria al alza de la tasa de fondos federales se pueda presentar una apreciación del peso; hay que tomar en cuenta que factores como la expectativa de un precio del petróleo bajo para los próximos años y la menor relación reciente entre los datos de crecimiento de México y EE.UU. plantean interrogantes adicionales sobre el nivel de largo plazo de la economía mexicana. Esto es, la expectativa de una apreciación del tipo de cambio se basa en que la paridad actual se encuentra claramente por encima de un nivel acorde con los niveles de crecimiento e inflación, y si los factores antes citados tienen un efecto permanente sobre el crecimiento, entonces la apreciación del peso podría ser limitada.

Gráfica 3.30  
Rendimientos de bonos gubernamentales a 10 años de México y EE.UU. (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.31  
Ofertas de trabajo y renuncias (Porcentaje del empleo)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Por otra parte, la reasignación de recursos entre las distintas clases de activos por parte de los inversionistas hacia instrumentos denominados en dólares ante el próximo inicio del ciclo de normalización de la política monetaria en EE.UU. no ha tenido un efecto notorio sobre las tasas de interés de largo plazo de los bonos mexicanos que durante la mayor parte del año se han movido en sincronía con sus similares de las Notas del Tesoro de EE.UU. El nivel del rendimiento del bono M a 10 años (M10) se ubica en 6.01%, nivel muy por debajo del alcanzado en los momentos de mayores tensiones financieras tras la quiebra de Lehman Brothers (promedio de 9.82% en noviembre de 2008) y cerca de 120 puntos base (pb) por debajo del promedio registrado durante el primer semestre de 2011 cuando las preocupaciones por la crisis del Euro se intensificaban. Así, en lo que va de 2015 los movimientos de las tasas de interés del bono M10 han estado asociados a aquellos de los de la Nota del Tesoro a 10 años (véase gráfica 3.30). Cabe mencionar que en los momentos en que los datos de creación de empleo y crecimiento de los salarios en EE.UU. son positivos e influyen en la expectativa de que la primer alza de la tasa de fondos federales ocurrirá en el corto plazo, los rendimientos de los bonos de largo plazo en ambos países han tendido al alza. Por ejemplo, mientras que en aquellos momentos en los que datos de actividad económica en EE.UU. son peores que los anticipados, las tasas de interés de largo plazo han detenido su tendencia alcista y retornado brevemente a niveles algo menores. No obstante, con todo y después de una tendencia bajista durante 2014, las tasas de interés de largo

plazo han tenido una tendencia de alza gradual durante 2015 (véase gráfica 3.31). De hecho, después de alcanzar sus niveles mínimos recientes a inicios de año, de 1.64% para la Nota del Tesoro a 10 años y 5.19% para el bono M10, los rendimientos de ambos bonos gubernamentales llegaron a aumentar 84 y 107 pb respectivamente, para ubicarse en niveles de máximos del año en 2.48 y 6.26%, respectivamente, el 10 de junio. Después de alcanzar dichos máximos, los rendimientos de largo plazo detuvieron su tendencia alcista y tendieron a estabilizarse, e incluso disminuyeron un poco en los últimos meses hasta ubicarse en sus niveles actuales de 2.20% y 6.01%, respectivamente.

Hacia delante, al iniciar el ciclo de normalización monetaria de la Fed (previsiblemente en septiembre de este año), y con la percepción de que gradualmente las tasas de interés dejarán sus niveles excepcionalmente bajos de forma permanente conforme la situación económica en EE.UU. siga asemejándose a una economía normal y no a una que precisa de políticas monetarias expansionistas para seguir creciendo, los rendimientos de los bonos de largo plazo tenderán a aumentar. Cabe precisar que la tendencia al alza debiera ser lenta y gradual en la medida que el ciclo alcista de la Fed será lento. Dados los factores anteriores, anticipamos que las tasas de interés gubernamentales a 10 años de México cerrarán el año en torno a 6.2% y las de EE.UU. lo harán en 2.5%.

