

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

**BBVA** | Research

The logo for BBVA Bancomer, featuring the words "BBVA Bancomer" in a bold, white, sans-serif font.

**BBVA Bancomer**

The main title of the report, "Situación México", written in a large, bold, white, sans-serif font.

# Situación México

The subtitle of the report, "2do Trimestre 2017 | Unidad de México", written in a white, sans-serif font.

2<sup>do</sup> Trimestre 2017 | Unidad de México



# Índice

1. En resumen	1
2. Entorno global: el crecimiento global se afianza, pero aún con riesgos	3
3. Esperamos que en 2017 el PIB crezca 1.6% y si los aspectos favorables prevalecen el crecimiento podría ser mayor	6
3.1 En 2017 el mayor dinamismo del sector exportador podría compensar el menor dinamismo del consumo y las poco favorables perspectivas para la inversión	6
3.2 La inflación sigue en ascenso	19
3.3 Continúa el ciclo de tensionamiento monetario ante los riesgos inflacionarios	22
3.4 La apreciación del peso mexicano destaca favorablemente en un entorno de mayor demanda por activos de mercados emergentes	24
4. Previsiones	26

Fecha de cierre: **12 de mayo de 2017**

# 1. En resumen

La mejora generalizada de los datos de confianza del consumidor, aunado al avance del comercio global, apoyado sobre todo por el repunte de la inversión en China gracias a los estímulos monetarios y fiscales introducidos en 2016, son los principales factores detrás de la aceleración de la actividad económica durante los primeros meses del año. Se espera que el crecimiento global se ubique en 3.3% para 2017 y 3.4% para 2018, en ambos casos una décima más que en nuestras últimas previsiones.

Una de las características principales del mejor desempeño de la economía global es sin duda la consolidación de la recuperación en EE.UU. Aun cuando se ha reducido la probabilidad de que la nueva administración pueda poner en marcha la reforma fiscal y que esta tenga un impacto positivo en el corto plazo, la economía continúa creciendo por encima de su potencial apoyada en la aceleración de la inversión y un mercado laboral que se encuentra cerca de su nivel de pleno empleo. De este modo se espera que la economía norteamericana crezca 2.3% este año y 2.4% en 2018.

El sólido crecimiento de la economía norteamericana aunado a los recientes pronunciamientos de varios funcionarios de alto nivel de la administración Trump en favor de una renegociación sensata del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) hacen que el panorama económico para México luzca menos desfavorable que a inicios del año. En enero la ruptura del TLCAN o aumentos importantes en aranceles y barreras no arancelarias a las exportaciones mexicanas hacia EE.UU. parecían probables. Hoy dicha probabilidad es, en nuestra opinión, mucho menor. De hecho, nuestro escenario base, al que asignamos una probabilidad de 70%, es que el TLCAN sea renegociado y que los resultados serán benéficos para los tres países que lo integran.

Principalmente consecuencia de lo anterior, pero también apoyado en un mayor dinamismo de la demanda externa, revisamos al alza nuestras previsiones de crecimiento de 1.0% a 1.6% para 2017 y de 1.8% a 2.0% para 2018. La revisión para 2017 se apoya en tres factores: a) un mejor comportamiento del sector externo. Anticipamos que el sector de manufacturas de EE.UU. experimentará una importante expansión en este año, lo que se reflejará en un renovado dinamismo de las exportaciones que estimamos crecerán a una tasa anual de 4.5%.; b) Una revisión al alza de las cifras de crecimiento del PIB durante la segunda mitad del año pasado y una expansión mayor a la anticipada en 1T17. Estos cambios generan un efecto base positivo para el crecimiento del primer trimestre del año; y c) Una política monetaria menos restrictiva a la que anticipábamos en enero a medida que se mitigan las presiones de depreciación del peso.

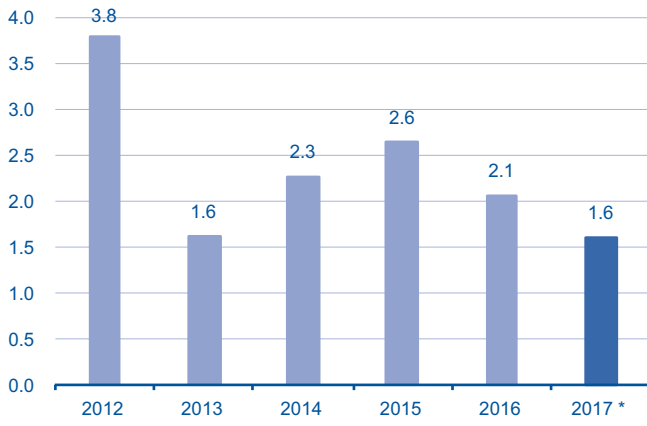
Las variables financieras domésticas también reflejan el cambio hacia un panorama menos desfavorable. El tipo de cambio ha registrado una relevante apreciación de casi 15% desde la toma de posesión de Donald Trump, la mayor apreciación entre las divisas a nivel global. Las mejores perspectivas de un TLCAN 2.0 reducen la probabilidad de observar depreciaciones como las de principios de año. Relacionado en buena medida con esta apreciación las expectativas de inflación implícitas en los mercados de bonos han tendido significativamente a la baja, lo que se ha traducido en expectativas de una política monetaria menos restrictiva y una reducción de más de 50 puntos base de los rendimientos de bonos gubernamentales de largo plazo respecto a sus niveles de principios de año.

Ante esta significativa apreciación del peso se han moderado las previsiones de aumento de la inflación hacia adelante, aun cuando esta seguirá en ascenso hasta rebasar el 6.0% durante el verano. Esperamos que comience a descender en 4T17 para cerrar en torno a 5.6% en diciembre (cuatro décimas menos que lo previsto en enero). En enero de 2018, un efecto base de comparación muy favorable permitirá un descenso de 1.2pp a 4.4% y prevemos que a partir de febrero de ese año observemos una tendencia gradual de disminución hasta que la inflación cierre dicho año ligeramente por debajo de 4.0% (en 3.9%), dentro del rango objetivo del banco central.

Con base en estas perspectivas de inflación y ante la ausencia de efectos de segundo orden generalizados, la conclusión del ciclo de tensionamiento monetario está más cerca y se alcanzará en niveles menores que los esperados en enero pasado. En resumen, se esperan condiciones financieras menos restrictivas que al inicio de 2017.

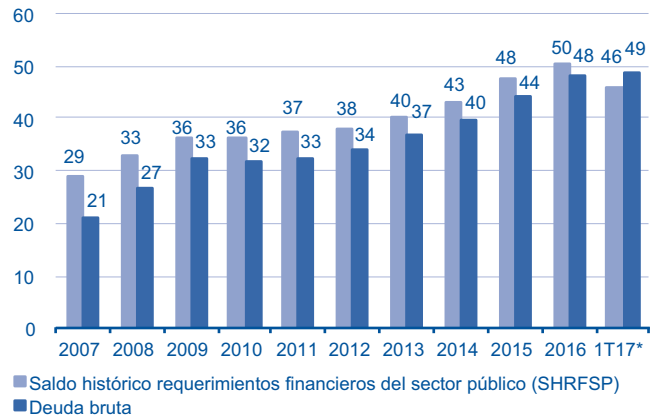
En lo concerniente a las finanzas públicas, los esfuerzos de consolidación fiscal a lo largo del año y el remanente operativo de Banxico permitirán que se logre un superávit primario de por lo menos 0.5% del PIB y que el cociente del saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) a PIB deje de crecer en 2017. El cumplimiento de estos objetivos coadyuvará a que las agencias calificadoras no reduzcan la calificación soberana de México. No obstante, el gobierno federal tendrá que continuar con una política de contención del gasto programable ante la presión que sobre las finanzas públicas seguirán ejerciendo el gasto en pensiones, las participaciones federales y el costo financiero de la deuda en los siguientes años.

**Gráfica 1.1** Producto Interno Bruto trimestral (Var. % trimestral y anual, ae)



p = preliminar; ae = ajustado por estacionalidad. \* 2017 = estimado  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

**Gráfica 1.2** Deuda bruta y saldo de los requerimientos financieros del sector público\* (% del PIB)



\* Para los cálculos del SHRFSP y la deuda pública se usó el dato preliminar del PIB correspondiente al primer trimestre asumiendo un deflactor del PIB de 5.2%.  
Fuente: BBVA Research con información de la SHCP e INEGI

La mejora en el panorama refuerza nuestra expectativa comunicada hace tres meses respecto a la elevada probabilidad de que los efectos de las políticas económicas de la actual administración de EE.UU. sobre la economía mexicana terminen siendo cíclicos y no estructurales. No obstante, los riesgos no se han disipado del todo y frente a nosotros está un largo periodo de negociaciones comerciales, en el que las declaraciones de los diferentes actores pueden interrumpir las condiciones favorables experimentadas en los últimos meses. Asimismo, los riesgos geopolíticos, los vaivenes en los precios de las materias primas y los activos financieros podrían generar nuevos episodios de incertidumbre y volatilidad para la economía mexicana.

## 2. Entorno global: el crecimiento global se afianza, pero aún con riesgos

### Aceleración gradual y escenarios extremos más acotados

El crecimiento del PIB global se situó en el 0.9% trimestral durante la segunda mitad de 2016. Los datos recientes apuntan a tasas similares en lo que llevamos de 2017 y comparan positivamente con el 0.8% registrado en promedio desde 2011. La mejora generalizada de los indicadores de confianza, junto con el avance del comercio global están detrás de

#### La economía global continúa acelerándose

esta aceleración de la actividad. El desempeño de los países avanzados sigue siendo especialmente positivo, gracias a la consolidación de la recuperación de EE.UU. y a que Europa crece a tasas por encima de su potencial. Por el contrario, América Latina saldrá este año de la recesión, aunque con crecimiento aún moderado.

El mejor comportamiento global viene acompañado de una cierta clarificación en torno al rumbo que tomará la política económica en EE.UU., donde las expectativas de una rápida reflación se han acotado, o al menos se ha retrasado el momento en el que se implementen medidas que apoyen los cambios en esa dirección. Así, el gobierno americano parece barajar propuestas moderadas sobre una posible renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), mientras que sigue encontrando obstáculos para llevar adelante políticas de restricción a la inmigración. No obstante, la dificultad para sacar adelante la reforma del sistema sanitario también ha puesto de manifiesto los problemas para aprobar otras medidas, como las ligadas a la reducción de impuestos o el plan de gasto en infraestructuras, lo que elimina la probabilidad de un fuerte impulso fiscal en el corto plazo.

Por su parte, los mercados financieros se han mantenido tranquilos en los últimos meses, registrando una baja volatilidad a pesar de la elevada incertidumbre. Las tensiones financieras se han relajado, sobre todo en las economías emergentes, especialmente afectadas a finales del año pasado por la incertidumbre tras las elecciones estadounidenses. Una excepción a esta tendencia se encuentra en Europa, donde el entorno político y el calendario electoral han ensanchado los diferenciales de deuda de Francia y de la periferia.

### Hacia la normalización en política monetaria

La combinación de una mejora cíclica, la reversión de la inflación desde tasas negativas y, sobre todo, la moderación o desaparición de los riesgos deflacionistas sientan las bases para que los bancos centrales salgan de las políticas ultraexpansivas. La Fed, que lidera este proceso, ha incrementado nuevamente en marzo la tasa de interés de referencia. Esta subida en el costo de financiamiento no ha generado ningún efecto adverso en los mercados financieros, básicamente porque el movimiento obedece a la buena marcha de la economía, cercana ya al pleno empleo y porque la Fed mantiene su mensaje de salida gradual. Es más, la Reserva Federal está ya planteando cómo abordar la tercera fase de la estrategia, esto es, la reducción del balance (una vez finalizado el programa de compra de bonos -QE- y según se consoliden las subidas de tasas de interés), algo que previsiblemente no sucederá hasta el año que viene y se implementará de forma pasiva.

El BCE se muestra más optimista con el crecimiento, pero todavía no muy confiado en que la inflación alcance su objetivo a mediano plazo. Así, desde abril se está produciendo la anunciada recalibración del QE, reduciendo las compras mensuales de deuda pública y privada, desde los 80 mil a los 60 mil millones de euros. Esta reducción de las compras y algunos cambios en la comunicación del BCE, son un primer paso de la estrategia de salida. A este respecto, se espera que la autoridad monetaria vaya preparando al mercado respecto a cuál será el calendario y el orden que seguirá. En

este sentido, BBVA Research prevé que el BCE continúe reduciendo las compras de bonos durante la primera parte de 2018 y no las extienda más allá del verano, para iniciar el ciclo alcista de tasas a finales de ese mismo año.

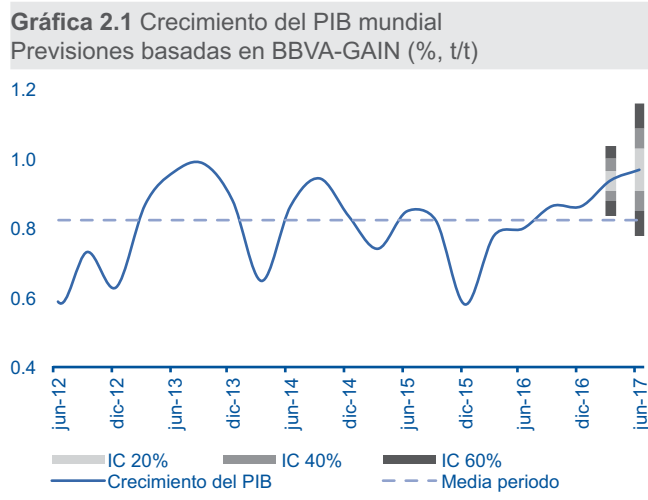
En definitiva, ha comenzado un proceso de normalización de políticas monetarias hasta ahora muy acomodaticias y, por tanto, en el horizonte de previsión cabe esperar un aumento del costo de financiamiento a nivel global. La política de comunicación será clave en este proceso, para evitar errores como el famoso “*taper tantrum*” (sobre-reacción del mercado de bonos de 2013 ante la retirada de estímulos) en Estados Unidos. El tensionamiento de las condiciones de financiamiento no sólo dependerá de las tasas de intervención que fijan los bancos centrales, sino también muy especialmente, de las tasas de interés de largo plazo. En este caso, hay factores que siguen anclando la parte larga de la curva, como la elevada incertidumbre, la escasez de activos refugio o algunos aspectos regulatorios.

## Ligera revisión al alza del crecimiento, pero con riesgos aún a la baja

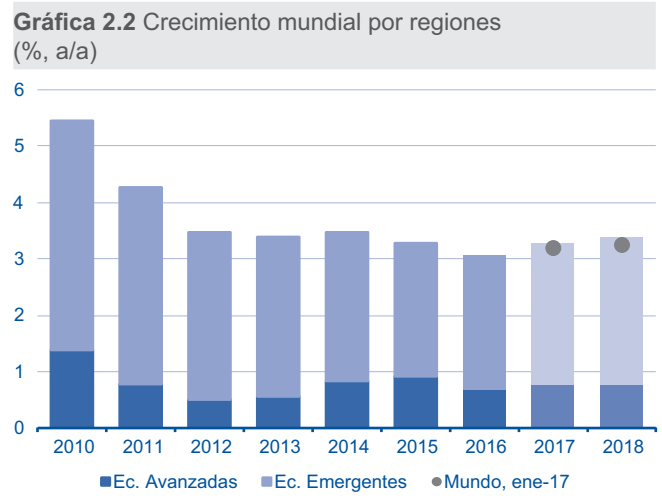
En conjunto, las previsiones de crecimiento para el bienio 2017-2018 se revisan sólo marginalmente. El mejor arranque de año las eleva para la Eurozona y sobre todo para China, mientras que las de los países latinoamericanos son algo más negativas este año (con la notable excepción de México). Como resultado, el crecimiento mundial esperado es del 3.3% para 2017 y del 3.4% para 2018, en ambos casos una décima más que en lo previsto en febrero.