## 4 Previsiones Económicas

Cuadro 4.1

### Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Estados Unidos</b>	2.3	1.5	2.4	2.5	2.8
<b>Eurozona</b>	-0.8	-0.3	0.9	1.5	1.9
Alemania	0.6	0.2	1.6	1.5	1.9
Francia	0.3	0.7	0.2	1.3	1.7
Italia	-2.8	-1.7	-0.4	0.7	1.3
España	-2.1	-1.2	1.4	3.2	2.7
<b>Reino Unido</b>	0.7	1.7	3.0	2.5	2.3
<b>América Latina *</b>	2.8	2.5	0.8	0.3	1.2
México	4.0	1.7	2.1	2.5	2.7
Brasil	1.8	2.7	0.2	-1.5	0.5
<b>EAGLES **</b>	5.7	5.6	5.2	4.8	5.2
Turquía	2.1	4.1	2.9	3.0	3.9
<b>Asia-Pacífico</b>	5.7	5.9	5.7	5.7	5.6
Japón	1.8	1.5	-0.1	1.3	1.2
China	7.8	7.7	7.3	6.7	6.2
Asia (exc. China)	4.1	4.5	4.3	4.9	5.1
<b>Mundo</b>	3.4	3.4	3.4	3.4	3.8

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

\*\* Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.2

### Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales %)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Estados Unidos</b>	2.1	1.5	1.6	0.5	1.8
<b>Eurozona</b>	2.5	1.4	0.4	0.3	1.3
Alemania	2.1	1.6	0.8	0.5	1.4
Francia	2.2	1.0	0.6	0.3	1.2
Italia	3.3	1.3	0.2	0.2	1.1
España	2.4	1.4	-0.2	-0.2	1.3
<b>Reino Unido</b>	2.8	2.6	1.5	0.1	1.5
<b>América Latina *</b>	7.8	9.2	12.6	15.7	26.3
México	4.1	3.8	4.0	2.8	3.3
Brasil	5.4	6.2	6.3	8.7	6.1
<b>EAGLES **</b>	5.2	5.2	4.6	4.9	4.3
Turquía	8.9	7.6	8.9	7.5	7.5
<b>Asia-Pacífico</b>	3.9	4.1	3.4	2.6	3.0
Japón	0.0	1.6	2.7	1.0	1.6
China	2.6	2.6	2.1	1.6	2.0
Asia (exc. China)	4.8	5.2	4.4	3.5	3.9
<b>Mundo</b>	4.5	4.2	3.9	3.9	5.0

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

\*\* Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.3

## Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2013	2014	2015	2016	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
<b>Indicadores Macroeconómicos</b>												
PIB (variación % real)	1.5	2.4	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	2.3	<b>4.0</b>	<b>2.9</b>
Consumo personal (var. % real)	1.7	2.7	<b>3.0</b>	<b>2.7</b>	1.3	3.8	3.5	4.3	1.7	2.9	<b>3.2</b>	<b>2.6</b>
Consumo gobierno (var. % real)	-2.9	-0.6	<b>0.6</b>	<b>0.9</b>	0.0	1.2	1.8	-1.4	-0.1	0.8	<b>3.9</b>	<b>-0.8</b>
Inversión fija bruta (var. % real)	4.2	5.3	<b>4.9</b>	<b>7.5</b>	6.0	5.6	7.9	2.5	3.3	0.8	<b>13.3</b>	<b>8.8</b>
Construcción	3.8	5.2	<b>6.5</b>	<b>5.5</b>	7.8	4.9	6.5	6.9	7.4	5.5	<b>7.8</b>	<b>4.5</b>
Producción industrial (var. % real anual)	1.9	3.7	<b>1.2</b>	<b>2.4</b>	2.5	3.7	4.2	4.5	3.5	1.6	<b>0.3</b>	<b>-0.4</b>
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.4	-3.0	<b>-2.9</b>	<b>-2.9</b>	-2.3	-2.1	-2.2	-2.3	-2.6	-2.4	<b>-3.3</b>	<b>-2.7</b>
Inflación anual (fin de periodo)	1.5	0.8	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>	1.5	2.1	1.7	0.8	-0.1	0.1	<b>0.8</b>	<b>1.9</b>
Inflación anual (promedio de periodo)	1.5	1.6	<b>0.5</b>	<b>1.8</b>	1.4	2.1	1.8	1.2	-0.1	0.0	<b>0.6</b>	<b>1.4</b>
Balance fiscal primario (% del PIB)	-4.1	-2.8	<b>-2.9</b>	<b>-2.6</b>				-2.8				<b>-2.9</b>