### Los riesgos asociados a un mayor proteccionismo se mantienen

A pesar de lo anterior, los eventos de riesgo que se perciben, de producirse, mayoritariamente reducirían el crecimiento. En particular, más allá de la incertidumbre asociada a las medidas que finalmente se aprueben en EE.UU., las dudas se centran en los resultados electorales de Francia o Italia, por el impacto negativo que podrían tener en la estabilidad de la zona euro en el caso (poco probable) de vencer las opciones fuertemente antieuropeístas. A ello se une el riesgo asociado a la economía china, donde la fortaleza reciente de la inversión puede frenar el proceso de reducción de desequilibrios. Otros elementos sobre los que persiste incertidumbre y que será importante tener en cuenta durante los próximos meses incluyen la evolución que puedan tener las negociaciones sobre el brexit, los múltiples frentes geopolíticos abiertos o la normalización de la política monetaria, sobre todo en EE.UU.



Fuente: Haver y BBVA Research



Fuente: BBVA Research

## Estados Unidos: crecimiento algo por encima del 2% en 2017-18

### La inversión apuntala el repunte de la actividad en EE.UU.

La probabilidad de que la nueva administración pueda poner en marcha las reformas fiscales prometidas y que estas tengan un impacto positivo en el horizonte de previsión se ha reducido. En cualquier caso, su efecto sobre el crecimiento debería de ser limitado en una economía que continúa creciendo por encima de su potencial. Se mantiene que el PIB aumentará 2.3% en 2017 y 2.4% en 2018, apoyado en la aceleración de la inversión, que a su vez se beneficiará de la mejora de las expectativas, de la estabilidad de los precios del petróleo y de la recuperación del mercado de la vivienda. Esto debería compensar la moderación esperada del consumo, dada la mayor inflación y una mejora menos intensa del mercado de trabajo. En este contexto, se espera que la Fed continúe con la normalización gradual de la política monetaria, aumentando dos veces más las tasas de referencia en 2017 (hasta el 1.50%) y en otras dos ocasiones en 2018 hasta el 2%.

## China: revisión al alza del crecimiento por los mejores datos recientes, resultado del apoyo de la política económica

Tras un crecimiento económico relativamente estable a lo largo del año pasado (en torno al 6.7% anual), los signos de aceleración del 4T16 parecen confirmarse a principios de 2017. Así, los indicadores disponibles apuntan a un crecimiento anualizado cercano al 7% gracias a la inversión, que continúa beneficiándose del apoyo de una política monetaria acomodaticia y de los estímulos fiscales. A pesar de la revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB en 2017-2018 de alrededor de 0.5pp, se mantiene el escenario de desaceleración del crecimiento en el horizonte de previsión, desde el 6.7% en 2016 hasta el 6.3% este año y el 5.8% en 2018. A pesar del aumento significativo de los precios industriales derivado del incremento en el costo de las materias primas y de una contracción de la oferta, la inflación continúa siendo moderada (2.3% esperado en 2017, y 3.0% en 2018). Con todo, más allá de la mejora en las expectativas basada en una política económica más orientada al crecimiento, se incrementan los riesgos a mediano plazo. Esto último, debido a que el proceso de ajuste del patrón de crecimiento se ha detenido y podría acentuar las fragilidades financieras derivadas de una recuperación basada en el aumento del endeudamiento de los agentes económicos.

## Europa: algo más de crecimiento, y sin riesgos significativos de inflación

### La inversión apuntala el repunte de la actividad en EE.UU.

El crecimiento del PIB podría haber ganado algo de tracción a principios de este año (alrededor del 0.5% trimestral) apoyado en la mejora de la demanda global y de la confianza. No obstante, los riesgos sobre el escenario hacen difícil pensar en una mayor aceleración hacia delante, más en una economía que ya está creciendo por encima del potencial desde 2015. Con todo, se revisa ligeramente al alza el crecimiento, en una décima tanto en 2017 como en 2018, y hasta el 1.7% en ambos años. Esto refleja los datos más positivos que, al igual que en el caso de EE.UU. o China se basan más en el comercio exterior o en la evolución de la inversión que en el comportamiento del consumo privado. El escenario de BBVA Research contempla también una moderación de la inflación a partir de mitad de año, ya que el fuerte aumento observado desde finales de 2016 obedeció principalmente al efecto base de los precios de la energía y al aumento en el costo de los alimentos no elaborados. Por su parte, la inflación subyacente continúa estable y en niveles bajos, mientras que el crecimiento de los salarios se encuentra contenido. Así, se revisa ligeramente al alza la previsión de inflación hasta el 1.8% en 2017, pero se mantiene una variación de los precios del 1.6% para 2018, mientras que se continúa previendo que la inflación subyacente se sitúe alrededor del 1.5% a finales de 2018.

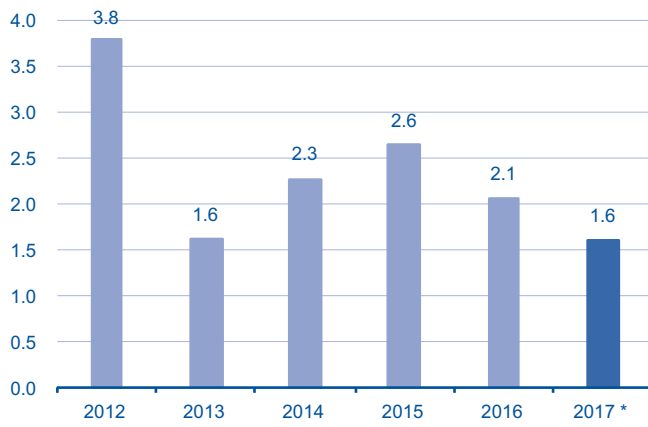
### 3. Esperamos que en 2017 el PIB crezca 1.6% y si los aspectos favorables prevalecen el crecimiento podría ser mayor

#### 3.1 En 2017 el mayor dinamismo del sector exportador podría compensar el menor dinamismo del consumo y las poco favorables perspectivas para la inversión

En 2016 el crecimiento del PIB, de acuerdo con su serie ajustada por estacionalidad, fue 2.1%, el cual fue menor al de 2014 (2.3%) y también al de 2015 (2.6%). Para 2017 estimamos que el crecimiento del PIB sea de alrededor de 1.6% (gráfica 3.1). Esta tasa de crecimiento podría tener sesgo al alza si la evolución positiva del sector externo que se ha observado en el primer trimestre de 2017 (1T17) se mantiene y compensa la debilidad observada del consumo privado y de la inversión fija bruta, o formación bruta de capital fijo, que se ha registrado en los primeros meses de este año.

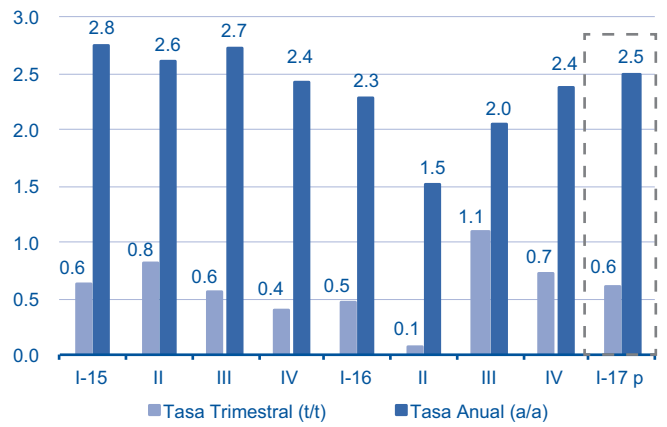
Como se comenta a lo largo de esta sección, diversos indicadores del consumo privado (índice ANTAD en términos reales de ventas de tiendas iguales, ventas internas de automóviles e índice del INEGI del consumo privado) hacen referencia a la debilidad de esta variable. Lo mismo sucede con la formación bruta de capital fijo total y sus componentes. En la medida en que estas dos variables constituyen el PIB por el lado de la demanda, su evolución condiciona el crecimiento de la actividad económica. Como se comentó, esto último solo se podrá compensar mediante el dinamismo sostenido del sector externo. De suceder lo anterior, el sector externo podría convertirse en el principal factor de impulso del crecimiento del PIB en este año.

**Gráfica 3.1** Producto Interno Bruto trimestral (Var. % trimestral y anual, ae)



p = preliminar; ae = ajustado por estacionalidad. \* 2017 = estimado  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

**Gráfica 3.2** Evolución del PIB anual (Var. %)



ae= ajustado por estacionalidad; p = dato preliminar  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI



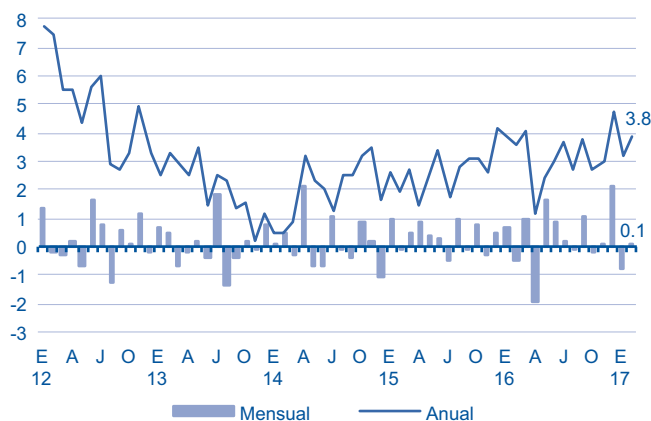
Por otra parte, el dato preliminar del crecimiento de la serie ajustada por estacionalidad del PIB del 1T17 que el INEGI dio a conocer al final de abril de 2017 fue de 0.6%. Dada la magnitud de este dato, se tiene un sesgo al alza en la estimación del crecimiento del PIB para todo 2017. Sin embargo, cabe observar que la estimación preliminar del crecimiento trimestral del PIB de 1T16 que el INEGI dio a conocer al final de abril de 2016 fue de 0.8% y después de ser revisada se redujo a 0.5% (gráfica 3.2). El dato preliminar indica que es posible que el crecimiento del PIB en 2017 pueda ser mayor al 1.6%. No obstante lo anterior, también es posible que el dato del primer trimestre se revise a la baja como sucedió en 2016. Esto limitaría las posibilidades de un alto ritmo de expansión de la actividad económica en 2017.

Por último, como factor de riesgo latente no hay que descartar que en el resto del año se pueden llevar a cabo eventos que incidan en un menor crecimiento del PIB. Un ejemplo de esto sería el hipotético caso en que por alguna cuestión la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte enfrentara alguna complicación.

### 3.1.1 Consumo privado: en 2017 menor ritmo de crecimiento que en los dos años anteriores

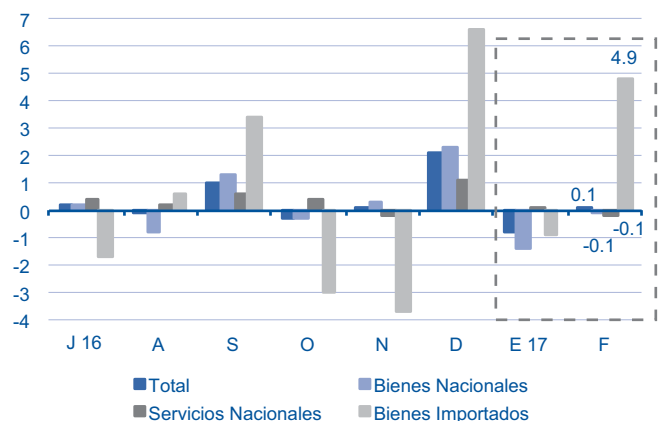
La tasa de crecimiento promedio anual del consumo privado en 2015 fue de 2.7% y para 2016 aumentó a 3.2%. Entre otros factores, la evolución positiva del consumo privado fue impulsada por el crecimiento del salario real que se registró en esos años, como fue el caso del salario medio de cotización de los trabajadores registrados en el IMSS. Asimismo, en los años referidos, el consumo privado tuvo una importante contribución al crecimiento del PIB. Diversos factores recientes han afectado al consumo privado. Uno de estos ha sido el incremento de la inflación interanual, pues esta pasó de 3.4% en diciembre de 2016 a 5.4% en marzo de 2017. Esta mayor inflación ha hecho que el salario real desde enero a marzo de 2017 registre tasas de crecimiento reales negativas (ver gráfica 3.24 de la sección de Empleo de este apartado). Es decir, consideramos que el menor ingreso real de los trabajadores propiciará un menor ritmo de expansión del consumo privado a lo largo de 2017.

**Gráfica 3.3** Consumo privado  
(Var. % m/m, a/a, ae)



m/m = tasa de crecimiento mensual; a/a = tasa de crecimiento anual; P = preliminar. Fuente: BBVA Research con información del INEGI

**Gráfica 3.4** Consumo privado por componentes  
(Var. % m/m, ae)



ae= ajustado por estacionalidad; m/m = tasa de crecimiento mensual Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Por otra parte, los datos ajustados por estacionalidad del indicador mensual del consumo privado que el INEGI publica indican que en enero de 2017 esta variable registró una tasa de crecimiento mensual negativa de -0.8% (gráfica 3.3). En ese mes los componentes de consumo de bienes nacionales (-1.4%) y de bienes de consumo importados (-0.8%) registraron tasas de crecimiento mensuales negativas, y solo el consumo de servicios (0.1%) mostró un crecimiento mensual positivo (gráfica 3.4). En febrero la tasa de crecimiento mensual del consumo privado fue positiva aunque reducida (0.1%), la cual estuvo acompañada de tasas de crecimiento mensuales negativas del consumo de bienes (-0.1%) y de servicios (-0.1%) nacionales, en tanto que la tasa de crecimiento mensual de bienes importados fue positiva y alta (4.9%).

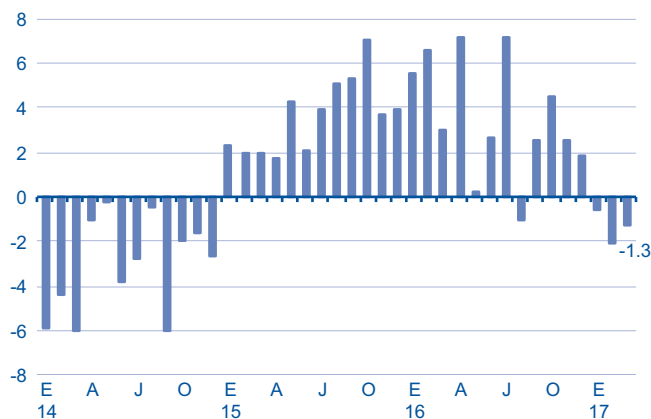
Cabe mencionar que las importaciones de bienes de consumo se dividen en importaciones petroleras (gasolinas y otros) y no petroleras. Como se verá en la sección del Sector Externo, a pesar del alto tipo de cambio que hubo en febrero de 2017, las importaciones de productos petrolíferos aumentaron de manera significativa en esa fecha. Este punto podría estar señalando que el desempeño positivo del componente de bienes de consumo privados importados en febrero de este año solo se debió al aumento de la importación de gasolinas dada la creciente demanda de este tipo de productos. De esta forma, si este tipo de compras no hubiera crecido en la magnitud en que lo hizo en ese mes, entonces es posible que el consumo privado también hubiera registrado una tasa de crecimiento mensual negativa en febrero al igual que en el mes anterior.

Los puntos de los párrafos anteriores hacen referencia al menor ritmo de crecimiento del consumo privado que se puede esperar para 2017 en comparación con el año anterior. Esta situación perdurará en tanto el salario real registre tasas de crecimiento anuales negativas. En este sentido, la menor inflación esperada para 2018 de alrededor de 4% será un factor que propicie un mayor crecimiento del consumo privado a partir de ese año.

El menor dinamismo del consumo privado que se ha registrado en el primer trimestre de 2017 (1T17) también se aprecia con los datos de enero a marzo de la tasa de crecimiento real negativa del índice de ventas de tiendas iguales de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD). De acuerdo con esta fuente, en cada uno los tres primeros meses de 2017 se registró una tasa de crecimiento anual negativa del índice referido (gráfica 3.5).

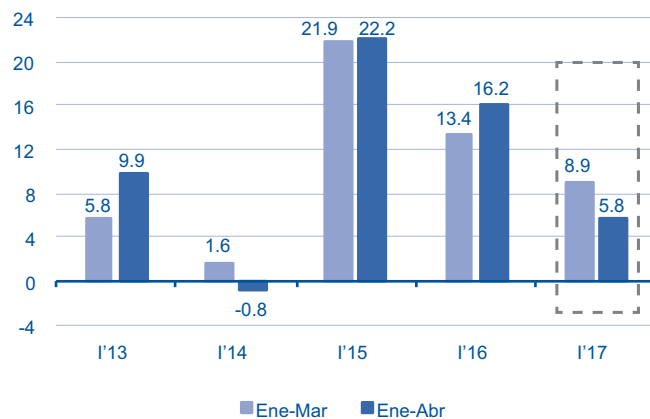
Por otra parte, el menor dinamismo del consumo privado también se aprecia mediante la tasa de crecimiento de las ventas de automóviles en el mercado interno de enero a marzo y también de enero a abril (gráfica 3.6). Si se comparan estas tasas de crecimiento para 1T17 con las de los mismos meses de 2015 y 2016 se aprecia que las tasas de 2017, a pesar de que siguen siendo positivas, también son significativamente menores a las de esos dos años (gráfica 3.6).

**Gráfica 3.5** Índice ventas ANTAD Tiendas Iguales (Var. % anual real)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI y de ANTAD

**Gráfica 3.6** Ventas de automóviles en el mercado interno (Var. % mensual)



ae= ajustado por estacionalidad

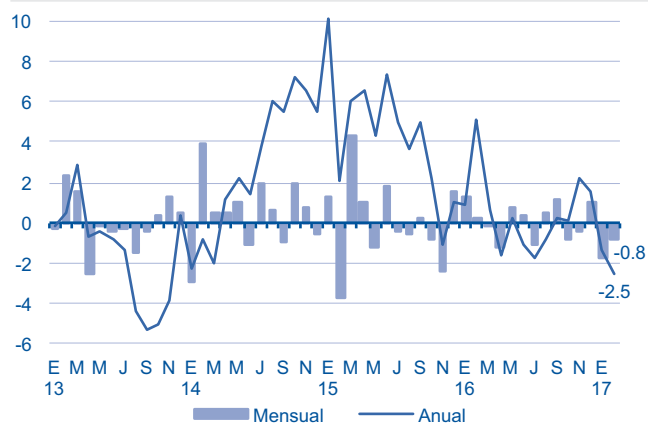
Fuente: BBVA Research con información de la AMIA

### 3.1.2 Índice de la formación bruta de capital fijo: su proceso de desaceleración y dio paso a un comportamiento desfavorable

Por lo que respecta a la inversión, o formación bruta de capital fijo, se tiene que en 2015 la tasa de crecimiento anual promedio de la serie ajustada por estacionalidad de esta variable fue 4.4%. En 2016 esa tasa de crecimiento promedio se redujo a 0.5%, y para el promedio de enero y febrero de 2017, únicos datos disponibles, la tasa de crecimiento anual promedio de esos meses fue de -2.0% (gráfica 3.7). La contracción de la formación bruta de capital fijo en los dos primeros meses de 2017 se debe al comportamiento desfavorable que sus componentes han registrado, en particular su componente de inversión en construcción e inversión en maquinaria y equipo importado (gráfica 3.8).

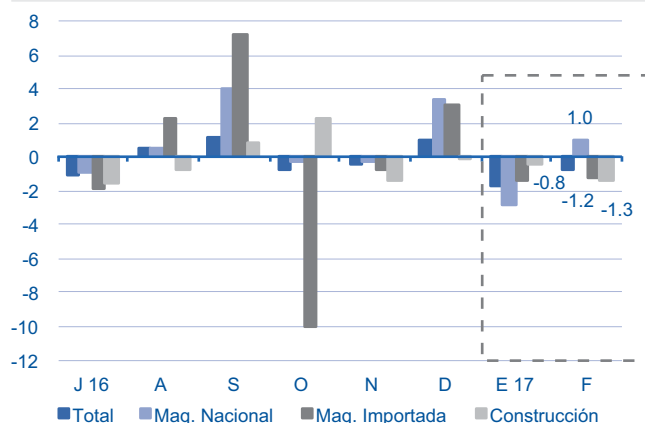
Cabe mencionar que la formación bruta de capital fijo es una variable que refleja las expectativas que se tiene sobre la expansión futura del PIB, así como también refleja la presencia de factores de incertidumbre que se traduzcan en mayor prudencia para realizar inversiones. Por ejemplo, si la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) llega a ser un evento que genere mayor prudencia para realizar inversiones, entonces es de esperar que esta variable macroeconómica empiece a mostrar mayor dinamismo una vez que termine la renegociación del TLCAN. Por otro lado, el mayor dinamismo de la inversión fija bruta también estará presente una vez que existan señales de que el PIB crece a tasas más altas de las que ha registrado en los últimos trimestres.

**Gráfica 3.7** Formación bruta de capital fijo (Var. % m/m, a/a, ae)



t/t = tasa de crecimiento mensual; a/a = tasa de crecimiento anual; P = preliminar. Fuente: BBVA Research con información del INEGI

**Gráfica 3.8** Formación bruta de capital fijo por componentes (Var. % m/m, ae)



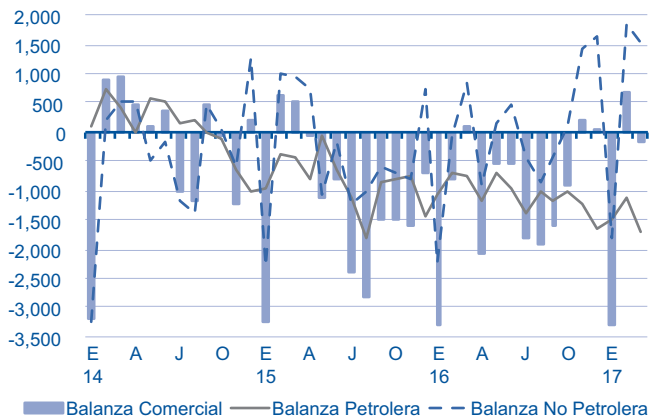
ae = ajustado por estacionalidad; m/m = tasa de crecimiento mensual Fuente: BBVA Research con información del INEGI

### 3.1.3 Sector Externo: el saldo deficitario de la balanza comercial en 1T17 fue menor al del mismo lapso de 2016

En el transcurso del primer trimestre de 2017 (1T17) el saldo de la balanza comercial del país fue deficitario por casi 2.9 mil millones de dólares. Este déficit fue menor al que se registró en el mismo lapso de 2016. El menor saldo negativo de esta cuenta con el exterior que se registró en los primeros tres meses de 2017 se debió a que, por un lado, se reportó un superávit de la balanza no petrolera de casi 1.6 mmd. En los mismos meses de 2016 esta cuenta fue deficitaria en casi 1.5 mmd. Por el otro lado, se tiene que en 1T17 la balanza petrolera registró un déficit de la balanza petrolera de 4.4 mmd, el cual fue mayor al que se reportó en el mismo lapso del año anterior (gráfica 3.10).

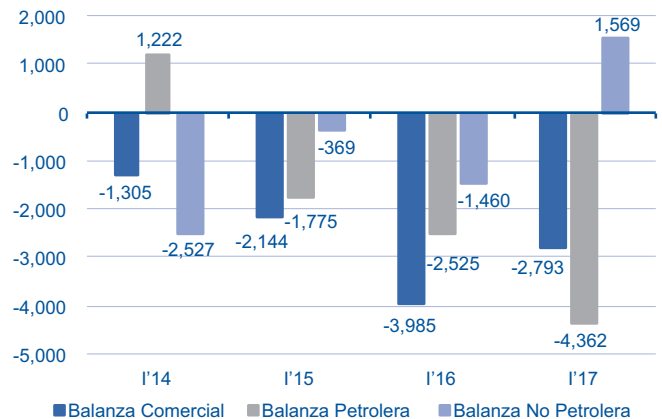
El mayor deterioro de la balanza petrolera del país durante 1T17 se debió al mayor volumen de importación de estos productos. De esta forma, la tasa de crecimiento interanual del volumen del total de productos petrolíferos importados en ese lapso fue de 17.4% (gráfica 3.11). Por ejemplo, en 1T17 la tasa de crecimiento interanual de la importación de gasolinas fue de 22.6% en tanto que la de combustóleo fue de 208.1%. En la medida en que la importación de productos petrolíferos siga aumentando a la vez que se tengan relativos bajos precios de petróleo y una plataforma de exportación de petróleo crudo que no aumenta y que eventualmente se pueda reducir, el resultado será que el saldo deficitario de la balanza petrolera del país continuará aumentando.

**Gráfica 3.9** Saldo de las Balanzas Comercial, Petrolera y No Petrolera (Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

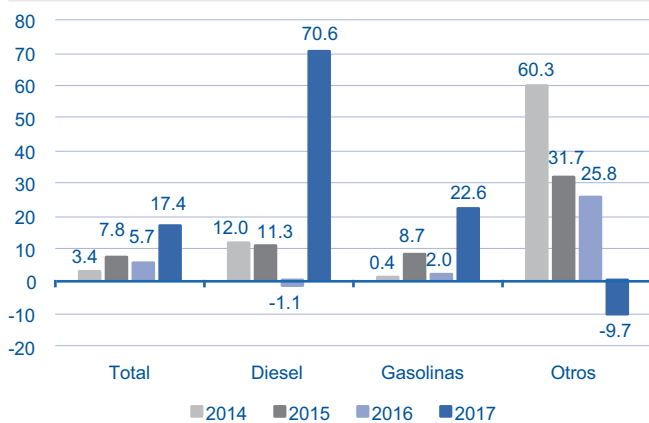
**Gráfica 3.10** Saldo trimestral de las balanzas Comercial, Petrolera y de No Petrolera (Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

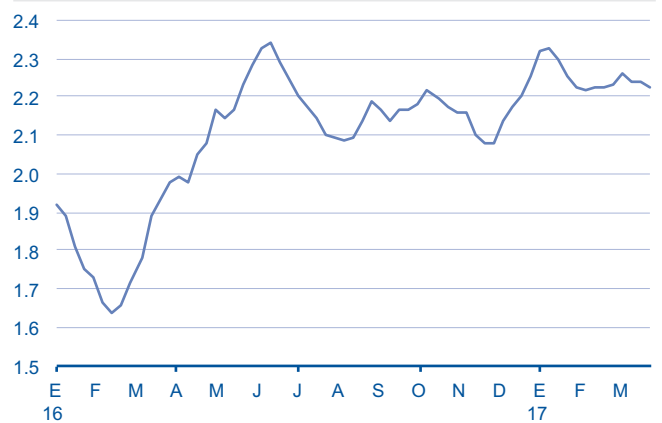
Otro factor que contribuyó al mayor déficit de la balanza petrolera en el 1T17 fue el aumento en los precios de los productos petrolíferos importados. Por ejemplo, el precio promedio del galón de la gasolina regular en Estados Unidos durante el primer trimestre de 2016 fue de 1.80 dólares. En el mismo lapso de 2017 el precio de este tipo de gasolina tuvo un incremento interanual de 25.5% para ubicarse en 2.25 dólares (gráfica 3.12). Es decir, el aumento tanto en precios como en cantidades de las importaciones de productos petrolíferos fueron los factores que deterioraron a la balanza petrolera del país en 1T17 en comparación con el mismo lapso de 2016.

**Gráfica 3.11** Importación de productos petrolíferos (Var % anual)



Total Petrolíferos = Diesel, Gasolinas, Combustóleo, Gas Licuado y Otros. Las cifras originales están en miles de barriles por día. Fuente: BBVA Research con información del INEGI

**Gráfica 3.12** Precio promedio semanal en Estados Unidos de la gasolina regular (Dólares por galón)



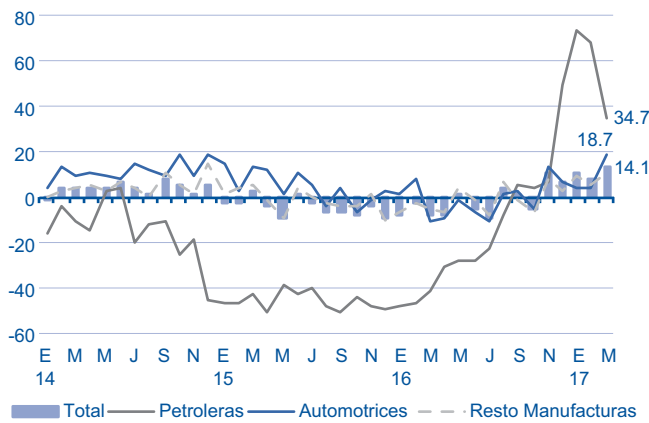
Fuente: BBVA Research con información de la U.S. Energy Information Administration

### 3.1.3.1 Exportaciones de mercancías por tipo de bien: favorable desempeño de las exportaciones manufactureras

El desempeño de las exportaciones totales de mercancías fue favorable desde el último trimestre de 2016, y ese comportamiento se mantuvo en 1T17 (gráfica 3.13). Es más, la tasa de crecimiento anual de las exportaciones totales de mercancías en 1T17 fue 11.2% (gráfica 3.14). Cabe mencionar que todas las diferentes categorías de bienes exportados en 1T17 registraron tasas de crecimiento positivas, y dentro de estas destaca el avance anual de 58.1% que tuvieron las exportaciones petroleras, aunque su importancia relativa dentro del total de exportaciones es limitado, pues solo representan el 5% de las exportaciones totales.

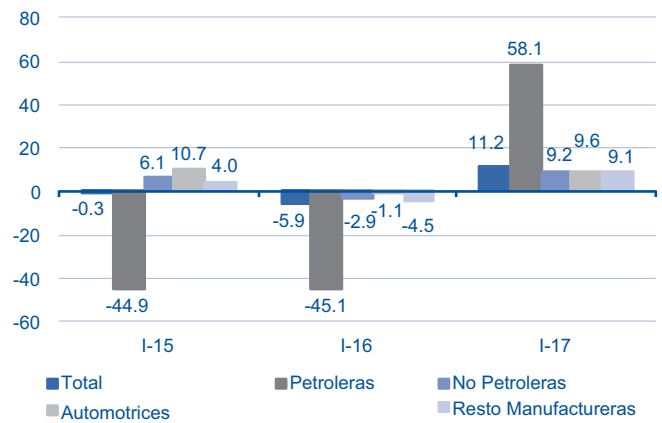
El punto anterior es relevante y permite tener presente que las exportaciones de manufacturas son las más importantes de todas. Estas crecieron 9.2% en el periodo referido y representaron el 90% de las exportaciones totales. En este periodo las exportaciones automotrices crecieron 9.6% y representaron 30% del total; y el resto de exportaciones manufactureras creció 9.1% y representaron 60% del total de las exportaciones de mercancías.