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.4

## Indicadores y Pronósticos México

	2013	2014	2015	2016	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
<b>Actividad Económica</b>												
<b>PIB (series desestacionalizadas)</b>												
Variación % real anual	1.7	2.1	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	0.9	2.8	2.2	2.6	2.5	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>
Por habitante en dólares	10,630	10,627	<b>10,720</b>	<b>11,009</b>	10,506	10,939	10,830	10,414	9,650	<b>9,557</b>	<b>9,452</b>	<b>10,024</b>
Miles de millones de dólares	1,256	1,272	<b>1,297</b>	<b>1,467</b>	1,258	1,310	1,296	1,247	1,168	<b>1,156</b>	<b>1,144</b>	<b>1,213</b>
<b>Inflación (% prom.)</b>												
General	3.81	4.02	<b>2.81</b>	<b>3.30</b>	4.16	3.59	4.15	4.18	3.07	2.94	<b>2.68</b>	<b>2.55</b>
Subyacente	2.72	3.18	<b>2.37</b>	<b>3.08</b>	3.03	3.07	3.32	3.30	2.39	2.32	<b>2.33</b>	<b>2.43</b>
<b>Mercados Financieros (% fdp)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	3.50	3.00	<b>3.25</b>	<b>4.00</b>	3.50	3.33	3.0	3.0	3.00	3.00	<b>3.25</b>	<b>3.25</b>
Cetes 28 días	3.16	3.00	<b>3.25</b>	<b>4.00</b>	3.23	3.14	2.79	2.86	2.94	3.01	<b>3.14</b>	<b>3.25</b>
TIIIE 28 días	3.80	3.35	<b>3.85</b>	<b>4.85</b>	3.79	3.63	3.29	3.30	3.30	3.31	<b>3.40</b>	<b>3.58</b>
Bono 10 años (% prom.)	5.68	6.10	<b>5.78</b>	<b>6.38</b>	6.34	5.87	5.9	5.8	5.60	6.01	<b>6.18</b>	<b>6.21</b>
<b>Tipo de cambio (prom.)</b>												
Pesos por dólar (prom.)	13.0	13.29	<b>15.1</b>	<b>14.5</b>	13.2	13.0	13.2	14.1	15.1	15.5	<b>15.9</b>	<b>15.3</b>
<b>Finanzas Públicas*</b>												
RFSP (% del PIB)	-3.0	-4.0	<b>-4.0</b>	<b>-3.5</b>	-	-	-	-4.0	-	-	-	<b>-4.0</b>
<b>Sector Externo<sup>2</sup></b>												
Balanza comercial (md)	-1,183	-2,441	<b>-7,240</b>	<b>-4,844</b>	-1,314	1,065	-1,513	-679	-2,201	-1,852	<b>-2,094</b>	<b>-1,482</b>
Cuenta corriente (md)	-30,446	-26,453	<b>-26,339</b>	<b>-25,730</b>	-10,409	-7,667	-3,294	-5,083	-9,446	<b>-5,848</b>	<b>-5,472</b>	<b>-5,574</b>
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.4	-2.1	<b>-2.2</b>	<b>-2.0</b>	-3.3	-2.4	-1.0	-1.6	-3.2	<b>-2.0</b>	<b>-1.9</b>	<b>-1.8</b>
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.5	3.5	<b>4.2</b>	<b>3.7</b>	2.9	3.2	3.8	4.2	4.5	4.4	<b>4.4</b>	<b>3.5</b>
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.94	4.83	<b>4.53</b>	<b>4.70</b>	4.81	4.89	5.24	4.38	4.23	4.35	4.78	4.76