**Gráfica 3.13** Exportaciones mensuales de mercancías por tipo de bien (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

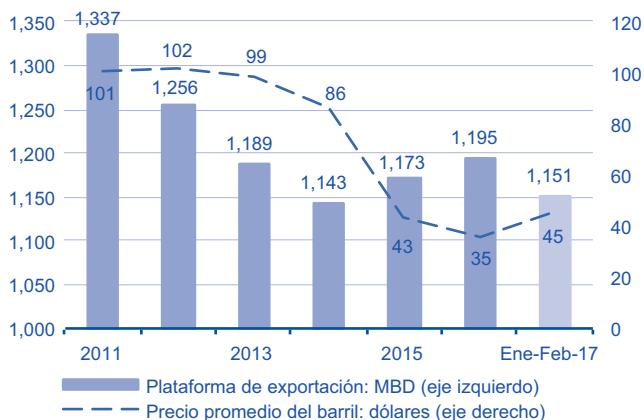
**Gráfica 3.14** Exportaciones trimestrales de mercancías por tipo de bien (Var % anual)



Las exportaciones No petroleras incluyen a las Manufactureras, a las Agropecuarias y a las Extractivas no petroleras  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

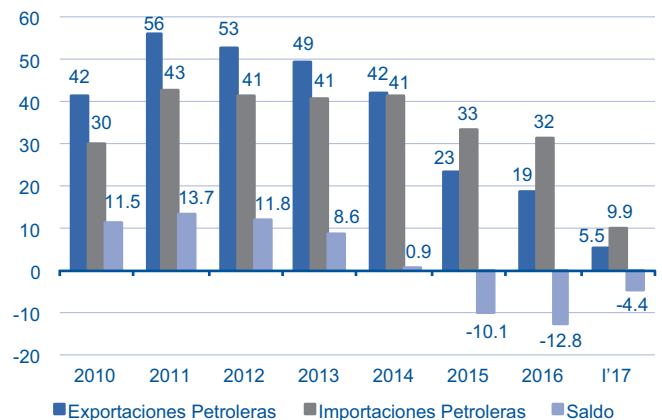
En la medida en que los diferentes tipos de exportaciones manufactureras crezcan a tasas altas de manera sostenida, su efecto en el resto de los sectores económicos del país será relevante como fuente de impulso al crecimiento del PIB.

**Gráfica 3.15** Exportaciones petroleras (Cifras en miles de millones de dólares y en miles de barriles diarios o MBD)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

**Gráfica 3.16** Balanza petrolera del país: exportaciones petroleras – importaciones petroleras (Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Por su parte, en el 1T17 las exportaciones petroleras crecieron de manera importante. Esto se debió al incremento de 71.3% que tuvo el precio de la mezcla del barril de petróleo crudo del 1T16 (25.94 dólares por barril) al 1T2017 (44.43 dólares). Cabe recordar que el precio promedio del barril de petróleo crudo de exportación del país en 2013 fue de 86 dólares (gráfica 3.15), y dadas las condiciones actuales del mercado petrolero internacional se considera que es poco probable que el precio del barril de petróleo crudo de exportación del país regrese a esos niveles.

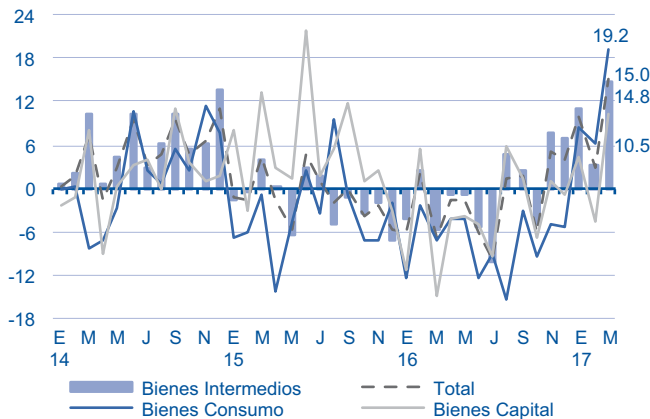
### 3.1.3.2 Importaciones de mercancías por tipo de bien: crecen a ritmo similar al de las exportaciones de manufacturas

Al igual que las exportaciones de mercancías, las importaciones de estos bienes también empezaron a registrar un mayor dinamismo a partir de los últimos meses de 2016, lo cual continuó en el primer trimestre de 2017 (gráfica 3.17). Además, en 1T17 todas las categorías de bienes importados registraron tasas de crecimiento anuales positivas (gráfica 3.18).

De esta forma, en 1T17 las importaciones totales de mercancías en el primer trimestre de 2017 registraron un crecimiento anual de 9.1%, el cual fue menor al crecimiento de 11.2% de las exportaciones totales realizadas en el mismo lapso. Por su parte, en este periodo las importaciones de bienes intermedios registraron un crecimiento anual de 11.4%, el cual fue mayor al crecimiento de 9.2% que las exportaciones manufactureras mostraron en ese periodo. Cabe mencionar que un alto porcentaje de las exportaciones de manufacturas requieren de importaciones de bienes intermedios para elaborar el producto final que se exporta. En este sentido, es de esperar que un desempeño favorable de las exportaciones manufactureras también se vea reflejado en un dinamismo similar de las importaciones de bienes intermedios (gráfica 3.18).

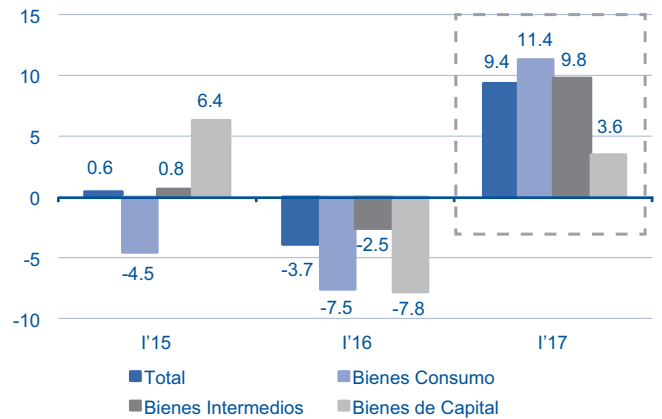
En 1T17 las importaciones de bienes de consumo también crecieron y su tasa anual en ese periodo fue de 9.8%. Cabe tener presente que en ese lapso las importaciones de bienes de consumo petroleras crecieron 69.7% en tanto que las importaciones de bienes de consumo no petroleras se redujeron 1.5%. Este punto refuerza los puntos comentados en la sección del saldo de la balanza comercial petrolera, la cual registró un mayor déficit en 1T17 que en el mismo trimestre de 2016 debido al aumento de las importaciones de productos petrolíferos tanto en volumen como en precio.

**Gráfica 3.17** Importaciones mensuales de mercancías por tipo de bien (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

**Gráfica 3.18** Importaciones trimestrales de mercancías por tipo de bien (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

En 1T17 las importaciones de bienes de capital solo crecieron 3.8% de manera interanual. Esta tasa fue menor a la que las demás categorías de importaciones registraron en ese periodo. Además, cabe recordar que la evolución de las importaciones de bienes de capital también hace referencia al comportamiento de la inversión fija bruta (o formación bruta de capital fijo). Como se comentó en la sección de la formación bruta de capital fijo, se tiene que la tasa de crecimiento interanual promedio de su índice de enero y febrero de 2017 fue negativa y de -1.8%. Es decir, el desfavorable desempeño de la inversión fija bruta total se ha reflejado en un crecimiento modesto de las importaciones de bienes de capital en 1T17.

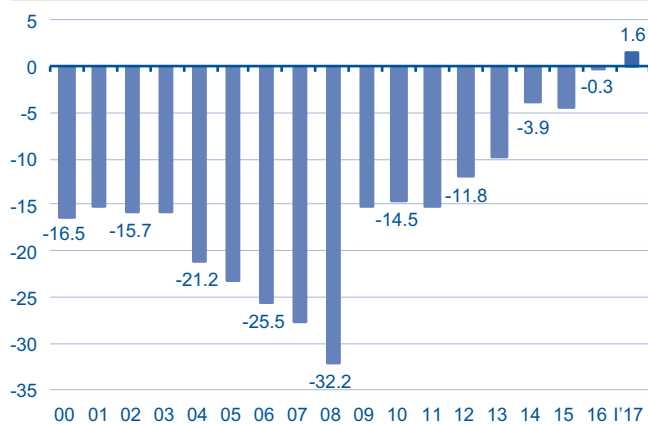
### 3.1.3.3 Saldo de la balanza comercial: el déficit de la balanza petrolera es la fuente actual de desequilibrio externo

El saldo de la balanza comercial tiene su componente de saldo de la balanza petrolera y el de la no petrolera. Por lo que respecta a la balanza no petrolera, se tiene que esta fue deficitaria por altos montos primero hasta 2008 (déficit de 32.2 mmd) y aunque estos disminuyeron hasta 2013 (9.8 mmd de déficit) siguieron siendo altos. A partir de 2014 el déficit de la balanza no petrolera se redujo de manera substancial y en 2016 fue mínimo y de solo 0.3 mmd. Esta situación mejoró en 1T17 al momento en que esta cuenta con el exterior registró un superávit de 1.6 mmd (gráfica 3.19).

En cambio, la balanza petrolera empezó a ser deficitaria a partir de 2015, año en que reportó un déficit de 10.1 mmd (gráfica 3.20). En 2016 este déficit aumentó a 12.6 mmd, y en 1T17 ello continuó (gráfica 3.16). El déficit que la balanza petrolera registra es consecuencia de la reducción observada del precio de la mezcla de barril de exportación del país y del mayor volumen importado de productos petrolíferos. En el futuro próximo no se vislumbra que ninguno de estos dos factores se modifique de manera substancial para poder revertir la posición deficitaria de esta balanza, y de aquí que se pueda mejorar la posición de la balanza comercial total.

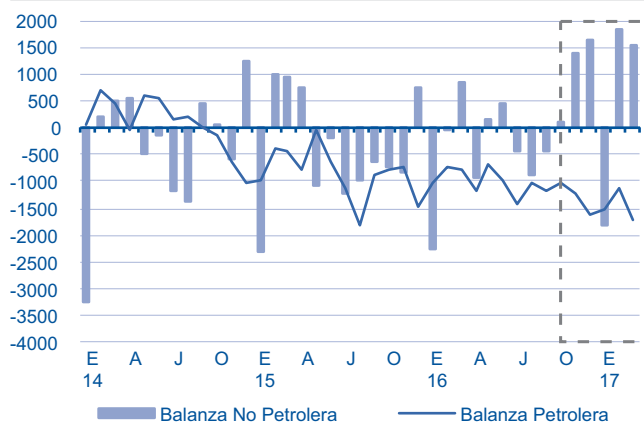
Por otra parte, es posible esperar que el desempeño positivo de la balanza no petrolera que se pueda registrar en el futuro ayude a aligerar el desequilibrio generado por el déficit de la balanza petrolera. Si esto llega a suceder sería consecuencia de un desempeño altamente favorable del sector exportador no petrolero del país, y para que tenga efectos duraderos debe de sostenerse a lo largo del tiempo. Este punto indica que el fortalecimiento y consolidación del sector exportador del país, y en particular el fortalecimiento y consolidación del sector exportador de manufacturas, es una realidad que opera en beneficio de las cuentas externas del país.

**Gráfica 3.19** Saldo de la balanza comercial no petrolera (Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

**Gráfica 3.20** Saldo de la balanza comercial de mercancías no petroleras (Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

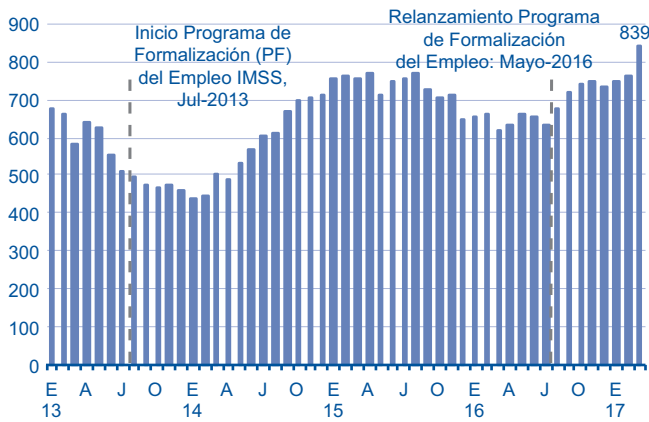
### 3.1.4 Evolución reciente del empleo formal de los trabajadores del sector privado (IMSS) y del salario real promedio de cotización: salario real en fase de contracción

En los últimos años el número de trabajadores registrados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) aumentó significativamente. Por ejemplo, el número total de trabajadores registrados en el IMSS pasó de 16.5 millones de personas al final de 2013 a 18.6 millones en diciembre de 2016. Es decir, en tres años el número total de trabajadores registrados en el IMSS aumentó en 2.1 millones de personas. Si se consideran a los trabajadores registrados en el IMSS de marzo de 2017, entonces el empleo formal IMSS aumentó en casi 2.5 millones de personas en un periodo de tres años tres meses.

Parte del favorable desempeño del empleo formal IMSS se debe al Programa de Formalización del Empleo (PFE), el cual fue realizado por las autoridades laborales del país desde julio de 2013 (gráfica 3.21). Este punto obedece a que desde 2013 el ritmo de crecimiento de la actividad económica del país se desaceleró, lo cual se aprecia mediante las tasas de crecimiento anuales del Índice Global de Actividad Económica (IGAE), a la vez que la tasa de crecimiento del empleo formal IMSS aumentó (gráfica 3.22).

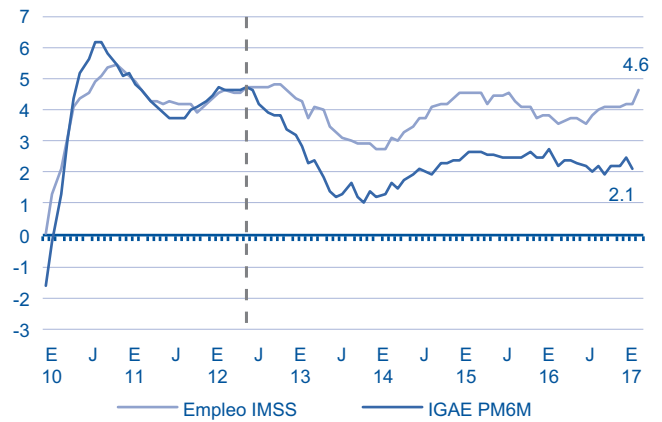
Cabe mencionar que el PFE consiste en hacer que quienes cuentan con un empleo y no gozan del beneficio de la seguridad social puedan acceder a esta última. De esta manera, la formalización del empleo consiste en que hacer que quienes tenían un empleo remunerado y carecían de seguridad social ahora cuenten con esta última al registrar del trabajador en el IMSS. La actividad de fiscalización de las autoridades laborales ha permitido que la tasa de crecimiento anual del empleo IMSS sea del doble o de más del doble a la tasa de crecimiento anual del IGAE. De esta forma se estima que entre el 60-65% del aumento en el número de trabajadores registrados en el IMSS se debe al PFE y el 35-40% restante de ese aumento se debe a la expansión de la actividad económica.