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.4

## Indicadores y Pronósticos México

	2013	2014	2015	2016	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
<b>Demanda Agregada<sup>4</sup> (Var % anual, desestacionalizada)</b>												
Demanda Agregada Total	2.0	3.1	<b>2.7</b>	<b>4.0</b>	2.0	3.0	3.1	4.5	2.9	<b>2.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.9</b>
Demanda interna	1.8	1.8	<b>1.2</b>	<b>2.4</b>	1.0	1.9	1.7	2.6	0.0	<b>0.7</b>	<b>1.7</b>	<b>2.3</b>
Consumo	2.4	2.0	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	0.8	2.4	2.4	2.6	3.5	<b>2.6</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>
Privado	2.6	2.0	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	0.5	2.4	2.2	2.7	3.5	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>
Público	1.5	2.5	<b>2.1</b>	<b>0.8</b>	2.2	2.1	3.8	1.9	3.2	<b>3.5</b>	<b>0.4</b>	<b>1.5</b>
Inversión	-1.5	2.2	<b>3.7</b>	<b>3.5</b>	-2.4	1.3	4.4	5.7	6.3	<b>4.8</b>	<b>2.2</b>	<b>1.7</b>
Privado	-0.9	4.6	<b>5.4</b>	<b>5.6</b>	-1.6	3.4	7.2	9.7	7.2	<b>5.5</b>	<b>4.9</b>	<b>4.2</b>
Público	-1.5	-6.9	<b>-4.7</b>	<b>-6.6</b>	-4.3	-8.5	-6.0	-8.7	0.8	<b>2.2</b>	<b>-10.1</b>	<b>-11.4</b>
Exportaciones	2.2	7.3	<b>7.4</b>	<b>8.8</b>	5.1	6.5	7.1	10.2	12.3	<b>7.2</b>	<b>5.5</b>	<b>5.0</b>
Importaciones	3.0	6.2	<b>3.4</b>	<b>8.1</b>	5.6	3.2	5.7	10.4	4.1	<b>5.2</b>	<b>3.0</b>	<b>1.6</b>
<b>PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)</b>												
Primario	0.8	3.5	<b>5.8</b>	<b>2.7</b>	2.6	3.1	6.8	1.4	6.8	<b>5.5</b>	<b>6.4</b>	<b>4.6</b>
Secundario	-0.6	1.9	<b>1.5</b>	<b>2.8</b>	0.4	2.7	2.0	2.3	1.5	<b>1.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>
Minería	-0.5	-2.2	<b>-3.8</b>	<b>-1.5</b>	-0.3	-0.2	-2.8	-5.6	-4.7	<b>-4.7</b>	<b>-3.6</b>	<b>-2.2</b>
Electricidad, agua y suministro de gas	0.5	1.8	<b>3.2</b>	<b>3.9</b>	2.2	1.7	1.5	1.7	3.2	<b>2.6</b>	<b>4.0</b>	<b>2.8</b>
Construcción	-4.7	1.8	<b>2.5</b>	<b>3.7</b>	-3.2	1.3	3.8	5.6	4.4	<b>5.3</b>	<b>1.8</b>	<b>-1.2</b>
Manufactura	1.5	3.7	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>	2.9	4.1	3.3	4.6	3.8	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>
Terciario	2.7	2.2	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>	1.2	2.9	2.1	2.8	2.9	<b>2.5</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>
Comercio	2.9	3.3	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	0.6	3.4	3.9	5.4	5.7	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>2.1</b>
Transporte, correos y almacenamiento	2.7	1.9	<b>2.9</b>	<b>3.3</b>	1.6	2.9	0.8	2.3	3.1	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>
Información en medios masivos	5.1	2.2	<b>7.3</b>	<b>6.5</b>	2.1	4.6	-0.2	2.4	5.7	<b>5.6</b>	<b>9.5</b>	<b>8.6</b>
Serv. financieros y de seguros	10.5	2.0	<b>2.9</b>	<b>6.8</b>	4.2	1.4	1.0	1.7	1.5	<b>2.5</b>	<b>3.0</b>	<b>4.6</b>
Serv. inmobiliarios y de alquiler de bienes	1.0	2.1	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	1.8	2.2	2.3	2.2	1.5	<b>1.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>
Serv.prof., científicos y técnicos	0.9	1.2	<b>2.6</b>	<b>1.9</b>	-0.5	0.2	1.3	3.7	2.5	<b>3.3</b>	<b>2.8</b>	<b>1.9</b>
Dirección de corporativos y empresas	-1.4	6.4	<b>0.0</b>	<b>1.8</b>	6.5	3.9	3.4	12.5	-2.8	<b>-2.0</b>	<b>2.9</b>	<b>1.9</b>
Serv. de apoyo a los neg.	4.3	0.0	<b>2.2</b>	<b>1.2</b>	0.0	1.8	-0.1	-1.7	2.6	<b>1.3</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>
Serv. educativos	0.8	1.5	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	1.1	1.8	2.3	0.9	0.6	<b>0.7</b>	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>
Serv. de salud y de asistencia social	2.5	0.7	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>	0.3	0.9	0.8	0.6	1.3	<b>1.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.1</b>
Serv. de esparcimiento, culturales y recreativos	4.0	-0.8	<b>3.4</b>	<b>2.6</b>	-2.2	-0.9	2.0	-2.0	3.7	<b>3.9</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>
Serv. de alojam.temp.y de prep.de alojamiento	1.9	2.9	<b>3.3</b>	<b>2.0</b>	1.9	4.2	2.1	3.3	3.6	<b>3.0</b>	<b>3.8</b>	<b>2.8</b>
Otros Serv.excepto actividades del gobierno	2.2	1.4	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	0.4	1.4	1.9	1.9	2.8	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.7</b>
Actividades del gobierno	-0.5	2.5	<b>3.0</b>	<b>-2.3</b>	3.0	2.6	2.3	2.0	5.2	<b>2.9</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