**Gráfica 3.21** Aumento en el número total de trabajadores registrados en el IMSS en 12 meses (Miles de personas)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

**Gráfica 3.22** Tasa de crecimiento anual del empleo IMSS y del IGAE PM 6m (Var % anual)



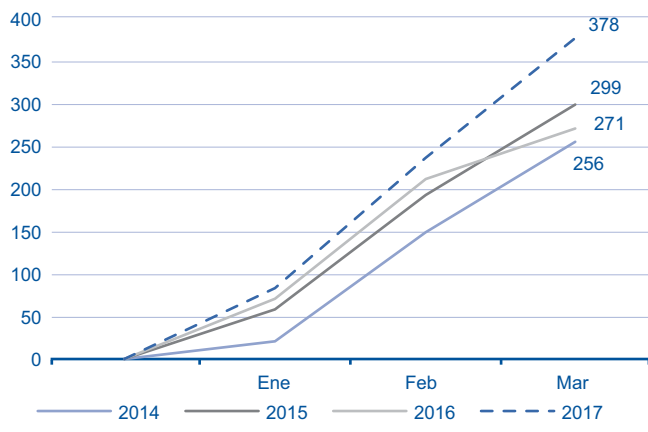
PM6M = Promedio Móvil de 6 Meses

Fuente: BBVA Research con información del INEGI y de la STPS

En la medida en que el PFE siga dando resultados positivos se tendrá que el empleo formal IMSS seguirá creciendo a tasas altas, lo cual hará que el número total de trabajadores registrados en ese Instituto aumente de manera importante. Este punto se ilustra al tener presente de que enero a marzo de 2014 el aumento en el número de trabajadores registrados en el IMSS fue de 256 mil personas en tanto que en los mismos meses de 2017 fue mayor y de 378 mil (gráfica 3.23).

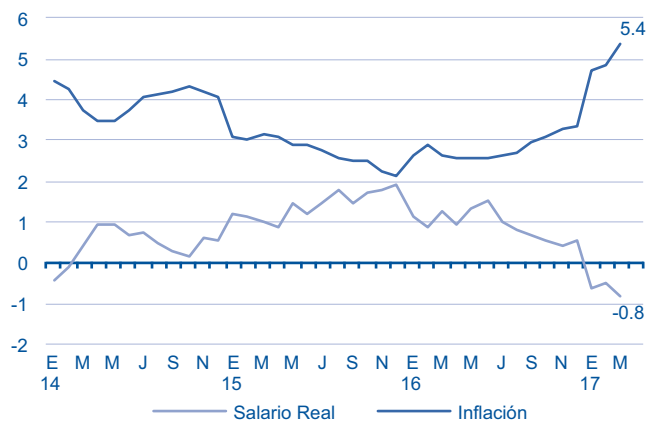


**Gráfica 3.23** Incremento del número de trabajadores totales registrados en el IMSS a lo largo del año (Cifras en miles de personas)



ente: BBVA Research con información del INEGI

**Gráfica 3.24** Inflación y salario real promedio del IMSS (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información de INEGI y STPS

Un tema asociado a la evolución del empleo formal IMSS es el del comportamiento del salario medio de cotización percibido por los trabajadores registrados en ese instituto. Cabe mencionar que el salario medio de cotización IMSS en términos reales es un indicador de cómo evoluciona el poder adquisitivo de los trabajadores formales a lo largo del tiempo. Un salario real promedio de cotización IMSS que crece hace referencia a un mayor poder de compra y, por tanto, a una expansión del consumo privado. A partir del crecimiento de esta variable se puede anticipar el aumento del PIB.

Cabe mencionar que en 2014, 2015 y 2016 la tasa de crecimiento anual promedio del salario medio de cotización al IMSS en términos reales fue de 0.4%, 1.4% y 0.9%, respectivamente (gráfica 3.24). En cambio, dada la mayor inflación que se ha presentado en el país a partir de enero de 2017 se empieza a tener una tasa de crecimiento anual promedio del salario real IMSS negativa de -0.7% para 1T17. Se espera que esta tasa negativa perdure durante el resto de 2017 y que posiblemente sea ligeramente positiva a partir de 2018. El efecto que tendrá la persistencia del decrecimiento del salario real a lo largo del año será que éste dejará de ser un elemento de impulso del consumo privado para ser uno que lo limite. Esto durará hasta que el salario real vuelva a crecer y, por tanto, a aumentar la capacidad de compra de los trabajadores.

### 3.1.5 Finanzas públicas: los ingresos no tributarios apoyaron el avance de los ingresos presupuestarios totales del sector público en el primer trimestre de 2017 mientras que las participaciones federales y el costo financiero empujaron el gasto público total

Los ingresos presupuestarios totales del sector público mostraron un crecimiento anual real de 33.4% en el primer trimestre de 2017. Es importante mencionar que esta comparación interanual incluye el monto de 321.7 mil millones de pesos correspondientes al remanente operativo del Banco de México. Al excluir este componente de los ingresos presupuestarios, su tasa de crecimiento anual real habría sido de 3.1%.

En la desagregación de los ingresos presupuestarios totales por componentes, los ingresos no tributarios (incluyendo los ingresos petroleros del gobierno federal) mostraron un crecimiento anual real de 283.0% en el primer trimestre de 2017. La exclusión del remanente operativo del Banco de México implicaría un incremento anual real en este componente de 37.9%. Por su parte, los ingresos tributarios exhibieron una caída anual real de 3.5% en el primer trimestre de 2017. Esta evolución desfavorable se debió al ISR, cuya recaudación se redujo en 4.1% en términos anuales reales en dicho trimestre (el ISR participó con 57.2% en el total de los ingresos tributarios del primer trimestre de 2017).

El IVA es otro componente de los ingresos tributarios que se destaca por su peso en la estructura de estos últimos (27.4% de participación en el primer trimestre de 2017). El IVA mostró una variación anual real de 2.1% en el primer trimestre de 2017, la cual se compara de manera favorable al 4.9% de crecimiento anual real observado en el mismo trimestre de 2016.

Los ingresos petroleros del sector público representaron 13.9% de los ingresos presupuestarios totales en el primer trimestre de 2017 (la cifra correspondiente fue 13.4% en el mismo trimestre de 2016). Es importante mencionar que este rubro de los ingresos aumentó en términos anuales al mostrar una tasa real de crecimiento de 39.0% en el primer trimestre de 2017.

**Cuadro 3.1** Ingresos presupuestarios totales del sector público en enero-marzo (Miles de millones de pesos)

	2016	2017	Var. % real	Estr. %
<b>Total</b>	<b>1,058.8</b>	<b>1,483.2</b>	<b>33.4</b>	<b>100.0</b>
Gobierno Federal	848.1	1,235.1	38.7	83.3
Tributarios	723.1	732.5	-3.5	49.4
ISR	416.3	419.2	-4.1	28.3
IVA	187.2	200.6	2.1	13.5
No Tributarios	125.0	502.6	283.0	33.9
Org. y emp. control presup.	78.4	84.8	3.1	5.7
Emp. Productiv. del Edo.	132.4	163.3	17.5	11.0
Pemex	67.1	84.1	19.4	5.7
CFE	65.3	79.2	15.6	5.3
<b>Total</b>	<b>1,058.8</b>	<b>1,483.2</b>	<b>33.4</b>	<b>100.0</b>
Ingresos petroleros	141.4	206.3	39.0	13.9
Ingresos no petroleros	917.5	1,276.9	32.6	86.1

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

**Cuadro 3.2** Gasto neto pagado del sector público en enero-marzo (Miles de millones de pesos)

	2016	2017	Var. % real	Estr. %
<b>Total</b>	<b>1,110.3</b>	<b>1,176.3</b>	<b>0.9</b>	<b>100.0</b>
Gasto Programable	865.2	851.0	-6.3	72.3
Gasto corriente	682.5	700.6	-2.2	59.6
Gasto capital	182.7	150.5	-21.5	12.8
No Programable	245.1	325.3	26.4	27.7
Participaciones a Edos.	158.9	199.1	19.3	16.9
Costo financiero	66.1	100.2	44.3	8.5
Adefas* y otros	20.1	25.9	23.2	2.2

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

En lo referente al gasto neto pagado del sector público en el primer trimestre de 2017, éste registró un incremento anual real de 0.9%. Ello se debió principalmente al rubro del gasto no programable (el cual participó con 27.7% en el total del gasto neto pagado del sector público en dicho trimestre), con una tasa de crecimiento anual real de 26.4% en el primer trimestre de 2017. Al interior del gasto no programable, las participaciones federales mostraron una variación anual real de 19.3%. Por su parte, el costo financiero creció 44.3% en términos anuales reales en dicho trimestre.

Es importante reconocer que las participaciones otorgadas a las entidades federativas, las pensiones públicas y el costo financiero de la deuda pública continuaron presionando a las finanzas públicas en el primer trimestre de 2017. Cálculos propios muestran que, sin la inversión financiera y las participaciones federales, el resto del gasto fue contenido al haber experimentado una reducción anual real de 1.9% durante dicho trimestre. Al omitir adicionalmente los rubros de pensiones públicas y el costo financiero de la deuda pública, la contención de este concepto más limitado de gasto resulta aún mayor al haber caído alrededor de 6.8% en términos anuales reales durante el primer trimestre de 2017.

Las reducciones anuales reales experimentadas por esos conceptos más limitados de gasto muestran un esfuerzo del gobierno federal por mantener cierta disciplina financiera en los rubros más directamente bajo su control. El gobierno federal tendrá que redoblar esfuerzos en materia de contención de gasto en 2017 para lograr las metas de 0.5% para el superávit primario y de 49.5% para el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público.

**Cuadro 3.3** Indicadores de gasto público en enero-marzo (Miles de millones de pesos)

	2016		2017	
	Nominal	Nominal	Real	Var. % real
<b>Gasto neto total</b>	<b>1,110.3</b>	<b>1,176.3</b>	<b>1,120.5</b>	<b>0.9</b>
Sin inversión financiera	1,094.9	1,163.3	1,108.1	1.2
Sin inversión financiera y participaciones	936.0	964.2	918.4	-1.9
Sin inversión financiera, participaciones y pensiones	776.1	794.5	756.8	-2.5
Sin inversión financiera, participaciones, pensiones y costo financiero	710.0	694.3	661.4	-6.8

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

**Cuadro 3.4** Situación financiera del sector público en enero-marzo (Miles de millones de pesos)

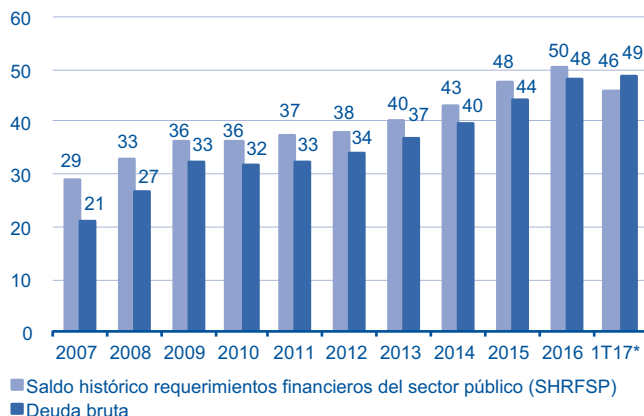
	2016	2017	Var. % real
Balance público	-61.6	309.1	n.s.
Bal. púb. sin inver. productiva	56.4	398.4	573.2
Balance presupuestario	-51.5	306.9	n.s.
Ingreso presupuestario	1,058.8	1,483.2	33.4
Gasto neto pagado	1,110.3	1,176.3	0.9
Balance Gobierno Federal	-26.1	309.2	n.s.
Balance org. y empresas	-25.4	-2.3	-91.4
Balance primario	21.6	414.6	1,728.6
Balance presupuestario	14.6	407.1	2,547.6
Gobierno Federal	14.0	367.8	2,409.0
Organismos y empresas	0.7	39.3	5,381.2
Pemex	-53.4	-19.5	-65.2
Otras entidades	54.0	58.8	3.6
Entidades bajo control indirecto	7.0	7.6	3.6

n.s. = no significativo

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

El balance primario del sector público mostró una mejoría significativa en el primer trimestre de 2017, al registrar un monto de 414.6 mil millones de pesos vs. 21.6 mil millones de pesos en el mismo lapso de 2016. El aumento en el superávit primario se debió en gran medida al balance del gobierno federal. Cabe mencionar que un manejo más disciplinado de las finanzas del gobierno federal y de las finanzas de las empresas productivas del Estado será clave para el cumplimiento de la meta de superávit primario de 0.5% del PIB para todo el sector público en 2017.

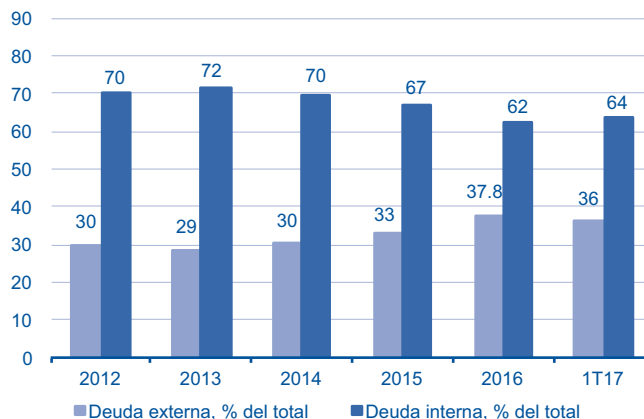
**Gráfica 3.25** Deuda bruta y saldo de los requerimientos financieros del sector público\* (% del PIB)



\* Para los cálculos del SHRFSP y la deuda pública se usó el dato preliminar del PIB correspondiente al primer trimestre asumiendo un deflactor del PIB de 5.2%.

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP e INEGI

**Gráfica 3.26** Estructura porcentual de la deuda interna y externa del sector público (% de la deuda total)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

En cuanto al tema de la deuda pública, el saldo de la deuda bruta fue 48.8% del PIB al cierre del primer trimestre de 2017. Este nivel de deuda es 0.9 puntos porcentuales mayor al cociente de deuda pública a PIB observado al cierre de 2016. En cuanto a la participación de los componentes interno y externo en dicha deuda, el segundo de ellos pasó

de 37.8% en 2016 a 36.0% al cierre del primer trimestre de 2017. Indiscutiblemente, la apreciación del peso mexicano frente al dólar observada en dicho lapso fue un factor fundamental en la menor participación de la deuda externa bruta.

Al primer trimestre de 2017, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) se encuentra 17 puntos porcentuales de PIB por encima de su nivel alcanzado en 2007. Para 2017 la SHCP prevé que dicho saldo se reduzca a 49.5% del PIB de 50.2% del PIB en 2016. En este sentido, es importante mencionar que el déficit anual de los RFSP se aprobó en 2.9% del PIB para 2017 (después de 4.1% y 2.9% del PIB en 2015 y 2016, respectivamente).

La SHCP señala que el SHRFSP pasó a 50.2% del PIB al cierre del año pasado. Esta cifra es menor al pronóstico de 50.5% que la SHCP dio a conocer en los Criterios Generales de Política Económica 2017. Asumiendo un déficit anual de 2.9% para los RFSP, un deflactor del PIB de 5.2% y un crecimiento del PIB real de 1.6% en este año, el SHRFSP como porcentaje del PIB bajaría a 49.5% del PIB.