**BBVA Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros. "BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores".**

Esta publicación ha sido elaborada por la unidad macro de México:

**Economista Jefe**

**Carlos Serrano**  
carlos.serranoh@bbva.com

**Economista Principal**

**Arnoldo López**  
arnoldo.lopez@bbva.com

**Javier Amador**

javier.amadord@bbva.com

**Iván Martínez**

ivan.martinez.2@bbva.com

**Fco. Javier Morales**

francisco.morales@bbva.com

Con la colaboración:

**Escenarios Económicos**

## BBVA Research

**Economista Jefe del Grupo**

**Jorge Sicilia Serrano**

**Mercados Emergentes***Análisis Transversal Eco. Emergentes*

**Alvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Asia*

**Xia Le**  
le.xia@bbva.com

*México*

**Carlos Serrano Herrera**  
carlos.serranoh@bbva.com

*Coordinación LatAm*

**Juan Manuel Ruiz Pérez**  
juan.ruiz@bbva.com

*Argentina*

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

*Chile*

**Jorge Selaive Carrasco**  
jselaive@bbva.com

*Colombia*

**Juana Téllez Corredor**  
juana.tellez@bbva.com

*Perú*

**Hugo Perea Flores**  
hperea@bbva.com

*Venezuela*

**Oswaldo López Meza**  
oswaldo.lopez@bbva.com

**Economías Desarrolladas**

**Rafael Doménech Vilaríno**  
r.domenech@bbva.com

*Estados Unidos*

**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbva.com

*España*

**Miguel Cardoso Lecoutois**  
Miguel.cardoso@bbva.com

*Europa*

**Miguel Jiménez González-Anleo**  
mjimenezg@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@bbva.com

*Sistemas Financieros*

**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

*Inclusión Financiera*

**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

*Regulación y Políticas Públicas*

**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

*Política de Recuperación y Resolución*

**José Carlos Pardo**  
josecarlos.pardo@bbva.com

*Coordinación Regulatoria Global*

**Matías Viola**  
matias.viola@bbva.com

**Áreas Globales***Escenarios Económicos*

**Julián Cubero Calvo**  
juan.cubero@bbva.com

*Escenarios Financieros*

**Sonsoles Castillo Delgado**  
s.castillo@bbva.com

*Innovación y Procesos*

**Oscar de las Peñas**  
oscar.delaspenas@bbva.com

## Datos de contacto:

BBVA Research Mexico  
Avda. Universidad 1200  
Colonia Xoco  
C.P. 03339 México D.F.  
E-mail: bbvaresearch\_mexico@bbva.com