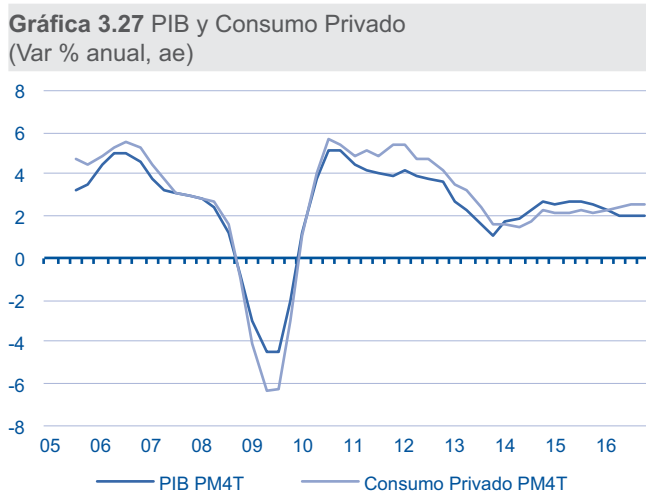
### 3.1.6 Perspectivas de la economía mexicana para 2017

Como se comentó al inicio de esta sección, esperamos que la tasa de crecimiento del PIB en 2017 sea 1.6%. Cabe mencionar que esto se logrará si el desempeño del consumo privado a pesar de que desacelere su ritmo de crecimiento seguirá siendo positivo, dado el estrecho vínculo que existe entre PIB y esta variable (gráfica 3.25). Es decir, el desempeño del consumo privado se refleja directamente y sin rezago en el PIB.

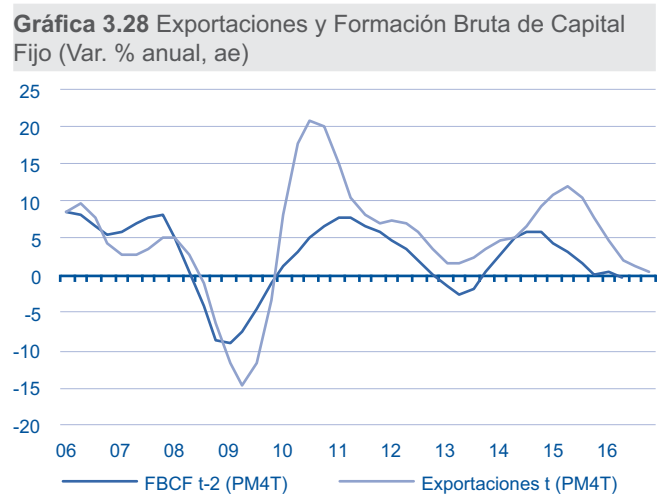
También se comentó que otro factor que está detrás del crecimiento del PIB que estimamos para 2017 es la debilidad que la formación bruta de capital fijo ha reportado. De esta forma, si las exportaciones de bienes y servicios crecen de manera dinámica y sostenida, estas por su mayor tamaño favorecerán la expansión del PIB, además de que también lo harán al propiciar mayores niveles de inversión fija bruta (gráfica 3.26), lo cual ha sucedido en el pasado con rezago de dos trimestres.

Es decir, en 2017 el sector exportador se puede volver la principal fuente, directa e indirecta, de crecimiento del PIB al aumentar su volumen e importancia relativa y al propiciar que otras variables macroeconómicas también crezcan. Si el comportamiento favorable del sector exportador se mantiene a lo largo del año, entonces sus efectos directos e indirectos no solo harían posible que la economía creciera al 1.6%, sino que incluso sería posible esperar que el crecimiento en 2017 pudiera ser mayor a esta cifra.

Los puntos anteriores son factibles de suceder siempre y cuando a lo largo del año no surgen otros factores de riesgo que tengan impacto relevante en la evolución del PIB. Un ejemplo de esto podría ser un abrupto ajuste a la baja del precio internacional de la mezcla de petróleo que el país exporta. En este sentido, la persistencia de un entorno macroeconómico favorable es condición indispensable para que en 2017 se pueda crecer al 1.6% o inclusive a una tasa mayor.



ae = ajustado por estacionalidad; PM4T = Promedio Móvil de 4 Trimestres  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

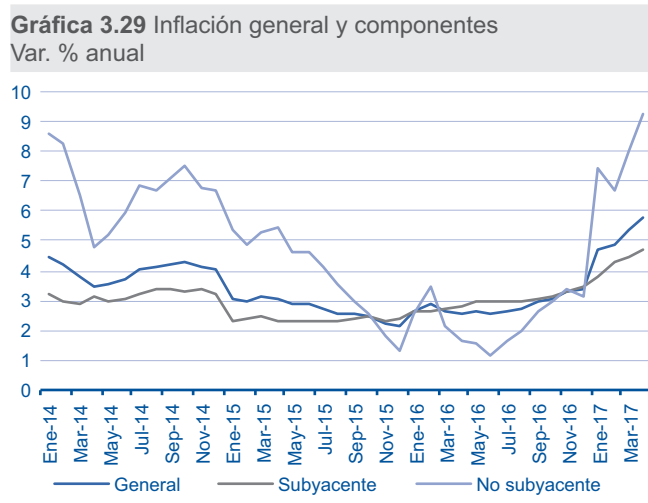


ae = ajustado por estacionalidad; PM4T = Promedio Móvil de 4 Trimestres; t-2 indica rezago de 2 trimestres  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

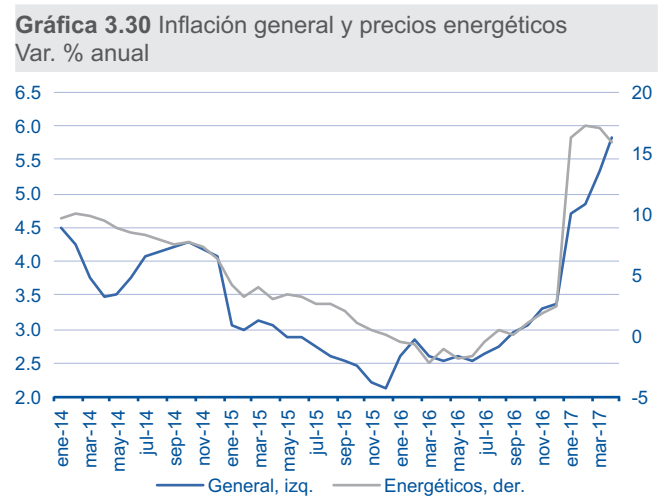
### 3.2 La inflación sigue en ascenso

A lo largo de este año hemos observado un aumento relevante en la inflación. Después de que la inflación general anual se mantuvo baja y estable durante los últimos dos años (2015-16), promediando 2.8% durante ese lapso (2.7% en 2015 y 2.8% en 2016), y estuvo ligeramente por arriba de 3.0% solo durante dos trimestres en esos dos años (el 1T15 cuando promedió 3.1% y el 4T16 cuando promedió 3.2%), a partir de enero 2017 exhibió un rebote notorio, como anticipábamos. La inflación sigue en ascenso. Tras mantenerse durante 17 meses consecutivos por debajo de la meta permanente de 3.0%, en enero tuvo un rebote de 1.36% puntos porcentuales (pp) al aumentar la tasa anual de 3.36% en diciembre de 2016 a 4.72%. La tasa anual ha seguido aumentando, repuntando hasta 5.82% en abril, nivel muy por encima del objetivo de 3% del banco central e incluso por encima del rango superior del intervalo de tolerancia que es de 4% (véase gráfica 3.29).

¿Qué explica este incremento? La inflación ha aumentado principalmente por dos razones: el mayor ritmo de *pass-through* a las mercancías (por la depreciación del peso acumulada en los últimos dos años), y el fuerte incremento de los precios energéticos (véase gráfica 3.30). El fuerte aumento refleja en gran medida un cambio en precios relativos, pero la inflación de servicios también exhibe una tendencia alcista (véase gráfica 3.31), y los riesgos de efectos de segundo orden prevalecen.



Fuente: BBVA Research a partir de datos de INEGI



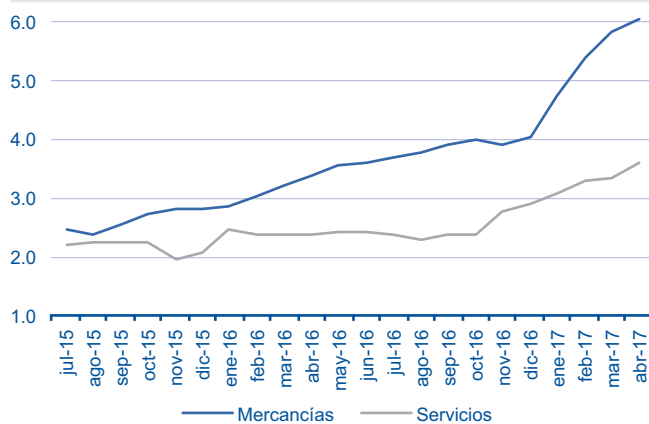
Fuente: BBVA Research, INEGI

El fuerte aumento de enero de este año se explica por el incremento de 12.7% en el componente de precios energéticos (véase gráfica 3.30) que tuvo una incidencia mensual sobre la inflación general de 1.2pp, y que se explica por una política fiscal de liberalización de los precios de algunos energéticos, en particular las gasolinas y el gas LP. Esta medida tuvo un impacto importante sobre la inflación anual (véase gráfica 3.31). No obstante, el efecto sobre los precios de esta medida debiera ser transitorio. Como resultado de lo anterior, la inflación general anual pasó de un promedio de 3.24% en el cuarto trimestre de 2016 a uno de 4.98% en el primer trimestre de 2017. Al cierre de 1T17 se ubicó en 5.35% y en abril tuvo un repunte adicional a 5.82%. Estos aumentos reflejan el fuerte impacto de corto plazo sobre la inflación general de la liberalización de precios energéticos. Por su parte, la inflación subyacente anual promedio pasó de 3.28% en 4T16 a 4.19% en 1T17. Al cierre de 1T17 se ubicó en 4.48% y en abril alcanzó un nivel de 4.72%. Al interior de la inflación subyacente, el índice de mercancías aumentó 2.0pp entre diciembre de 2016 y abril de 2017 (de 4.05% a 6.05%). Ambos subíndices de este componente mostraron aumentos relevantes en el mismo lapso, al subir de 4.40% a 6.77% en el caso del de alimentos y de 3.76% a 5.45% en el de alimentos. Por su parte, el índice de servicios, si bien a menor ritmo también ha aumentado y pasó de 2.92% a 3.59% entre diciembre y abril. Aunque es cierto que no se

presentan todavía efectos de segundo orden que afecten de forma generalizada el proceso de formación de precios, el repunte de los precios de los servicios muestra que se han presentado efectos indirectos en los precios que utilizan como insumos energéticos u otros bienes importados afectados por el mayor ritmo de *pass-through*.

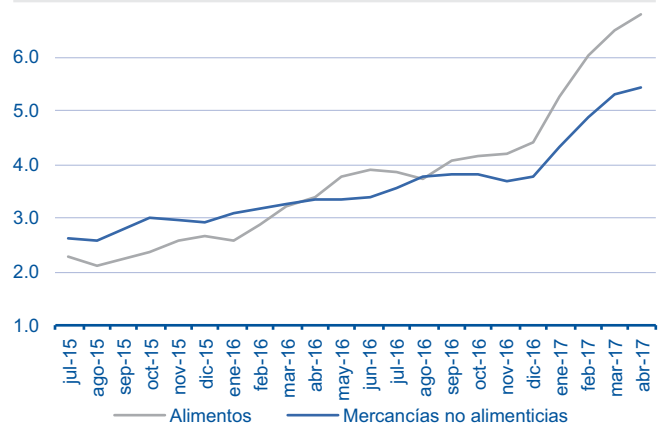
Aunque el fuerte aumento de la inflación responde a los dos factores antes mencionados, el efecto del segundo incremento, el de las mercancías, es más relevante para la tendencia de la inflación. Como se observa en la gráfica 3.29, el aumento de la pendiente en la tendencia de la inflación de sus componentes sugiere que, como anticipábamos, el ritmo de *pass-through* aumentó a inicios de este año. Lo anterior era previsible no solo por la depreciación adicional del peso tras el resultado de la elección de EE.UU. sino también porque a pesar de la holgura económica y el consecuente menor poder de precio de las empresas, preveíamos que sería difícil seguir absorbiendo el aumento de los costos a través de menores márgenes. Consideramos que al traspaso del tipo de cambio a los precios de las mercancías aún le queda recorrido; no obstante, los riesgos hacia delante ahora son menores por la relevante apreciación del peso (de alrededor de 15%) desde que alcanzó su punto de mayor debilidad en enero de este año. No solo el nivel de depreciación acumulada del peso (en torno a 40%) sino la persistente debilidad la que estará detrás de un mayor ritmo de traspaso durante 2017. A diferencia de los dos periodos previos de debilidad del peso (2008-09 y 2011-12), el actual comprende de 4T14 hasta enero ie, los anteriores fueron de corta duración y se disiparon rápidamente mientras que el actual se extendió por más de dos años. La buena noticia es que es previsible que el tipo de cambio no se aleje significativamente de su nivel actual hasta el cierre del año o incluso podría mostrar un fortalecimiento adicional. De confirmarse, la tasa de depreciación anual tenderá a disminuir rápidamente en la segunda mitad del año e incluso mostrará una variación negativa hacia el cierre de año y particularmente a partir de enero de 2018. Lo anterior debiera ir permitiendo un menor ritmo de *pass-through* hacia delante. En consecuencia, los riesgos han disminuido y la probabilidad de que el efecto sobre la inflación de este traspaso de la depreciación acumulada a las mercancías sea transitorio ha aumentado en los últimos tres meses. De hecho, la reducción de las expectativas de inflación desde de mediano y largo plazo observada desde fines de enero de este año, acompañando la tendencia de apreciación del peso en el mismo lapso, es un reflejo de lo anterior.

**Gráfica 3.31** Componentes de la inflación subyacente  
Var. % anual



Fuente: BBVA Research, INEGI y Bloomberg

**Gráfica 3.32** Componentes del índice subyacente de mercancías (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research, INEGI

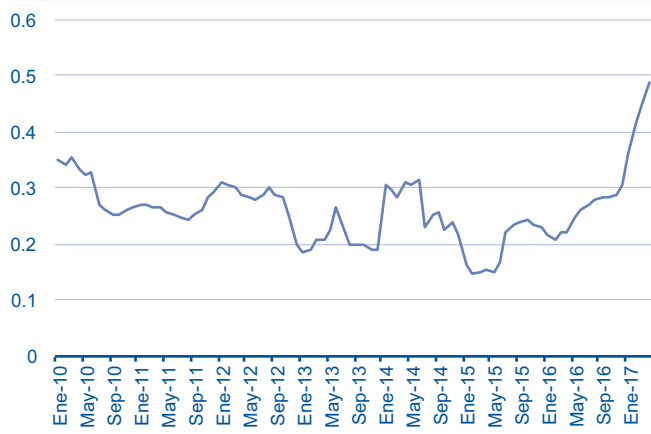
El entorno que sigue permitiendo la ausencia de efectos de segundo orden generalizados se apoya en la credibilidad de la política monetaria del Banco de México (Banxico), la holgura económica y la rigidez de los salarios nominales que se traduce en contracciones del salario real que evitan presiones generalizadas sobre los precios. Así, si bien se empieza a disipar el efecto compensación del traspaso del tipo de cambio a la inflación (*pass-through*) por los menores precios de los servicios de telecomunicación, solo observamos efectos indirectos sobre algunos precios de los servicios y se sigue observando un cambio en precios relativos –con una tendencia de mucho mayor aumento en el componente subyacente de mercancías– y un bajo *pass-through* a la inflación general, derivado principalmente de la ausencia de efectos de segundo orden antes mencionada.

## Si bien el aumento de la inflación será transitorio, continuará aumentando hasta rebasar el 6.0% en verano antes de descender en 4T17 para cerrar en torno a 5.6% en diciembre

Si bien como explicamos estamos ante dos cambios en precios relativos que debieran tener un carácter transitorio, la inflación no exhibirá signos de moderación hasta septiembre. Como se observa en la gráfica 3.33, el comportamiento de la inflación subyacente mensual ajustada por estacionalidad revela que, una vez descontados los efectos estacionales, la tendencia sigue siendo alcista y si acaso da algún signo de cierta moderación en el último mes con un ligero descenso en la pendiente. Es previsible que la inflación anual continúe aumento en los próximos meses tanto porque consideramos que aún le queda cierto recorrido al *pass-through* como por efectos de comparación poco favorables (baja inflación promedio entre mayo y agosto de 2016). Lo más relevante es que Banxico continúe anclando las expectativas de inflación manteniendo su estrategia preventiva para acotar los riesgos de efectos de segundo orden que prevalecen aun si es previsible que el ritmo de *pass-through* sea más contenido hacia delante por la tendencia reciente de fortalecimiento del peso.

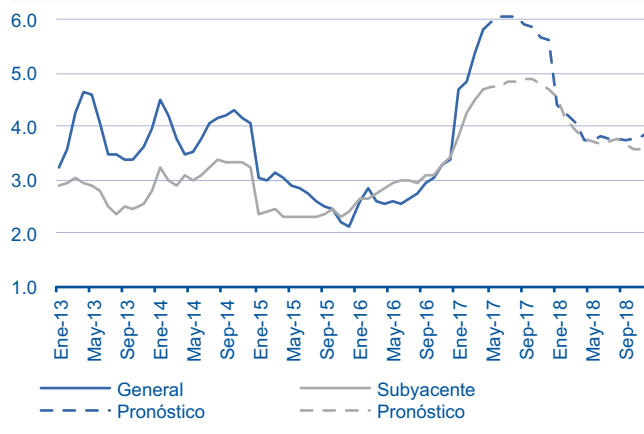
Anticipamos que la inflación general anual se mantendrá por encima de 6.0% en promedio entre mayo y septiembre (promediaría 6.0% en este lapso), antes de mostrar un descenso en el último trimestre del año, en el que promediaría 5.7%. Para el cierre del año nuestra previsión es ahora de 5.6% (6.0% anterior), principalmente por dos razones: i) el inesperado y relevante fortalecimiento del peso en los últimos meses (15% desde que alcanzó su mínimo en enero) que a su vez limita la necesidad de revisión al alza en los precios de las gasolinas (más de la mitad son importadas), y ii) la decisión del gobierno de suavizar el proceso de transmisión de los precios energéticos internacionales, cambio que no preveíamos y que ha implicado que se traslade de forma mucho más gradual que lo observado durante enero el aumento que estos han experimentado en los últimos meses. En enero de 2018, un efecto base de comparación muy favorable permitirá un descenso de 1.2pp a 4.4% y prevemos que a partir de febrero de ese año observemos una tendencia gradual de disminución hasta que la inflación cierre dicho año ligeramente por debajo de 4.0% (en 3.9%), dentro del rango objetivo del banco central.

**Gráfica 3.33** Inflación subyacente desestacionalizada, pm6m (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research, INEGI y Bloomberg

**Gráfica 3.34** Perspectivas de inflación BBVA Bancomer Var. % anual



Fuente: BBVA Research, INEGI

Nuestras previsiones están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza. Los principales riesgos a la baja son una apreciación adicional del peso, un menor dinamismo al esperado en la economía que provoque un aumento adicional de la brecha del producto, y la posibilidad de disminuciones en los precios energéticos internacionales. Por su parte, los principales riesgos al alza están ahora asociados a la mayor probabilidad de observar efectos de segundo orden y al aumento de las expectativas de inflación, y a un posible regreso de la debilidad del peso si se anticipara que el proceso de renegociación del TLCAN llevaría a cambios sustanciales en la relación comercial entre México y EE.UU.

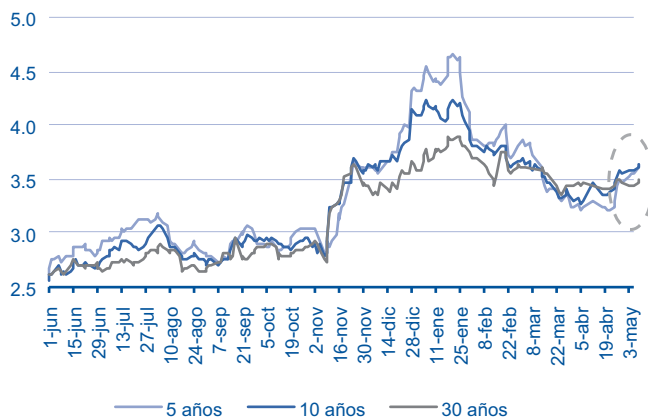
### 3.3 Continúa el ciclo de tensionamiento monetario ante los riesgos inflacionarios

Las mejores perspectivas respecto a la renegociación del Tratado de Libre Comercio (TLCAN), reflejadas en una significativa apreciación del peso en los últimos meses, llevaron al banco central a reducir el ritmo de tensionamiento monetario durante el mes de marzo y a adoptar un tono menos restrictivo que en los meses anteriores. No obstante, la persistencia de la inflación y un nuevo episodio de volatilidad cambiaria ponen de manifiesto que los riesgos se mantienen.

La significativa apreciación del peso desde la toma de posesión de Donald Trump y la mejora de las perspectivas en materia comercial hacia adelante generaron una abrupta caída de las expectativas de inflación tanto de los analistas, como de los instrumentos del mercado de renta fija. Ante este escenario, la postura restrictiva mostrada por Banxico recientemente se moderó. En su más reciente reunión de política monetaria se redujo el ritmo de tensionamiento monetario al incrementar en 25 puntos base (pb) la tasa de referencia (los seis movimientos previos habían sido de 50pb) y enfatizar la ausencia de efectos de segundo orden y el carácter transitorio de los choques inflacionarios. Adicionalmente, el instituto central subrayó los movimientos al alza de la tasa de referencia desde 2015, los cuales en buena medida contribuirán a la convergencia de la inflación en 2018. Esta comunicación influyó en que gran parte de los analistas alineara nuevamente las perspectivas de la tasa de fondeo en México a los movimientos esperados de la tasa de fondos federales en EE.UU.

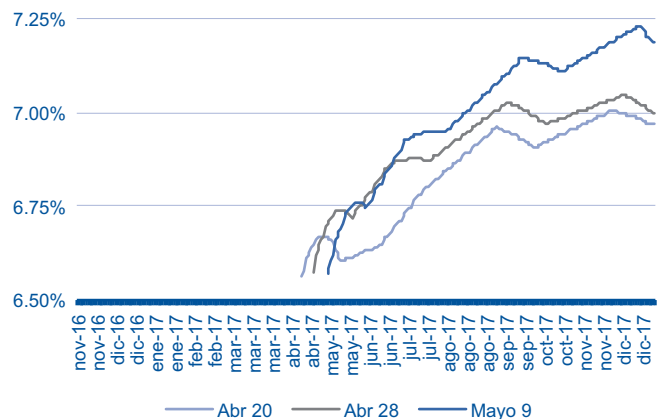
No obstante, los datos de inflación del mes de abril por encima de lo esperado por el consenso y un nuevo episodio de volatilidad cambiaria se han reflejado en un ligero repunte de las expectativas de inflación de mediano plazo, lo que en nuestra opinión llevará a Banxico a continuar con el ciclo de tensionamiento en los próximos meses. Y es que la tendencia de la inflación de mercancías continúa al alza y ya sobrepasa el 6.0% a/a, además de que el crecimiento de los precios de los servicios no cede y actualmente se ubica en 3.6%. Todo esto hace pensar que los riesgos de efectos de segunda ronda no pueden descartarse. Adicionalmente, la caída de los precios del petróleo y nuevas amenazas sobre un abandono del TLCAN por parte del presidente Trump son una clara señal de que los episodios de volatilidad se mantendrán en los próximos meses. Acorde con este entorno, las expectativas de la tasa de referencia implícitas en los instrumentos de renta fija se han modificado nuevamente al alza y prácticamente descuentan ya un nuevo incremento para la reunión del 18 de mayo, perspectiva que compartimos. De hecho consideramos que para anclar las expectativas y minimizar las perspectivas de efectos de segundo orden es necesario que Banxico continúe con el ciclo de tensionamiento incrementando en 25 puntos base la tasa de fondeo en su reunión de mayo.

**Gráfica 3.35** Expectativas de inflación implícitas en los instrumentos de renta fija gubernamental\* (%)



\*Nota: Las expectativas de mediano y largo plazo se ajustaron a la baja en 40 puntos base para reflejar la compensación por riesgo inflacionario.  
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

**Gráfica 3.36** Evolución de las expectativas de la tasa de referencia implícitas en la curva IRS (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg



Hacia adelante el cambio de la tendencia de la inflación hacia finales del verano podría ser la señal de que el ciclo de tensionamiento ha llegado a su fin, de manera similar a lo ocurrido en 2008, última vez que la inflación general superó de manera persistente la parte superior del intervalo alrededor del objetivo de inflación (4.0%). En particular esperamos dos incrementos más de 25 puntos base durante el segundo trimestre del año antes de que la inflación comience su descenso. Esta perspectiva se sustenta en la ausencia de episodios depreciatorios significativos y en un proceso de normalización monetaria de la FED que contempla 50pb adicionales en lo que resta del año. En caso de que alguno de estos supuestos no se materialice, la tasa de política monetaria en México continuaría con su tendencia al alza.

### 3.4 La apreciación del peso mexicano destaca favorablemente en un entorno de mayor demanda por activos de mercados emergentes

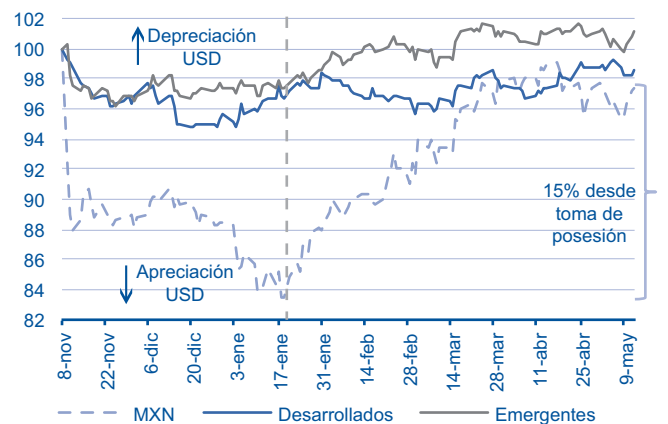
El comportamiento de los mercados financieros en los últimos meses se ha caracterizado por una mayor demanda de activos riesgosos, en especial de mercados emergentes, apoyada por datos de la economía global por encima de lo esperado, niveles de aversión al riesgo cerca de mínimos históricos y las expectativas sobre los cambios fiscales y regulatorios en EE.UU. A lo largo de las principales clases de activos se han observado ganancias a pesar de la incertidumbre y los riesgos geopolíticos, el sesgo hacia una normalización monetaria más rápida por parte de la FED y a pesar de nuevas dudas sobre la eficacia del recorte de la OPEP para reducir la sobreoferta en el mercado petrolero. Los mercados accionarios reflejan en buena medida el comportamiento antes mencionado, si bien la magnitud de los rendimientos se ha atenuado con respecto a lo observado desde noviembre pasado. El *benchmark* de mercados accionarios a nivel global (MSCI World) registra un alza de 8.0% en lo que va del año, lo que le valió alcanzar un nuevo máximo histórico recientemente, mientras que el S&P500 acumula un alza de 6.3% en el año apoyado en los lineamientos del plan fiscal de la administración Trump, cifras de empleo y consumo que apuntan a que el crecimiento norteamericano para el segundo trimestre en EE.UU. será más sólido y reportes corporativos por encima de lo esperado durante el primer trimestre.

**Gráfica 3.37** Aversión al riesgo (VIX) e Índice de Incertidumbre sobre Política Económica (% e índice)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

**Gráfica 3.38** Dólar en comparación con peso mexicano, monedas emergentes y desarrolladas (índice 8 nov 2016=100)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

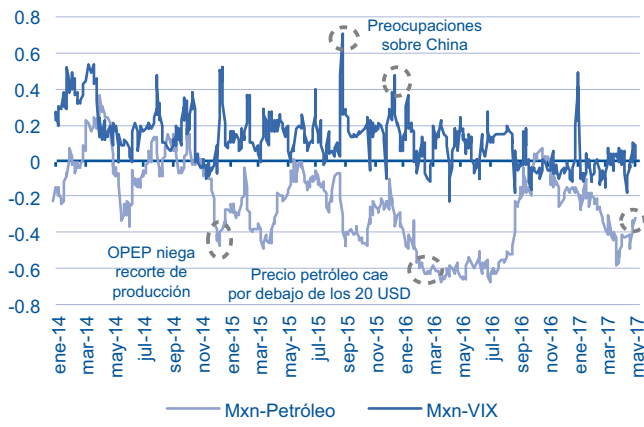
No obstante, durante el mes de abril los rendimientos ya muestran una tendencia decreciente entre varias menciones sobre una posible sobrevaluación del mercado accionario a partir de las medidas tradicionales (e.g. razón de precios a ingresos). Por su parte el crecimiento de los mercados accionarios en los países emergentes se aceleró en abril (el *benchmark* de mercados accionarios emergentes [MSCI EM creció 2.0%) con lo cual durante el año ya acumulan un rendimiento de casi 17.0%. Al interior de esta categoría el IPyC alcanzó un nuevo máximo histórico en el mes de mayo y acumula un rendimiento de 7.6% en 2017. Este comportamiento especialmente favorable para los mercados accionarios ha dependido en buena medida de los bajos niveles de aversión al riesgo. El índice VIX que es un proxy de la aversión global al riesgo se ubica en niveles incluso por debajo del 10.0%, nivel no observado desde los años noventa, y muy por debajo del promedio de los últimos 27 años que se ubica en 19.5%. Esta baja volatilidad contrasta con el alto nivel de incertidumbre política a nivel global (i.e. *Global Economic Policy Uncertainty Index*) y constituye una fuente de riesgo hacia adelante.

En los mercados de divisas el dólar ha perdido terreno frente a las monedas de países emergentes y, dentro de esta categoría, destaca el comportamiento del peso mexicano. Los pronunciamientos por parte de varios funcionarios de la administración Trump a favor de una renegociación mutuamente benéfica del TLCAN y la baja probabilidad de que la reforma fiscal en EE.UU. contenga impuestos fronterizos (i.e. *Border Adjustment Tax*) generó que el escenario de cola que descontaban los mercados sea cada vez menos probable. De este modo después de cotizar hasta en 22.0 pesos por dólar (ppd) previo a la ceremonia de investidura de Donald Trump, el peso se apreció en tal magnitud que a mediados de abril el dólar cotizó en 18.5 ppp, nivel no observado desde días previos a la elección presidencial en EE.UU. Esta apreciación de 12.0% del final de 2016 al 17 de abril del presente le valió al peso mexicano ubicarse como la moneda más apreciada a nivel global con una diferenciación positiva respecto al resto de las monedas emergentes (la segunda moneda emergente más apreciada en el periodo en cuestión fue el Rublo ruso con 9.0%).

Ahora bien, a pesar de que el escenario de cola previsto a principios del año parece cada vez menos probable, la intención del presidente Trump de abandonar nuevamente el TLCAN a finales de abril, es muestra de que el escenario adverso aun no puede descartarse del todo y menos cuando el gobierno norteamericano ni siquiera ha enviado al congreso la comunicación formal para poner en marcha el proceso de renegociación del TLCAN. La filtración de que Trump habría enviado al congreso una orden ejecutiva para salir del TLCAN llevó al dólar nuevamente por encima de los 19.2 pesos. Por otro lado, durante las últimas semanas el tipo de cambio volvió a presentar volatilidad ante los movimientos en los precios del petróleo. Y es que las dudas acerca de que los actuales recortes por parte de la OPEP puedan reducir la sobreoferta de crudo en el mercado han generado nuevas caídas del precio del energético. En estas circunstancias la correlación entre los movimientos diarios del precio del petróleo y las variaciones del tipo de cambio se ha incrementado a niveles no vistos desde finales de 2015 y apunta a que se mantendrá al menos hasta el próximo 25 de mayo cuando la OPEP se reúna para determinar si mantiene o incrementa los recortes a su producción.

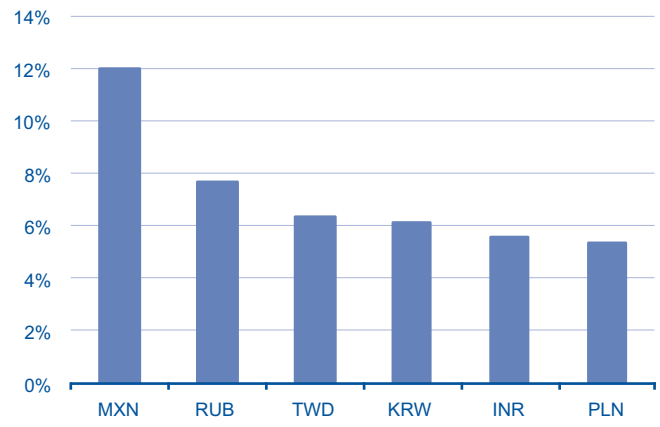
En la medida en que el comportamiento favorable de los activos de riesgo ha estado apoyado en las expectativas sobre la política económica en EE.UU. y la baja aversión al riesgo, hacia adelante habrá que estar atentos a la discusión sobre la reforma fiscal en EE.UU., las posibles medidas para desregular el sector financiero y el plan de infraestructura. Asimismo, habrá que seguir con atención el desarrollo de las tensiones geopolíticas y los datos de la economía china que podrían terminar con el periodo de baja aversión al riesgo que hemos visto durante el año. En particular, en lo que respecta al tipo de cambio consideramos que mientras que no se conozcan de manera formal los objetivos de renegociación del TLCAN por parte de EE.UU. el principal riesgo para el peso mexicano se mantiene, razón por la cual mantenemos nuestra previsión de 20.5ppd para finales de año. Cabe señalar que si se formalizan las declaraciones a favor de una renegociación mutuamente benéfica habría espacio para una apreciación hacia niveles de 19.5ppd.

**Gráfica 3.39** Correlación entre los movimientos diarios del tipo de cambio con el petróleo y la aversión al riesgo (VIX)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

**Gráfica 3.40** Apreciación de países emergentes entre el final de 2016 y el 17 de abril de 2017 (%)



Nota: RUB: rublo ruso, TWD: dólar de Taiwán, KRW: Won coreano; INR: Rupia de la India; PLN: Zloty polaco  
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

## 4. Previsiones

**Cuadro 4.1** Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2014	2015	2016	2017	2018
Estados Unidos	2.4	2.6	1.6	2.3	2.4
UEM	1.2	1.9	1.7	1.7	1.7
Alemania	1.6	1.5	1.8	1.7	1.6
Francia	0.7	1.2	1.1	1.4	1.5
Italia	0.2	0.6	1.0	1.0	1.2
España	1.4	3.2	3.2	3.0	2.7
Reino Unido	3.1	2.2	1.8	1.7	1.3
América Latina *	0.8	-0.3	-1.5	1.1	1.8
México	2.3	2.6	2.1	1.6	2.0
Brasil	0.5	-3.8	-3.6	0.9	1.8
EAGLES **	5.4	4.7	4.8	4.9	5.0
Turquía	5.2	6.1	2.9	3.0	4.5
Asia-Pacífico	5.6	5.6	5.5	5.2	5.1
Japón	0.2	1.2	1.0	0.8	0.9
China	7.3	6.9	6.7	6.3	5.8
Asia (exc. China)	4.2	4.5	4.5	4.2	4.5
Mundo	3.5	3.3	3.1	3.3	3.4

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

**Cuadro 4.2** Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2015	2016	2017	2018	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
<b>Indicadores Macroeconómicos</b>												
PIB (variación % real)	2.6	1.6	2.3	2.4	0.8	1.4	3.5	2.1	0.7	4.0	2.4	2.2
Consumo personal (var. % real)	3.2	2.7	2.1	2.1	1.6	4.3	3.0	3.5	0.3	2.0	2.0	1.8
Consumo gobierno (var. % real)	1.8	0.8	1.3	1.5	1.6	-1.7	0.8	0.2	-1.7	9.1	0.5	0.6
Inversión fija bruta (var. % real)	5.0	-1.6	3.0	3.0	-3.3	-7.9	3.0	9.4	4.3	-1.8	4.7	3.0
Construcción	11.7	4.9	5.6	2.9	7.8	-7.8	-4.1	9.6	13.7	3.8	5.1	3.2
Producción industrial (var. % real anual)	-0.7	-1.2	1.3	2.2	-1.3	-0.6	0.6	0.9	1.3	1.3	2.6	2.4
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.5	-2.6	-2.4	-2.2	-2.9	-2.6	-2.5	-2.4	-2.7	-2.4	-2.4	-2.2
Inflación anual (fin de periodo)	0.7	2.0	2.0	2.1	-3.3	-1.8	-2.8	-2.3	-1.5	-2.2	-2.0	-1.8
Inflación anual (promedio de periodo)	0.1	1.3	2.3	2.0	-2.5	-1.6	-3.2	-2.4	-1.6	-2.0	-2.1	-1.9
Balance fiscal primario (% del PIB)	-2.6	-3.1	-3.7	-2.4				-3.1				-3.7

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research

**Cuadro 4.3** Indicadores y Pronósticos México

	2014	2015	2016	2017	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
<b>Actividad Económica</b>												
<b>PIB (series desestacionalizadas)</b>												
Variación % real anual	2.3	2.6	2.1	1.6	2.3	1.6	2.0	2.4	2.2	2.2	1.3	0.8
Por habitante en dólares	10,783	9,443	8,536	8,541	8,502	8,733	8,457	8,454	8,402	8,719	8,599	8,443
Miles de millones de dólares	1,291	1,143	1,044	1,055	1,040	1,068	1,034	1,034	1,038	1,077	1,062	1,043
<b>Inflación (% prom.)</b>												
General	4.02	2.72	2.82	5.66	2.69	2.56	2.78	3.24	4.98	5.94	6.02	5.71
Subyacente	3.18	2.36	2.97	4.64	2.69	2.91	3.00	3.28	4.19	4.73	4.86	4.79
<b>Mercados Financieros (% prom.)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	3.00	3.02	4.29	6.73	3.58	3.92	4.42	5.25	6.17	6.75	7.00	7.00
Cetes 28 días	3.00	3.25	4.33	6.77	3.61	3.88	4.27	5.18	6.11	6.81	7.04	6.99
TIIE 28 días	3.35	3.44	4.58	7.06	3.89	4.09	4.60	5.44	6.13	7.08	7.33	7.33
Bono 10 años (% prom.)	6.01	5.94	6.20	7.47	6.12	5.99	5.93	6.81	7.40	7.46	7.62	7.52
<b>Tipo de cambio (prom.)</b>												
Pesos por dólar (prom.)	13.37	15.97	18.71	19.70	17.84	17.97	18.97	20.05	20.29	19.10	19.60	20.20
<b>Finanzas Públicas</b>												
*RFSP (% del PIB)	-4.6	-4.1	-2.9	-2.9	-	-	-	-2.9				-2.9
<b>Sector Externo<sup>3</sup></b>												
Balanza comercial (mmd)	-3.1	-14.6	-10.0	-14.7	-4.0	-3.1	-5.3	-0.7	-2.8	-3.4	-4.6	-3.9
Cuenta corriente (mmd)	-26.2	-33.3	-27.9	-29.7	-8.9	-8.0	-7.6	-3.4	-7.1	-7.4	-8.0	-7.2
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.0	-2.9	-2.7	-2.8	-3.4	-3.0	-3.0	-1.3	-2.7	-2.8	-3.0	-2.8
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.5	4.3	3.8	3.5	3.7	3.7	3.8	4.1	3.8	3.6	3.4	3.3
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.8	4.3	3.9	3.6	4.0	3.9	4.0	3.5	3.4	3.6	3.7	3.8

Continúa en la siguiente página

**Indicadores y Pronósticos México**

	2014	2015	2016	2017	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
<b>Demanda Agregada <sup>4</sup> (Var % anual, desestacionalizada)</b>												
Demanda Agregada Total	3.1	4.1	1.6	1.5	2.2	0.9	1.5	1.9	2.1	2.0	0.9	1.0
Demanda interna	2.0	2.1	1.8	0.5	1.8	1.6	1.8	1.8	1.6	0.4	-0.1	-0.1
Consumo	1.8	2.3	2.3	2.0	2.0	1.8	2.7	2.6	2.7	2.4	1.5	1.4
Privado	1.8	2.2	2.5	1.9	2.4	1.8	3.0	2.8	2.6	2.5	1.4	1.2
Público	2.1	2.4	1.1	2.5	-0.0	1.7	1.4	1.2	3.4	2.0	1.7	2.8
Inversión	2.9	4.3	0.4	-0.6	1.4	-0.2	-0.9	1.2	-0.6	-0.5	-0.7	-0.7
Privada	4.9	8.1	2.2	0.6	3.9	1.4	1.1	2.5	1.2	1.0	-0.3	0.5
Pública	-4.7	-11.7	-9.4	-7.9	-10.8	-8.4	-11.6	-6.4	-10.9	-9.5	-3.2	-7.7
Demanda Externa	6.9	10.4	1.2	4.5	3.2	-1.0	0.8	2.0	3.4	6.6	3.8	4.2
Importaciones	5.9	8.7	0.4	1.1	1.8	-0.8	0.1	0.4	1.8	1.4	-0.2	1.6
<b>PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)</b>												
Primario	4.5	1.6	4.0	1.9	-0.7	3.9	6.4	6.6	4.8	3.4	-0.1	-0.2
Secundario	2.7	1.0	0.0	-0.2	1.4	-0.5	-0.9	0.0	-0.2	-0.5	0.0	-0.1
Minería	-1.3	-4.4	-6.4	-8.4	-3.8	-4.6	-7.6	-9.8	-10.7	-9.8	-8.0	-4.7
Electricidad	8.2	2.3	3.3	1.4	1.1	5.8	3.7	2.8	0.0	2.4	1.7	1.3
Construcción	1.9	2.6	1.8	1.4	2.9	1.3	-0.1	3.1	1.1	0.5	2.5	1.6
Manufactura	4.1	2.4	1.0	1.9	1.0	0.4	0.6	1.9	3.3	2.3	1.5	0.6
Terciario	1.8	3.5	3.2	2.6	3.3	2.6	3.3	3.3	3.3	3.6	2.1	1.4
Comercio	3.1	4.7	1.9	1.5	2.5	1.5	1.2	2.5	1.9	3.0	1.0	0.1
Transporte, correos y almacenamiento	3.1	4.3	2.5	2.9	1.8	2.3	2.7	3.1	3.8	3.7	2.2	1.8
Información en medios masivos	0.2	7.7	10.1	9.6	8.9	9.7	13.4	8.4	11.5	11.7	8.5	7.0
Servicios financieros y de seguros	-0.8	4.3	7.7	7.0	7.9	7.7	7.8	7.3	7.7	8.0	7.1	5.1
Serv. inmob. y alquiler de b. muebles e int.	2.1	2.5	1.8	1.5	2.1	1.6	1.8	1.9	1.5	2.8	1.0	0.6
Serv. profesionales, científicos y técnicos	1.4	4.5	7.7	1.3	6.9	6.8	11.3	5.9	3.4	1.2	0.3	0.5
Dirección de corporativos y empresas	7.1	3.3	4.7	0.2	6.0	5.0	5.5	2.4	2.1	0.6	-1.8	0.1
Serv. apoyo a neg., serv. de remediación	-0.1	1.2	4.0	2.5	3.3	3.5	2.8	6.3	3.3	3.7	2.7	0.4
Servicios educativos	0.1	0.0	1.1	-0.2	0.8	1.5	1.4	0.5	0.4	-0.4	-0.6	-0.1
Servicios de salud y de asistencia social	-0.6	-2.3	1.3	1.2	-1.0	1.8	2.3	2.0	2.3	0.5	1.4	0.5
Serv. de esparcimiento, culturales y depor.	-1.4	3.9	5.2	1.0	2.0	4.2	9.5	5.0	5.0	1.8	-2.7	0.1
Serv. alojam. temp. y prep. de alim. y beb.	2.9	5.8	4.1	4.0	6.0	3.2	3.0	4.4	5.2	5.1	4.0	1.7
Otros serv. exc. actividades del gobierno	1.6	2.7	5.8	1.9	5.3	6.2	6.1	5.7	3.5	2.3	1.5	0.3
Actividades del gobierno	1.9	2.7	0.0	2.2	-3.1	-0.6	1.7	2.3	3.1	2.3	1.7	1.9

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

3: Acumulado, últimos 12 meses

4: Base 1993=100; PIB por sectores base 2003=100. Los datos observados del sector primario, secundario y terciario desestacionalizado por INEGI, el resto ajuste estacional propio.

mmd: miles de millones de dólares

dpb: dólares por barril

\*RFSP: Requerimientos Financieros del Sector Público

nd: no disponible

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research con datos de Buró del Censo, Reserva Federal, Buró de Estadísticas Laborales, Banxico, INEGI y SHCP

## 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

Javier Amador  
javier.amadord@grupobbva.com

Iván Martínez  
ivan.martinez.2@bbva.com

Fco. Javier Morales  
francisco.morales@bbva.com

Arnulfo Rodríguez  
arnulfo.rodriguez@bbva.com

Con la colaboración:  
Escenarios Económicos

## BBVA Research

### Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

**Análisis Macroeconómico**  
Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Escenarios Económicos Globales**  
Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Mercados Financieros Globales**  
Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Modelización y Análisis de Largo Plazo Global**  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Innovación y Procesos**  
Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**  
Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Coordinación entre Países**  
Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

**Regulación Digital**  
Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

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

**Sistemas Financieros**  
Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

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

**España y Portugal**  
Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Estados Unidos**  
Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

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

**Oriente Medio, Asia y Geopolítica**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Turquía**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

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

**América del Sur**  
Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**  
Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

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

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

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

**Venezuela**  
Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

### BBVA Research Mexico

Paseo de la Reforma 510  
Colonia Juárez  
C.P. 06600 México D.F.  
Publicaciones:  
Correo electrónico: [bbvaresearch\\_mexico@bbva.com](mailto:bbvaresearch_mexico@bbva.com)

Estas y otras publicaciones de BBVA Research  
están disponibles en inglés y en español en:  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)

## Otras publicaciones:

