

BBVA | Research

BBVA Bancomer

Situación México

3^{er} Trimestre 2017 | Unidad de México

A photograph of a modern building's glass facade. The BBVA Bancomer logo is prominently displayed on the glass in large, white, sans-serif letters. The glass reflects the sky and surrounding environment. The building's structure is visible in the background, showing a mix of concrete and glass.

BBVA Bancomer

Índice

1. En resumen	2
2. El entorno global positivo tiende a estabilizarse	4
3. Esperamos que el crecimiento del PIB en 2017 sea de 2.2% apoyado por el favorable desempeño que tuvo en el primer semestre del año	8
3.1 De continuar el dinamismo del sector exportador, este se perfila como una de las principales fuentes de crecimiento del PIB en 2017	8
3.2 La inflación está alcanzando su nivel máximo	22
3.3 Pausa monetaria durante el resto del año	25
3.4 Se mantiene un entorno global favorable para la demanda de activos riesgosos, en particular de mercados emergentes	26
4. Previsiones	29

Fecha de cierre: **22 de agosto de 2017**

1. En resumen

Después de un repunte del crecimiento mundial en el 1T17, la expansión económica se ha estabilizado. Como resultado, prevemos que el crecimiento mundial se mantenga en 3.3% para 2017 y 3.4% para 2018, con base en una revisión al alza tanto para China (en ambos años) como para Europa (en 2017) y una modesta revisión a la baja en los Estados Unidos. En Latinoamérica, el deterioro de los precios de los productos básicos y la mayor incertidumbre en varios países han retrasado la salida de la recesión. No obstante, las previsiones indican que en los próximos trimestres las economías emergentes deberían recuperar el terreno perdido frente a los países avanzados y a China, los cuales han liderado el reciente repunte.

Los factores que apoyan el reciente repunte se mantendrán, aunque con ligeras variaciones: la política monetaria acomodaticia disminuirá a medida que se desarrolle el proceso de normalización, mientras que los precios del petróleo continuarán su trayectoria ascendente, aunque con mayor volatilidad. El cúmulo de eventos geopolíticos podría afectar la confianza económica y a los mercados, aunque se espera que estos vientos en contra se moderen durante todo el año.

En este entorno, el tono en los mercados financieros ha sido optimista, con la volatilidad en mínimos históricos a pesar de la persistente incertidumbre económica, política y geopolítica, así como la corrección de las expectativas de estímulo fiscal en los EE.UU. Como resultado, las tasas de interés de largo plazo se han mantenido bajas, mientras que las presiones sobre el dólar se han moderado, en cierta medida. Este clima financiero de baja volatilidad y bajos tipos de interés, combinados con un dólar más débil y mejores condiciones económicas, ha impulsado los mercados accionarios, en especial los de mercados emergentes. Los activos europeos, incluido el euro, también se han vuelto más atractivos tras las elecciones francesas y un mejor rendimiento económico en Europa, atrayendo entradas de capital a la zona euro.

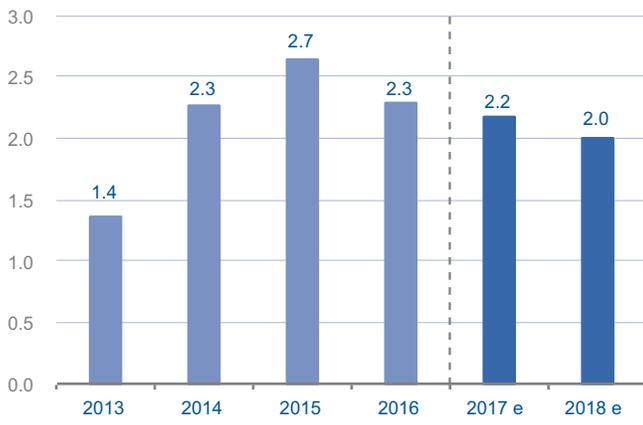
En el caso de México, estas condiciones favorables a nivel global y las mejores perspectivas sobre una renegociación exitosa del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) nos hacen prever que, con alta probabilidad, la mayoría de las variables macroeconómicas continuarán con su reversión a niveles más consistentes con los fundamentales económicos. El caso más evidente ha sido el tipo de cambio. Después de alcanzar mínimos históricos a principios de año actualmente el peso mexicano registra una apreciación de 17% en lo que va de 2017, luego de que la postura de EE.UU. frente a la renegociación del TLCAN se moderara. Inclusive los niveles por debajo de 18 pesos en los que cotiza hoy el dólar son menores a lo observado antes de la elección presidencial en EE.UU. La apreciación del peso de los últimos meses favorecerá el comportamiento de la inflación con mayor claridad hacia el final del año. El crecimiento de los precios al consumidor ya se encuentra muy cerca de su nivel más alto del 2017 apoyado por señales de estabilización en la inflación subyacente. Preveamos que la inflación empezará a descender en el cuarto trimestre ante la moderación en el traspaso de la depreciación cambiaria a precios y que finalizará el año alrededor del 5.9%.

Las expectativas de un mejor comportamiento de la inflación en los próximos meses llevaron al Banco de México (Banxico) a señalar claramente que el ciclo de tensionamiento monetario llegó a su fin con una tasa de referencia en un nivel de 7.0%, tal como lo habíamos anticipado desde hace varios meses. Aun cuando la reducción de la inflación será más clara durante los primeros meses del próximo año, esperamos que esta se mantenga por encima de 4.0% hasta el primer trimestre de 2018, razón por la cual prevemos que Banxico no se apresurará en iniciar con un ciclo de reducciones en la tasa de referencia. De hecho, en nuestro escenario base, esperamos que Banxico recorte la tasa de referencia en 50 puntos base hasta después de las elecciones de julio del próximo año.

Los movimientos en las variables macroeconómicas anteriormente mencionadas, aunque transitorios, afectarán el desempeño de los motores de la demanda interna durante el segundo semestre del año. El incremento en la inflación traerá consigo una reducción del poder de compra de los hogares, mientras que el poder adquisitivo de las remesas en pesos se verá afectado sobre todo hacia el cuarto trimestre del año, por lo cual ya no serán el apoyo para el consumo que constituyeron años atrás. A estos elementos hay que añadir la debilidad de la inversión que prevemos se mantendrá el resto del año, debido principalmente a los recortes al gasto en la inversión pública. No obstante, la moderación

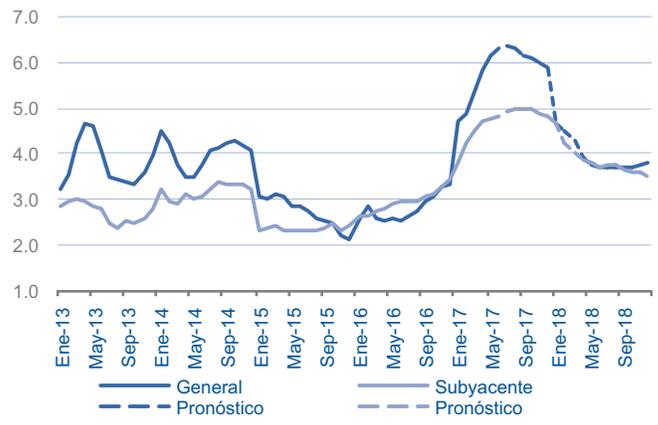
del crecimiento del mercado interno prevista para la segunda mitad del año, consideramos que los datos por encima de lo esperado del primer semestre y el impulso de la demanda externa, observado al momento, son suficientes para revisar al alza nuestra previsión de crecimiento de este año a 2.2%. Para 2018 anticipamos un crecimiento del PIB de 2.0%, apoyado en una renegociación favorable del TLCAN. Hay que señalar, sin embargo, que los riesgos al respecto no se han disipado del todo, ya que aún existe cierta probabilidad de que la renegociación se posponga hasta 2019 o de que, en un escenario poco probable, se rompa el acuerdo.

Gráfica 1.1 Crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 1.2 Inflación general y subyacente (% a/a)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

2. El entorno global positivo tiende a estabilizarse

Crecimiento global robusto y estabilizado, con cierto reequilibrio entre las grandes áreas

La economía mundial se ha estado acelerando en los últimos trimestres y se ha acercado a tasas de crecimiento del 1% t/t, pero tiende a estabilizarse. Los datos de confianza a nivel global son claramente positivos, sobre todo en las economías avanzadas, y se han instalado en valores elevados. El comercio mundial se ha recuperado rápidamente desde niveles muy débiles a mediados del año pasado, y sólo parece haber frenado algo su expansión en los meses de abril y mayo. Todo ello ha llevado también a una recuperación de la actividad industrial y de la inversión a nivel global.

Esta dinámica positiva responde al principal factor de la expansión reciente -los estímulos de política económica de la economía China- que han impulsado su crecimiento y han arrastrado con ello a otros países de Asia y al resto de la economía mundial. Otros soportes del buen comportamiento cíclico global, como unas políticas monetarias extremadamente acomodaticias en la mayoría de los países avanzados, unas políticas fiscales que en general han sido neutrales o expansivas recientemente, o los precios de las materias primas relativamente moderados, han ayudado a la recuperación global, con unos mercados financieros tranquilos que no han sufrido de manera persistente por las fuentes de estrés político -la última de ellas, las elecciones presidenciales en Francia-.

La mejora, que sobre todo afecta a las economías avanzadas, va acompañada de un cierto reequilibrio desde Estados Unidos hacia Europa, tanto en términos de actividad -sorpresas negativas en Estados Unidos en los primeros meses del año, y positivas en la Eurozona- como en el escenario político -dificultades para aprobar medidas por parte de la nueva administración americana frente a superación de los obstáculos electorales en Europa que amenazaban con poner en duda el proyecto del euro-. Las economías emergentes, por su parte, han tenido un comportamiento menos positivo, con una salida de la recesión más lenta de lo previsto en Latinoamérica, y más heterogéneo, diferenciado en función de la dependencia de los ingresos por materias primas.

Este entorno de crecimiento positivo viene acompañado, de momento, de niveles de inflación moderados. Mientras los riesgos de deflación parecen haberse superado, la abundancia de liquidez en los mercados, consecuencia de políticas monetarias muy expansivas, no se ha transformado en una aceleración de la inflación, ya que la capacidad no utilizada de recursos, sobre todo de fuerza de trabajo, parece frenar cualquier aceleración significativa de salarios y de la inflación subyacente, mientras que el retraso y cierta reversión de los precios del petróleo en los últimos meses (datos) ha frenado las expectativas y las tasas de inflación general.

Entorno favorable de los mercados financieros y normalización de políticas monetarias

El tono en los mercados financieros ha sido positivo, con volatilidades en mínimos históricos, a pesar de la persistente incertidumbre económica, política y geopolítica, así como de la corrección de las expectativas de impulso fiscal en Estados Unidos. Con ello, las tasas de interés de largo plazo se han mantenido ancladas, corrigiendo parte de las subidas de los trimestres previos y la apreciación del dólar se ha frenado. Este entorno financiero de baja volatilidad y tasas de interés y menor fortaleza del dólar unido a un entorno económico favorable ha dado impulso a la renta variable y es

favorable para los mercados emergentes. Por su parte, los activos europeos, incluyendo el euro, también han ganado atractivo. Tras las elecciones francesas, y en un contexto donde el crecimiento en el mundo desarrollado es más favorable a Europa, las entradas de capital en la zona euro han dado un vuelco.

La gran pregunta es si los mercados están siendo demasiado complacientes, sobre todo teniendo en cuenta que los principales bancos centrales están avanzando en el proceso de normalización. Aunque el tono de la política monetaria sigue siendo acomodaticio, en el último trimestre, en paralelo con la mejora económica, se han dado pasos para preparar al mercado para una retirada paulatina de los estímulos.

La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) ha subido en 2017 las tasas de interés en dos ocasiones, por un monto total de 50 puntos básicos y ha comunicado y detallado un plan de reducción gradual de su balance. De aquí a finales de año, la Fed planea hacer otra subida de 25 pb, probablemente en diciembre, e iniciar la reducción “pasiva” (es decir, no renovando los vencimientos de los activos) y paulatina del balance, probablemente a partir de octubre. Sin embargo, en ausencia de un crecimiento robusto y con una inflación de precios y salarios muy contenida, las expectativas de mercado no están alineadas con las de la Fed (son más bajistas).

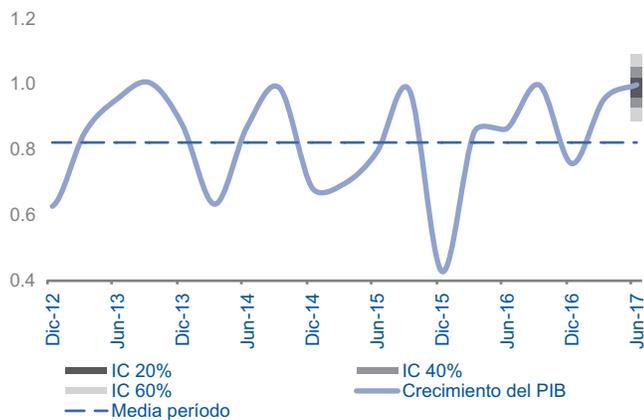
El Banco Central Europeo (BCE) mantiene las tasas de interés sin cambios (tasa refi en 0% y tasa de depósito en negativo -0.40%) y el programa de compra de activos (actualmente 60 mM euros mensuales). Sin embargo, se muestra más confiado en la fortaleza del crecimiento y considera que el riesgo de deflación ha desaparecido dando pie a los primeros cambios en la comunicación (*forward guidance*). En junio el BCE eliminó el sesgo a la baja en tasas, lo que se interpreta como un primer paso en el largo proceso de normalización. Es previsible que en la reunión de septiembre, el BCE de un paso adicional, anunciando una reducción de las compras de activos (*tapering*) que se produciría a partir de enero de 2018. Asumiendo que el banco central no altera la secuencia de salida, las subidas de tasas de interés no se producirán hasta finales de 2018. En este proceso, es clave una buena estrategia de comunicación para evitar tensiones en mercados financieros, sobre todo cuando han sido bastante escépticos sobre una normalización inminente.

Se mantiene la previsión de crecimiento estable en 2017-18, con riesgos todavía a la baja

Nuestras nuevas previsiones implican que el crecimiento a nivel global se mantiene en 3.3% para 2017 y 3.4% para 2018, con una revisión al alza tanto en China (en ambos años) como en Europa (en 2017) debido a una primera mitad del año mejor de la esperada, mientras que se revisa ligeramente a la baja la previsión de EE.UU. -por un desempeño por debajo de lo previsto en el primer trimestre y por las mayores dificultades para aprobar medidas fiscales expansivas y acometer reformas-. En Latinoamérica, el deterioro de los precios de las materias primas este año, y por una mayor incertidumbre doméstica en varios países hacen que la salida de la recesión esté siendo más lenta de lo previsto. Estas previsiones implican que en los próximos trimestres los países emergentes deberían recuperar terreno respecto a los avanzados y a China, que han liderado la mejora reciente.

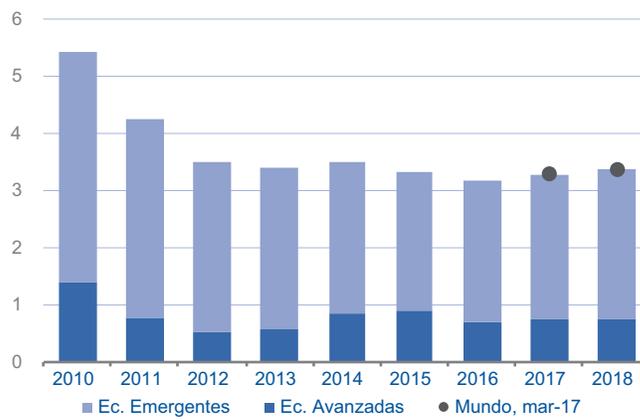
Seguirán estando presentes los soportes que han propiciado la reciente aceleración, aunque con ligeras variaciones: Las políticas monetarias entrarán paulatinamente en un proceso de normalización, mientras que las políticas fiscales seguirán siendo relativamente neutrales o expansivas; los precios del petróleo, que han retrasado su progresión hacia niveles de equilibrio a largo plazo (60\$ / barril) debido sobre todo al incremento de la oferta (desde países productores como Libia, Nigeria o EE.UU.), continuarán en su senda ascendente; los múltiples eventos de carácter político (elecciones en Alemania e Italia, negociación de Brexit, iniciativas de mayor integración en la Unión Europea, agenda política en EE.UU., ciclo electoral en Latinoamérica en 2018) pueden influir en la confianza económica y la situación de mercados, aunque cada vez parecen tener menos impacto duradero.

Gráfica 2.1 Previsión PIB mundial por regiones (a/a, %)



Fuente: IMF y BBVA Research

Gráfica 2.2 Crecimiento PIB mundial (t/t, %) Previsiones basadas en BBVA-GAIN



Fuente: BBVA Research

EE.UU.: revisión a la baja del crecimiento en 2017-18 por la menor probabilidad de estímulos

El desempeño de la economía estadounidense en el primer trimestre del año ha sido algo peor de lo esperado, a pesar de que los principales soportes del crecimiento no han variado sustancialmente. El entorno político de los últimos meses ha demostrado que no es probable que se pongan en marcha medidas de estímulo económico ambiciosas en el corto plazo. El crecimiento previsto del PIB es de 2.1% en 2017 y 2.2% en 2018, dos décimas menos que lo previsto en nuestra última estimación. La mejora del entorno global, las expectativas de precios del petróleo algo más elevados y el dinamismo de la construcción residencial pueden favorecer el repunte de la inversión, lo que debería compensar la esperada moderación del consumo privado derivada de una mejora más gradual del mercado de trabajo y una inflación más elevada respecto a los últimos años. No obstante, el aumento de los precios se ha moderado algo en los últimos meses, en parte por factores transitorios, y continúan sin observarse signos claros de presiones inflacionarias en el horizonte de previsión. De ahí que esperemos que la Fed continúe avanzando lentamente en el proceso de normalización de la política monetaria, como se ha mencionado. La incertidumbre sobre el escenario sigue siendo elevada. Han disminuido los riesgos ligados a una política más proteccionista, pero la implementación de las medidas anunciadas de política económica resulta una incógnita. Un ya muy largo período de expansión cíclica, en el que se empiezan a observar aumentos del endeudamiento en algunos sectores, y el limitado margen de maniobra de las políticas de demanda favorecen las vulnerabilidades, que podrían desencadenar una recesión en el mediano plazo.

China: el efecto de las medidas económicas apuntala el objetivo de crecimiento

Tras el repunte del crecimiento observado a principios de año, los datos más recientes apuntan hacia una moderación de la economía china más gradual de lo previsto. Detrás de este comportamiento se encuentra el apoyo de una política monetaria prudente y de los estímulos fiscales, que han impulsado el crédito y la inversión, pero también la mejora del entorno externo y la depreciación del tipo de cambio efectivo real. En este contexto, las autoridades siguen buscando el equilibrio entre mantener el crecimiento, llevar a cabo un desapalancamiento ordenado y atajar las vulnerabilidades

financieras. Así, combinan el endurecimiento de la regulación sobre el mercado inmobiliario y la banca a la sombra con una política monetaria con sesgo al tensionamiento pero a la vez con provisión de liquidez para acotar las tensiones en los mercados financieros.

Como resultado del mejor desempeño reciente, hemos revisado al alza las previsiones de crecimiento del PIB en alrededor de 0.2 pp en 2017-18, con lo que se alcanzaría el objetivo de las autoridades del 6.5% en 2017, aunque continuamos esperando una desaceleración en 2018 hasta el 6%. La inflación sigue siendo moderada, mientras que los precios de los productos industriales, que se habían disparado a principios de año, se están desacelerando. Esto, unido a los bajos precios de los alimentos y el endurecimiento regulatorio hace que revisemos también a la baja la previsión de inflación a 1.7% en 2017 y 2% en 2018. A pesar de las medidas macroprudenciales en marcha, siguen aumentando los riesgos a mediano plazo, en la medida en que continúan acumulándose las fragilidades financieras derivadas de una recuperación basada en el aumento del endeudamiento de los agentes y favoreciendo la banca a la sombra, mientras que el proceso de ajuste del patrón de crecimiento sigue siendo muy lento.

Eurozona: claras mejoras, pero aún con límites

El crecimiento económico ha continuado ganando impulso en el primer semestre del año, con un avance del PIB algo mayor de lo esperado, al situarse por encima del 2% en términos anualizados. Además, la mejora ha sido generalizada tanto entre los distintos componentes de la demanda como entre los diferentes estados miembros. La mayor demanda global ha favorecido el rebote de las exportaciones que, junto con la mejora de la confianza, está animando la inversión y el empleo, mientras que el consumo privado sigue siendo sólido. Esta clara mejora cíclica de la economía y la desaparición de los riesgos de deflación están dando pie a que el BCE empiece a plantearse las medidas ya señaladas de normalización de la política monetaria, mientras que la política fiscal será ligeramente expansiva en el horizonte de previsión. Por todo ello, hemos revisado las previsiones al alza en tres décimas en 2017 a 2%, lo que supone un crecimiento por encima del potencial por tercer año consecutivo. Esto, junto con la moderación de algunos de los soportes del crecimiento, como la apreciación del euro, el aumento de los precios del petróleo y la estabilización del crecimiento mundial, estarían detrás de nuestra proyección de una cierta desaceleración para 2018 a 1.7%.

La inflación se moderó en el segundo trimestre por los efectos base de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente aumentó un par de décimas, y se mantiene en el entorno del 1%. El menor aumento de los precios del petróleo junto con un euro algo más apreciado nos llevan a revisar ligeramente a la baja la previsión para la inflación general en alrededor de dos décimas a 1.6% en 2017 y 1.4% en 2018, si bien no cambia nuestra proyección de un aumento gradual de la inflación subyacente para registrar una media anual de 1.1% este año y de 1.4% en 2018.

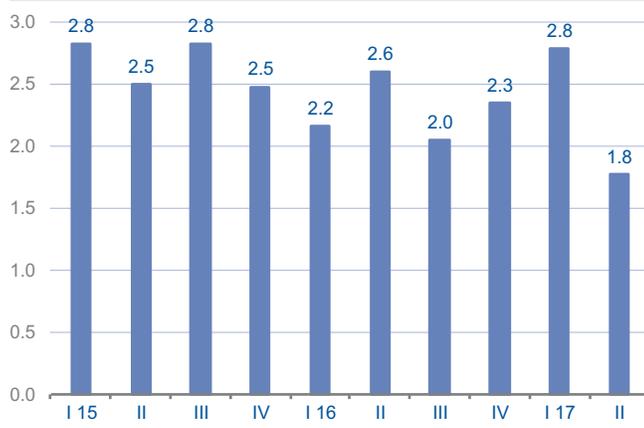
Los riesgos domésticos siguen sesgados a la baja, pero se han reducido, sobre todo los de carácter político. Aún así, las negociaciones del Brexit, la gestión de algunos problemas bancarios y la popularidad de opciones electorales anti-euro en países como Italia (con elecciones a principios de 2018) son fuentes de riesgo.

3. Esperamos que el crecimiento del PIB en 2017 sea de 2.2% apoyado por el favorable desempeño que tuvo en el primer semestre del año

3.1 De continuar el dinamismo del sector exportador, este se perfila como una de las principales fuentes de crecimiento del PIB en 2017

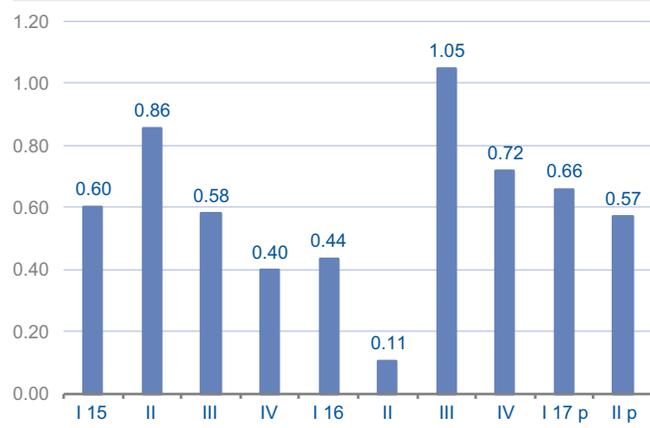
El entorno macroeconómico al inicio de 2017 se presentó adverso; sin embargo, el crecimiento anual del PIB que se ha observado en el primer semestre del año, según lo indican las cifras que el INEGI ha publicado, ha sido positivo y de 2.3%. El conjunto de los factores poco favorables indicaba al inicio del año la posibilidad de que la tasa de crecimiento del PIB de 2017 fuera menor a la de 2016, la cual fue de 2.3%. Como se mencionó, esto no ha sucedido así, al menos por lo que respecta para la primera mitad del año, pues el crecimiento anual del PIB del primer semestre de 2017 fue igual al de todo 2016.

Gráfica 3.1 PIB trimestral: crecimiento anual (Var. % anual, cifras originales)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.2 PIB trimestral: crecimiento trimestral (Variación trimestral, %, ae)



ae= ajustado por estacionalidad
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

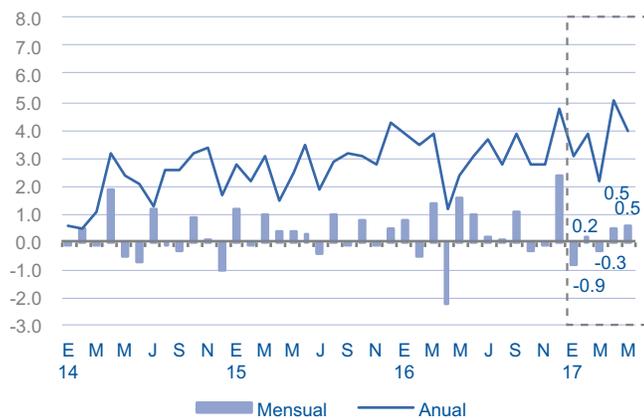
Ahora bien, al analizar el comportamiento del crecimiento del PIB en la primera mitad de 2017 se tiene que la tasa de crecimiento anual que éste registró en el primer trimestre del año fue de 2.8% y para el segundo ésta se desaceleró a 1.8% (gráfica 3.1). La desaceleración del ritmo de crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2017 también se observa al considerar las tasas de crecimiento trimestrales de su serie ajustada por estacionalidad (gráfica 3.2). Es más,

si se consideran los datos de 2016 se tiene que desde el cuarto trimestre de 2016 el PIB trimestral ya presenta una desaceleración en su ritmo de crecimiento. Cabe mencionar que la desaceleración del crecimiento anual del PIB en el segundo trimestre posiblemente en gran medida sea consecuencia del desempeño menos favorable de las principales variables macroeconómicas del lado de los componentes de la demanda, como lo es el consumo privado y la inversión fija bruta. Estos son temas que a continuación se analizan.

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

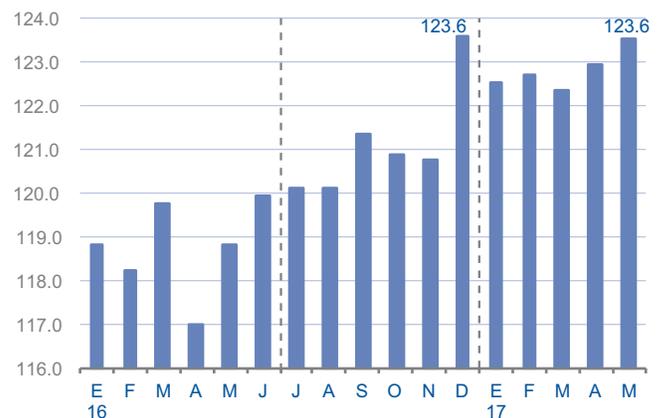
El consumo privado es el principal componente del PIB. De 2010 a 2016, en promedio anual, esta variable macroeconómica representó el 67% del producto. Esto significa que su evolución y dinamismo tienen alto impacto en la expansión de la actividad económica. Por ejemplo, en 2015 y 2016 la tasa de crecimiento del PIB fue de 2.6% y 2.3%, respectivamente, y la aportación al crecimiento del consumo privado en esos años fue de 1.6 puntos porcentuales (pp) y de 1.8 pp, respectivamente. El punto anterior significa que si en 2016 la tasa de crecimiento del PIB fue de 2.3 pp, el consumo privado contribuyó con 1.6 pp de ese crecimiento, o con el 70% de lo que fue su crecimiento en ese año.

Gráfica 3.3 Índice del consumo privado (Var. % m/m, a/a, ae)



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

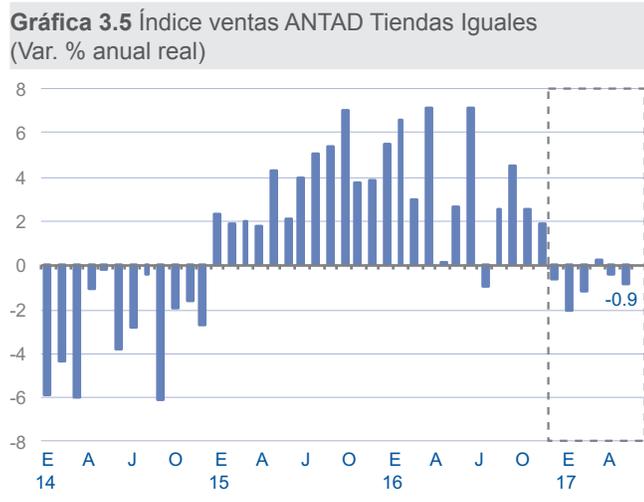
Gráfica 3.4 Índice del consumo privado (Nivel, ae)



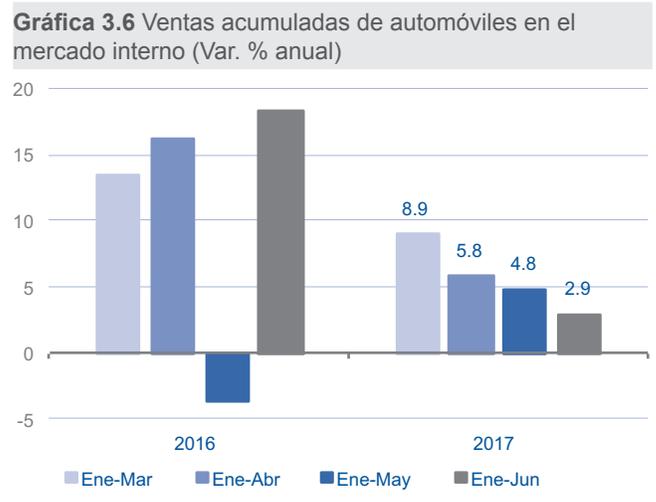
ae= ajustado por estacionalidad
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

De acuerdo con los datos del índice del consumo privado disponibles, se tiene que en los primeros tres meses de 2017 el desempeño de este indicador fue poco favorable en términos de su tasa de crecimiento mensual a pesar de que su tasa de crecimiento anual sigue señalando un desempeño positivo (gráfica 3.3). En abril y mayo de 2017 el consumo privado registró tasas de crecimiento mensuales positivas que permitieron que el nivel que registró este indicador en mayo de 2017 ya fuera igual al de diciembre de 2016 (gráfica 3.4). Si el indicador del consumo privado en términos mensuales registra un comportamiento poco favorable o de moderado crecimiento en los próximos meses, esto se reflejará gradualmente hacia el final del año en menores tasas de crecimiento anuales. En cambio, si el crecimiento del consumo privado se mantiene con un dinamismo mensual similar al que registró en abril y mayo, entonces esta variable macroeconómica reportará en los próximos meses tasas de crecimiento anuales relativamente altas y similares a la de mayo de 2017.

Por otra parte, hay que tener presente que hasta el momento el INEGI solo ha publicado datos del índice del consumo privado hasta mayo de 2017, existen otros indicadores que se publicaron en mayo y en junio que hacen referencia al comportamiento del consumo en junio que señalan que es posible que este perdió o que perderá algo de dinamismo en los meses próximos. Por ejemplo, el Índice de Ventas al Menudeo del INEGI registró una tasa de crecimiento de 4% para el lapso acumulado de enero a mayo de 2017 en tanto que en los mismos meses de 2016 esta tasa fue mayor y de 8%. Es decir, este índice registra una importante desaceleración durante el año en comparación con el mismo lapso de 2016. Si esta desaceleración continúa en los próximos meses, entonces posteriormente esta se terminará reflejando en el índice del consumo privado futuro. Otro indicador relevante que también hace referencia al comportamiento del consumo privado es el Índice de Ventas de Tiendas Iguales de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD). De acuerdo con este índice, en mayo y en junio este indicador registró tasas de crecimiento anuales negativas, lo cual señala que la debilidad del consumo privado se ha extendido a lo largo del segundo bimestre del año (gráfica 3.5).



Fuente: BBVA Research con información del INEGI y de ANTAD



ae= ajustado por estacionalidad.

Fuente: BBVA Research con información de la AMIA

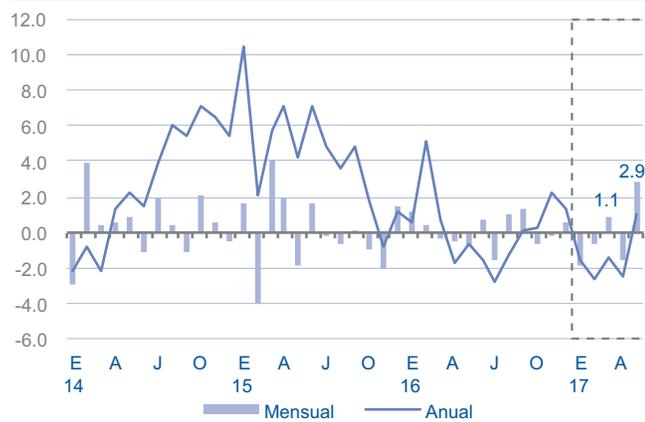
Adicionalmente, las ventas internas acumuladas de automóviles también se han desacelerado de manera significativa (gráfica 3.6). De hecho, de enero a marzo de 2017 las ventas acumuladas de automóviles registraron una tasa de crecimiento anual de 8.9% respecto de 2016, y para el periodo de enero a junio esta tasa se desaceleró y bajó a 2.9%. En suma, existen diversos indicadores que señalan un desempeño del consumo privado menos favorable en este año en comparación con 2016.

Por último, cabe tener presente que una importante razón que también ayuda a esperar un menor dinamismo del consumo privado en el resto de 2017 se encuentra en la contracción del salario diario promedio de cotización de los trabajadores registrados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) en términos reales. Por ejemplo, en enero de 2017 la tasa de crecimiento real anual del salario promedio del IMSS fue negativa y de -0.6% y este ha continuado deteriorándose. En junio de 2017, el crecimiento negativo ya fue de -1.4%. Estas cifras señalan que menores ingresos en términos reales provenientes de los salarios promedio significan menores posibilidades de consumo de una determinada canasta de bienes y servicios. Esto, a su vez, podrá terminar afectando a la tasa de crecimiento del consumo privado.

3.1.2 Índice de la formación bruta de capital fijo: a lo largo de los primeros cuatro meses de 2017 su comportamiento ha sido desfavorable

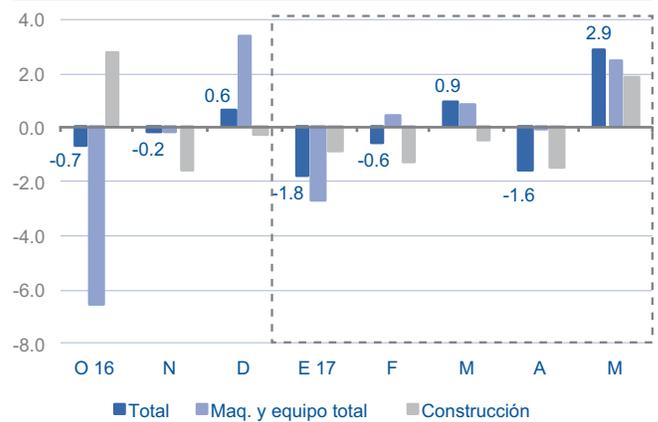
Por otra parte, la tasa de crecimiento promedio anual del índice mensual de la inversión fija bruta (que representa el comportamiento del componente de la demanda agregada del PIB denominado formación bruta de capital fijo) de 2016 con respecto al promedio que este registró en 2015 fue 0.2%. El poco favorable comportamiento de este indicador se observó en los primeros cuatro meses de 2017 y, en cambio, al quinto mes el comportamiento cambió. Las tasas de crecimiento anuales fueron negativas durante los primeros cuatro meses de 2017 y en el quinto ya fue positiva. Los resultados para las tasas de crecimiento mensuales son similares al caso de las tasas anuales (gráfica 3.7). Esta dinámica de la inversión durante 2017 se explica en buena medida por la debilidad de sus componentes (gráfica 3.8).

Gráfica 3.7 Inversión fija bruta
(Var. % m/m, a/a, ae)



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

Gráfica 3.8 Inversión fija bruta por componentes
(Var. % m/m, ae)



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

Uno de los factores que está detrás del desfavorable desempeño de la inversión fija bruta es la contracción de la inversión del sector público. De acuerdo con el Sistema de Cuentas Nacionales, en 2016 este componente de la demanda final se contrajo 9.2% con respecto a 2015. Además, los datos de Cuentas Nacionales del primer trimestre de 2017 señalan que el deterioro de la formación bruta de capital fijo continuó y que en ese trimestre registró una tasa de crecimiento anual negativa de -3.7%. En la medida en que se espera que continúe la contracción de la inversión pública se tiene que existen elementos para que el índice de la inversión fija bruta total siga mostrando un comportamiento poco favorable dado el deterioro esperado para el resto del año.

El otro componente institucional de la formación bruta de capital fijo total es la inversión fija bruta del sector privado. La tasa de crecimiento real anual de este agregado en 2016, de acuerdo con el Sistema Nacional de Cuentas Nacionales, fue positiva y de 1.9%. Asimismo, la cifra del primer trimestre de 2017 también reportó una tasa de crecimiento anual negativa, la cual fue de -0.5%. Estos datos corroboran el poco favorable comportamiento que la inversión fija bruta privada tuvo hasta el 1T17. Cabe mencionar que es posible que un factor que puede estar afectando a la inversión del sector privado sea la incertidumbre asociada a la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), cuyo proceso formal con los tres países involucrados iniciará a mediados de agosto de este año. En la medida

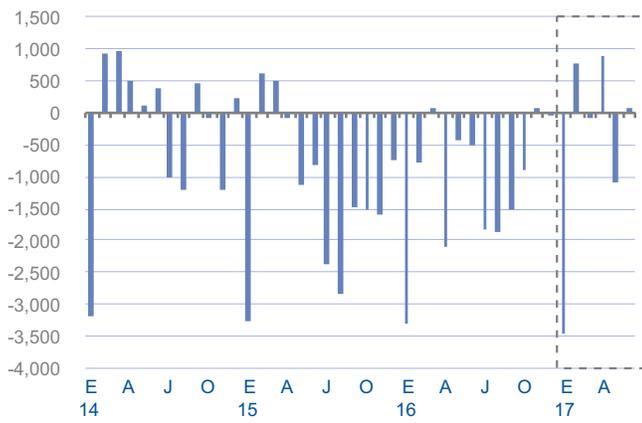
en que la renegociación del TLCAN implique riesgos e incertidumbre para las empresas y los futuros flujos comerciales, entonces es posible que las empresas opten por posponer sus nuevas inversiones hasta que concluya todo el proceso de renegociación del TLC y se disipe la incertidumbre que este propició. De ser cierto este punto, entonces se tendrá que las perspectivas de la inversión fija bruta del sector privado mejorarán hasta que termine la renegociación del TLCAN y esta sea exitosa.

3.1.3 Sector Externo: en el primer semestre de 2017 la balanza comercial no petrolera registró superávit por casi 5.3 mmd en tanto que el déficit de la balanza petrolera fue mayor y de 8.2 mmd

El saldo de la balanza comercial total del país durante el primer semestre de 2017 fue deficitario por 2.9 mil millones de dólares (mmd). Si bien se trata de un saldo deficitario, este refleja un comportamiento favorable del sector externo en 2017 en comparación con 2016, pues en los mismos meses del año pasado el déficit de esta cuenta con el exterior fue de 7 mmd. Cabe mencionar que en febrero, abril y junio el saldo de la balanza comercial mensual fue positivo, el cual contrasta favorablemente con las cifras de los mismos meses de 2016 (gráfica 3.9).

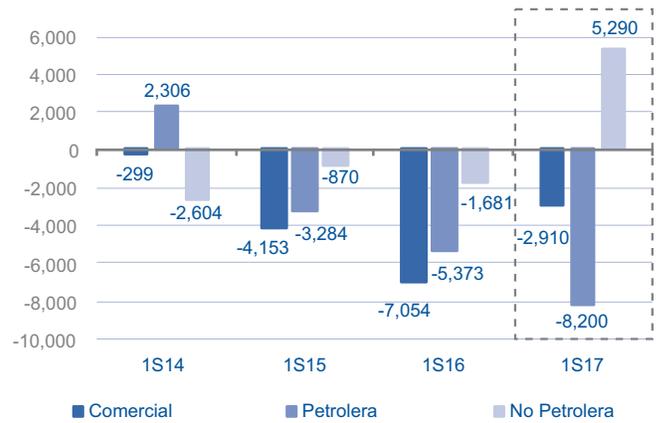
Desde la perspectiva del saldo de la balanza comercial de mercancías no petroleras se tiene que el saldo que registró en los primeros seis meses de 2017 fue positivo y de casi 5.3 mmd. Esta cifra contrasta con el saldo de la balanza comercial petrolera del primer semestre de 2017, el cual fue deficitario por 8.2 mmd. Este déficit semestral de la balanza petrolera es el mayor que se ha presentado desde que el precio internacional del barril de petróleo crudo se redujo sustancialmente a partir de 2014 (gráfica 3.10).

Gráfica 3.9 Saldo mensual de la Balanza Comercial (Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

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



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

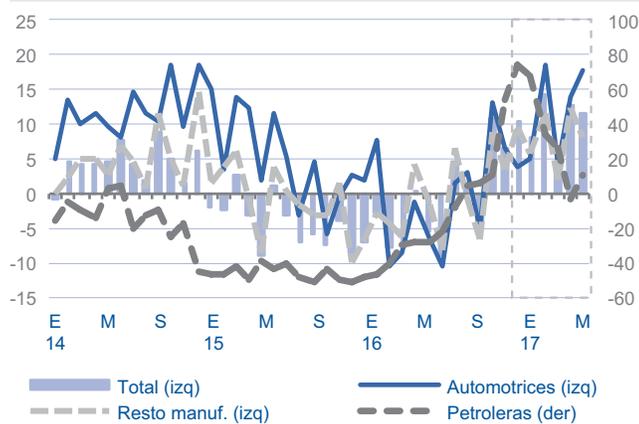
El mayor deterioro de la balanza petrolera que se ha registrado durante el primer semestre de 2017 se debe, por un lado, a que el país importó 16% más de productos petrolíferos en términos de volumen en comparación con las importaciones de estos productos que realizó en 2016. Otro factor que también ha influido en el deterioro de la balanza comercial petrolera del país se debe al aumento del precio de las gasolineras. Por ejemplo, el precio promedio del galón de

gasolina regular en Estados Unidos fue de 2.07 dólares en el primer semestre de 2016 mientras que para 2017 aumentó 14% para ubicarse en 2.37 dólares. Es decir, el aumento combinado de mayores cantidades de productos petrolíferos importados junto con el incremento de sus precios fue lo que influyó para que el déficit de la balanza petrolera del primer semestre de 2016, que fue de casi 5.4 mmd, haya aumentado para los mismos meses de 2017 a 8.2 mmd.

3.1.3.1 Exportaciones de mercancías por tipo de bien: persiste el favorable desempeño de las exportaciones manufactureras y aumenta el deterioro de la balanza petrolera

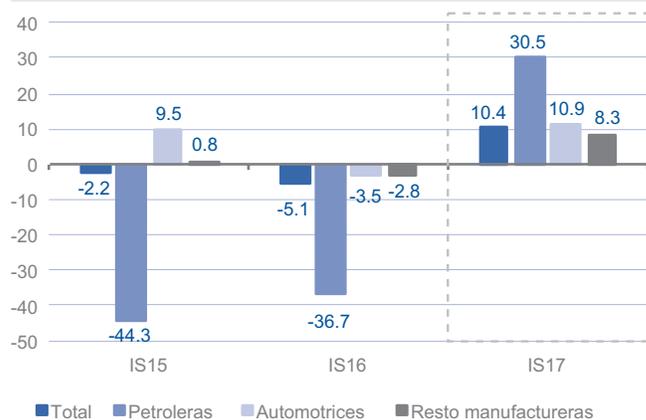
Desde los últimos tres meses de 2016 mejoró el desempeño de las exportaciones de mercancías (gráfica 3.11) y este se ha sostenido a lo largo de los seis primeros meses de 2017. Desde la perspectiva del primer semestre de 2017, se tiene que el desempeño de las diferentes categorías de exportaciones ha sido favorable. Por ejemplo, la tasa de crecimiento anual de las exportaciones totales acumuladas de enero a junio de 2017 fue de 10.4%, la cual contrasta con la tasa negativa de -5.1% que se registró en ese mismo periodo de 2016. Además de destacar el comportamiento de las exportaciones totales de mercancías, es importante señalar que todas las categorías de exportaciones mostraron tasas de crecimiento positivas --exportaciones automotrices (10.9%) y resto de manufacturas (8.3%)-- que contrastan con las que se registraron en el mismo lapso de años anteriores.

Gráfica 3.11 Exportaciones mensuales de mercancías por tipo de bien (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.12 Exportaciones semestrales 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 el crecimiento de las exportaciones manufactureras se sostenga a tasas similares a las que estas registraron en el primer semestre de 2017, tales exportaciones se convertirán en una de las principales fuentes de crecimiento del PIB del país en el presente año. Cabe tener presente que hacia la segunda mitad del año se espera que el tipo de cambio se conserve por debajo de los altos niveles que este registró particularmente durante el primer trimestre de 2017. Esto podría influir en que las exportaciones de productos manufacturados registren un crecimiento más moderado.

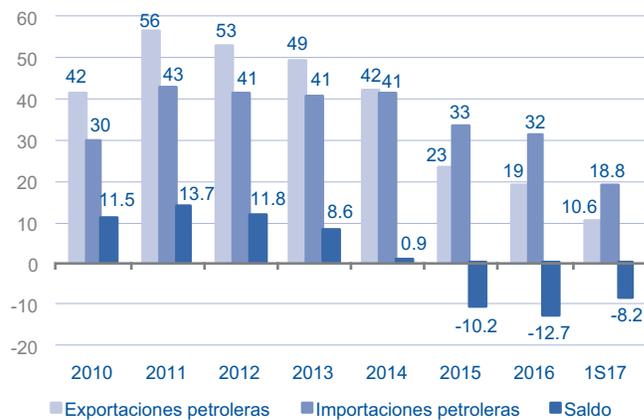
Por último, cabe señalar que el valor de las exportaciones petroleras durante el primer semestre de 2017 creció de manera importante debido al aumento del precio de barril que el país exporta. De enero a junio de 2016 el precio promedio del barril de la mezcla de exportación del país fue de 31.2 dólares, mientras que para el mismo lapso de 2017 aumentó 39.2% para ubicarse en 43.3 dólares (gráfica 3.13). Ahora bien, el incremento en el precio del barril de petróleo crudo de exportación más que compensa el decremento de la plataforma de exportación de petróleo crudo. En el primer semestre de 2016 esta fue de 1,134.2 miles de barriles diarios (MBD) y para el mismo lapso de 2017 disminuyó 5.4% para ubicarse en 1072.3 MBD.

Gráfica 3.13 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 3.14 Balanza petrolera: exportaciones petroleras – importaciones petroleras (Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

A partir del momento en que la reforma energética se materialice en mayores niveles de extracción de petróleo crudo será posible pensar que la plataforma de exportación de petróleo crudo del país aumente. En este sentido, si en el futuro los precios del petróleo crudo de exportación del país se estabilizan en alrededor de los 43 dólares por barril, entonces las exportaciones petroleras no aumentarán y el dinamismo de las exportaciones totales de mercancías recaerá principalmente en la exportación de manufacturas, las cuales en 2016 representaron el 90% del total de mercancías exportadas.

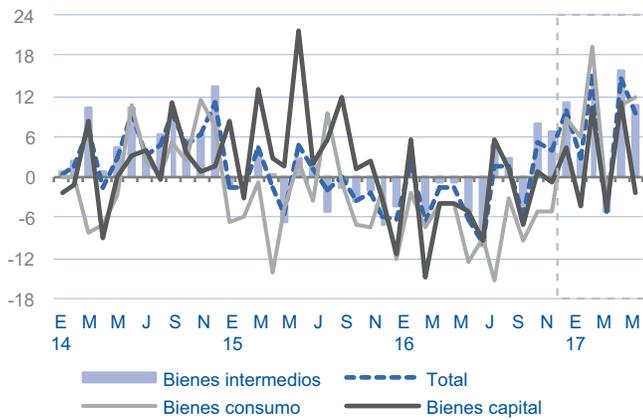
3.1.3.2 Importaciones de mercancías por tipo de bien: crecen a ritmo similar al de las exportaciones de manufacturas

Durante el primer semestre de 2017, las importaciones totales de mercancías registraron una tasa de crecimiento anual de 7.2%. Esta tasa es menor a la tasa de 10.4% en que crecieron las exportaciones totales de mercancías en el mismo lapso. Cabe señalar que la expansión de las exportaciones manufactureras impulsa el crecimiento de las importaciones de bienes intermedios, y desde el momento en que las primeras se reactivan, las segundas rápidamente también lo hacen (gráfica 3.15). Este comportamiento es consecuencia de la integración vertical que algunos sectores productivos presentan, como es el caso del sector automotriz y de la industria maquiladora de exportación.

En el caso del dinamismo de las importaciones de mercancías por tipo, llama la atención que las importaciones de bienes de capital sean las que en el primer semestre de 2017 registraron una baja tasa de crecimiento anual de 2.3% (gráfica 3.16). El reducido dinamismo de las importaciones de bienes de capital también puede deberse al comportamiento que la inversión fija bruta ha registrado a lo largo del año, como se comentó en la sección respectiva. En este sentido, un crecimiento del PIB a mayor tasa que requiera estar acompañado de una mayor participación de la formación fija bruta, también se reflejará en una mayor tasa de crecimiento de las importaciones de maquinaria y equipo.

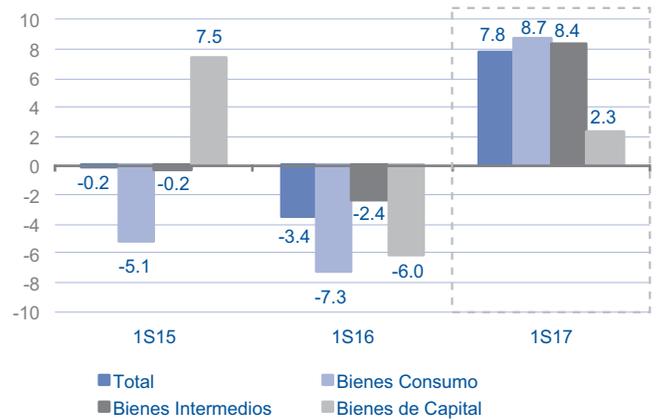
En 2016 la estructura porcentual de las importaciones de mercancías fue la siguiente: la importación de bienes de consumo representó 13.4% del total de importaciones de mercancías (3% petroleras + 10.4% no petroleras); bienes intermedios, 76.2% (5.1% petroleras + 71.1% no petroleras); bienes de capital, 10.4%.

Gráfica 3.15 Importaciones mensuales de mercancías por tipo de bien (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.16 Importaciones semestrales de mercancías por tipo de bien (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

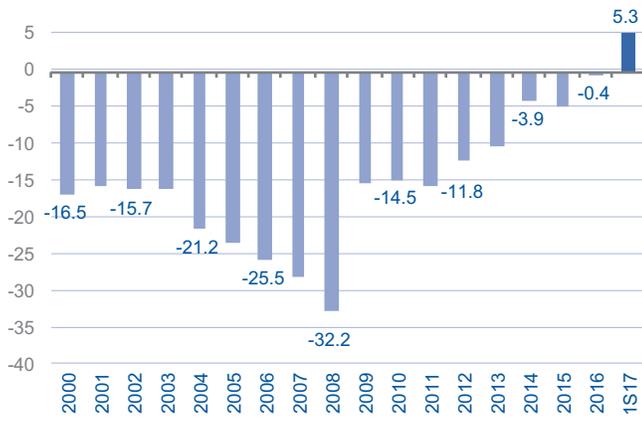
3.1.3.3 Saldo de la balanza comercial: el déficit de la balanza petrolera es la fuente actual de desequilibrio externo

En la primera parte de esta sección se hizo referencia al comportamiento de la balanza comercial y de las balanzas petrolera y no petrolera desde la perspectiva del primer semestre de 2017. Ahora se visualiza a la balanza comercial no petrolera desde una perspectiva anual con base en un horizonte temporal de largo plazo que abarca de 2000 a 2016 y el primer semestre de 2017 (gráfica 3.17). De acuerdo con este enfoque, se tiene que el saldo superavitario que esta balanza arrojó en la primera mitad del año, de seguir reportando el comportamiento mensual que reportó de enero a junio (gráfica 3.18), haría que este superávit anual ascendiera a 10.6 mmd.

De realizarse el posible escenario en 2017 del superávit anual de la balanza comercial no petrolera, aunque sea por un monto menor al referido de 10.6 mmd, se tendría entonces que este sería el primer saldo superavitario de esta balanza desde 2000 a 2017 (gráfica 3.17). Esto en el fondo estaría reflejando una transformación de fondo del sector exportador del país. Esta transformación consiste en que gradualmente se ha ido logrando que el déficit de la balanza no petrolera primero se vaya reduciendo para registrar déficit de montos reducidos (2014 y 2015), luego llegue a una posición casi de equilibrio (2016) y por último un superávit en 2017.

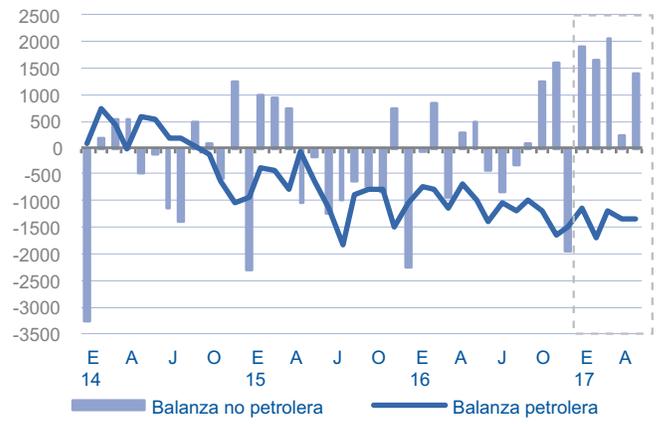
En la medida en que el sector exportador consolide una posición superavitaria de la balanza comercial no petrolera y al mismo tiempo muestre avances en la disminución del déficit de la balanza petrolera, se irá fortaleciendo al sector externo del país y, por tanto, a uno de los motores de crecimiento económico del país.

Gráfica 3.17 Saldo anual de la balanza comercial no petrolera (Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.18 Saldo mensual de las balanzas comercial de mercancías Petrolera y No Petrolera (Miles de millones de dólares)

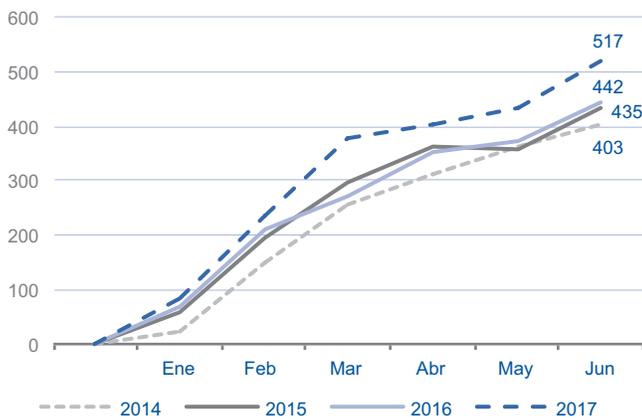


Fuente: BBVA Research con información del INEGI

3.1.4 Evolución del empleo formal de los trabajadores del sector privado (IMSS) y del salario real promedio de cotización: continúa acentuándose la contracción del salario real

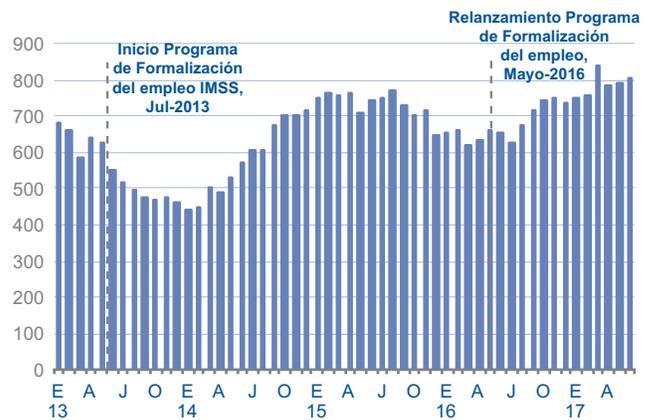
El número de trabajadores registrados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) ha aumentado a lo largo del año, y estos pasaron de 18.6 millones de personas en diciembre de 2016 a poco más de 19.1 millones en junio de 2017. De esta forma, en el primer semestre de 2017 estos trabajadores se incrementaron en 517 mil personas. Este aumento es mayor en comparación con el crecimiento del empleo formal IMSS registrado en el mismo lapso de 2015 y 2016. En esos años el aumento del número de trabajadores registrados ante este Instituto fue de 435 y 442 mil personas, respectivamente. Es decir, el desempeño de este indicador del empleo formal IMSS en el primer semestre de 2017 ha sido más favorable de lo que fue en años anteriores (gráfica 3.19).

Gráfica 3.19 Incremento del número de trabajadores totales registrados en el IMSS a lo largo del año (Cifras en miles de personas)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.20 Aumento en el número total de registrados en el IMSS en 12 meses (Miles de personas)



Fuente: BBVA Research con información de INEGI y STPS

Cabe mencionar que es posible que una parte del favorable desempeño del aumento de los trabajadores registrados en el IMSS se deba a que en mayo de 2016 las autoridades laborales hicieron el relanzamiento del Programa de Formalización del Empleo (PFE). El PFE empezó a operar a partir de julio de 2013 con la intención de que aquellos trabajadores que tenían un empleo y carecían de seguridad social y, por tanto, no estuvieran registrados en el IMSS, pasaran a ser registrados ante ese Instituto (gráfica 3.20). De esta forma esos trabajadores tendrían seguridad social y dejarían de ser considerados informales de acuerdo con la definición de trabajador informal que hace referencia a aquél que carece de seguridad social.

Gracias al PFE el aumento en el empleo formal IMSS ha crecido de manera significativa a pesar de que desde 2013 a la fecha la tasa de crecimiento del índice global de actividad económica (IGAE) ha sido menor a las que han existido en años anteriores (gráfica 3.21). Esto ha sucedido en buena medida debido a la presencia e impacto del PFE. El PFE ha permitido que el empleo IMSS crezca a tasas anuales relativamente altas en tanto que el IGAE lo ha hecho a tasas anuales menores. En tanto la fiscalización de puestos de trabajo considerada como parte del PFE siga dando frutos, se tendrá que la tasa de crecimiento del empleo IMSS será más alta que la del IGAE.

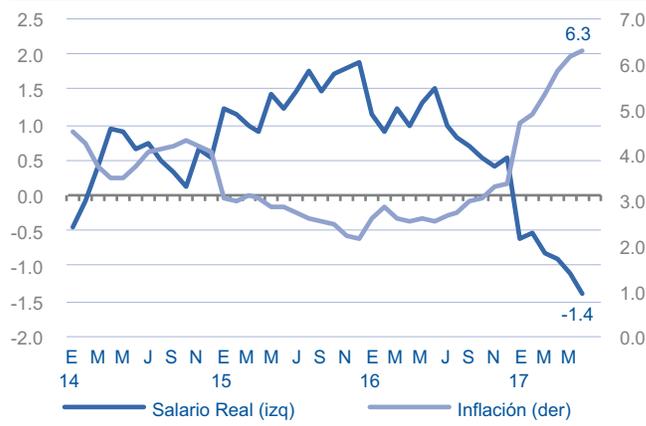
Por otro lado, un tema que surge de los datos asociados a los trabajadores registrados en el IMSS es el referente al salario medio de cotización percibido. El salario medio de cotización IMSS en términos reales es un indicador que señala la evolución del poder de compra de los trabajadores formales a lo largo del tiempo. De esta forma se tiene que si el salario real promedio de cotización IMSS crece, entonces también lo hace el poder de compra de ese colectivo de trabajadores. Este mayor poder de compra a su vez se reflejará en un mayor consumo privado de bienes y servicios. Asimismo, la expansión del consumo privado es un factor que impulsa la expansión del PIB, pues el consumo privado es uno de los principales componentes del PIB por el lado de la demanda agregada.

Gráfica 3.21 Tasa de crecimiento anual del empleo formal IMSS y del IGAE PM6M (Var % anual)



PM6M = Promedio móvil de 6 meses
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.22 Inflación y salario promedio del IMSS (Var % anual)



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

El salario medio de cotización de los trabajadores registrados en el IMSS aumentó en términos reales en 2015 y 2016 como consecuencia de la disminución de la inflación que se registró en esos años. En cambio, a partir de enero de 2017 este salario empezó a contraerse debido al aumento de la inflación (gráfica 3.22). De esta forma, en la medida en que la inflación ha continuado incrementándose, el efecto negativo de esta sobre el salario real también ha continuado disminuyéndolo en términos reales. En el fondo lo que ha sucedido es que el aumento promedio del salario de los trabajadores registrados en el IMSS ha sido de alrededor de 4.5% en términos nominales en tanto que la inflación anual

se ha situado por arriba del 6%. En tanto la inflación siga siendo mayor, al aumento nominal del salario promedio de trabajadores registrados en el IMSS, el deterioro de este en términos reales continuará. El punto anterior señala que es de esperar que será hasta que la inflación retorne a niveles de 4% o menos para que el salario real promedio de trabajadores afiliados al IMSS deje de deteriorarse y posiblemente empiece a crecer.

Por último, cabe recordar que el deterioro del salario real reduce las posibilidades de consumo de bienes y servicio de quien lo recibe. Esto a su vez hace que el consumo del sector privado deje de contar con un factor de impulso de su crecimiento en términos reales, el cual volverá a surgir hasta que el salario real vuelva a crecer.

3.1.5 Finanzas públicas: los ingresos no tributarios apoyaron el avance de los ingresos presupuestarios totales del sector público en el primer semestre de 2017 mientras que los recortes al gasto programable contrajeron el gasto total

Los ingresos presupuestarios totales del sector público mostraron un crecimiento anual real de 7.6% en el primer semestre 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 del primer semestre de 2017, su tasa anual real habría registrado una caída de 5.4%.

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 30.8% en el primer semestre de 2017. La exclusión del remanente operativo del Banco de México implicaría un decremento anual real en este componente de 33.3%. Por su parte, los ingresos tributarios exhibieron una variación anual real de 0.1% en el primer semestre de 2017. Si bien esta cifra alude a un estancamiento en el crecimiento anual de los ingresos tributarios, se observó una recuperación de los mismos ya que al primer trimestre de 2017 dichos ingresos habían caído 3.5% en términos anuales reales.

El IVA es un componente de los ingresos tributarios que se destaca por su peso en la estructura de estos últimos (27.2% de participación en el primer semestre de 2017). El IVA mostró una variación anual real de 1.3% en el primer semestre de 2017, la cual se compara de manera desfavorable al 2.1% de crecimiento anual real observado en el primer trimestre de 2017.

Cuadro 3.1 Ingresos presupuestarios totales del sector público en Enero-Junio (Miles de millones de pesos)

	2016	2017	Var. % real	Estr. %
Total	2,338.9	2,655.6	7.6	100.0
Gobierno Federal	1,868.2	2,128.4	7.9	80.1
Tributarios	1,393.1	1,472.3	0.1	55.4
ISR	762.8	834.1	3.6	31.4
IVA	374.3	400.0	1.3	15.1
No Tributarios	475.1	656.1	30.8	24.7
Org. y emp. control presup.	160.3	174.9	3.3	6.6
Emp. Productiv. del Edo.	310.4	352.4	7.6	13.3
Pemex	172.8	182.0	-0.2	6.9
CFE	137.6	170.5	17.4	6.4
Total	2,338.9	2,655.6	7.6	100.0
Ingresos petroleros	315.0	413.8	24.5	15.6
Ingresos no petroleros	2,024.0	2,241.9	5.0	84.4

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Cuadro 3.2 Gasto neto pagado del sector público en Enero-Junio (Miles de millones de pesos)

	2016	2017	Var. % real	Estr. %
Total	2,465.0	2,531.2	-2.7	100.0
Gasto Programable	1,844.1	1,816.4	-6.7	71.8
Gasto corriente	1,381.4	1,436.1	-1.5	56.7
Gasto capital	462.7	380.3	-22.1	15.0
No Programable	620.9	714.8	9.1	28.2
Participaciones a Edos.	355.1	411.0	9.7	16.2
Costo financiero	237.6	279.6	11.5	11.0
Adefas* y otros	28.3	24.2	-18.9	1.0

Adefas: Adeudos de ejercicios fiscales anteriores.

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Los ingresos petroleros del sector público representaron 15.6% de los ingresos presupuestarios totales en el primer semestre de 2017 (la cifra correspondiente fue 13.9% en el primer trimestre de 2017). Es importante mencionar que este rubro de los ingresos aumentó en términos anuales al mostrar una tasa real de crecimiento de 24.5% en el primer semestre de 2017.

En lo referente al gasto neto pagado del sector público en el primer semestre de 2017, éste registró un decremento anual real de 2.7%. Ello se debió principalmente al rubro del gasto programable (el cual participó con 71.8% en el total del gasto neto pagado del sector público en dicho semestre), con una contracción anual real de 6.7% en el primer semestre de 2017. Al interior del gasto programable, el gasto en capital mostró una caída anual real de 22.1%. Por su parte, el gasto corriente registró una reducción de 1.5% en términos anuales reales en dicho semestre.

Es importante reconocer que las participaciones federales, las pensiones públicas y el costo financiero de la deuda pública continuaron presionando a las finanzas públicas en el primer semestre de 2017. Cálculos propios muestran que, sin la inversión financiera y las participaciones federales, el resto del gasto experimentó una mayor contención al haber experimentado una reducción anual real de 3.9% durante dicho semestre. 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 8.2% en términos anuales reales durante el primer semestre 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 continuar con estos esfuerzos en materia de contención de gasto durante la segunda mitad de 2017 para lograr las metas de 0.5% del PIB para el superávit primario y de 49.5% del PIB para el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público.

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

	2016		2017		Var. % real
	Nominal	Nominal	Real	Real	
Gasto neto total	2,465.0	2,531.2	2,398.4		-2.7
Sin inversión financiera	2,350.6	2,435.8	2,308.0		-1.8
Sin inversión financiera y participaciones	1,995.5	2,024.8	1,918.6		-3.9
Sin inversión financiera, participaciones y pensiones	1,680.1	1,677.8	1,589.8		-5.4
Sin inversión financiera, participaciones, pensiones y costo financiero	1,442.5	1,398.2	1,324.8		-8.2

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

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

	2016	2017	Var. % real
Balance público	-116.6	141.9	n.s.
Bal. púb. sin inver. productiva	133.7	318.4	125.6
Balance presupuestario	-126.1	124.4	n.s.
Ingreso presupuestario	2,338.9	2,655.6	7.6
Gasto neto pagado	2,465.0	2,531.2	-2.7
Balance Gobierno Federal	-95.5	105.0	n.s.
Balance org. y empresas	-30.6	19.5	n.s.
Balance primario	126.0	416.7	213.3
Balance presupuestario	111.5	404.0	243.4
Gobierno Federal	93.6	319.5	223.6
Organismos y empresas	17.9	84.5	346.7
Pemex	-74.2	-18.3	-76.7
Otras entidades	92.1	102.8	5.7
Entidades bajo control indirecto	14.5	12.6	-17.6

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 semestre de 2017, al registrar un monto de 416.7 mil millones de pesos vs. 126.0 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 y, en menor medida, al balance de Pemex.

De continuar este manejo disciplinado de las finanzas del gobierno federal y de las empresas productivas del Estado durante la segunda mitad de 2017, se incrementará sustancialmente la probabilidad de cumplimiento con la meta de 0.5% del PIB para el superávit primario de todo el sector público en 2017.

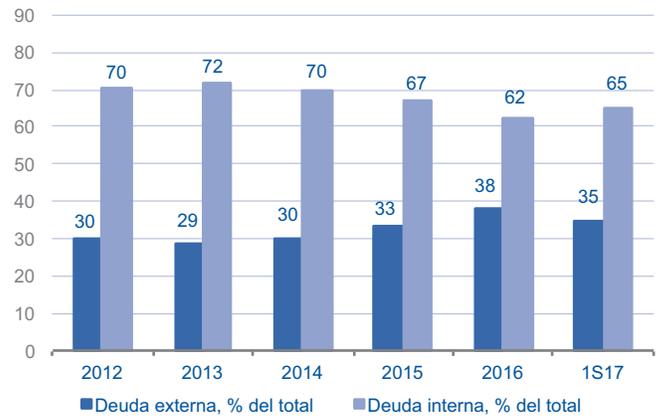
Gráfica 3.23 Deuda bruta y saldo de los requerimientos financieros del sector público* (% del PIB)



* Para los cálculos del SHRFSP y la deuda pública se usó el dato preliminar del PIB correspondiente al segundo trimestre asumiendo un deflactor del PIB de 6.1%.

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP e INEGI

Gráfica 3.24 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 46.9% del PIB al cierre del primer semestre de 2017. Este nivel de deuda es 3.9 puntos porcentuales menor 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 34.8% al cierre del primer semestre de 2017. Indiscutiblemente, la apreciación del peso mexicano frente al dólar observada en dicho lapso fue un factor fundamental tanto en la menor participación de la deuda externa bruta como en el menor cociente de deuda bruta a PIB.

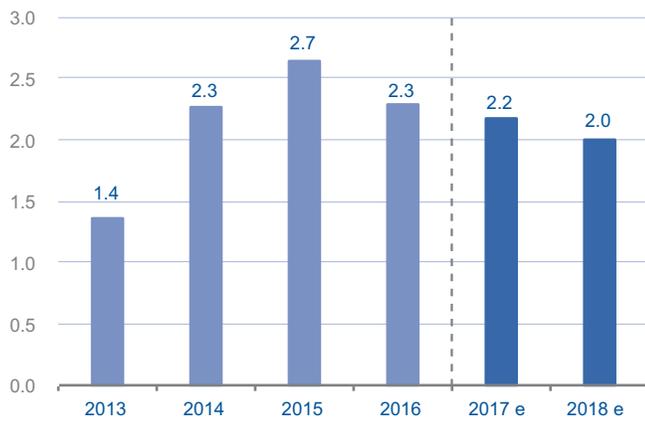
Al primer semestre de 2017, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) se encuentra 16 puntos porcentuales de PIB por encima de su nivel alcanzado en 2007. Para 2017 la SHCP prevé que, con el apoyo del remanente operativo del Banco de México, dicho saldo se reduzca a 48.0% del PIB de 50.1% del PIB en 2016. Para llegar a ese saldo, es importante mencionar que el déficit anual de los RFSP tendría que alcanzar un nivel de 1.4% del PIB para 2017 (después de 4.1% y 2.9% del PIB en 2015 y 2016, respectivamente).

3.1.6 Perspectivas del PIB 2017 y 2018

Dado el desempeño positivo que la actividad económica tuvo en el primer semestre del año, como se comentó al inicio de esta sección, esperamos que para todo 2017 la tasa de crecimiento del PIB sea de 2.2% (gráfica 3.25). Este crecimiento se deberá a que en la segunda parte del año esperamos que el PIB registre tasas de crecimiento ligeramente menores a las que mostró en la primera mitad de 2017. Esto sucederá debido a que variables macroeconómicas relevantes que pueden influir en el comportamiento de la actividad económica en el resto del año, como es el caso de la contracción del salario real, seguirán estando presentes.

Por otra parte, para 2018 consideramos que el crecimiento del PIB será de 2.0%, el cual es un poco menor al que estimamos para 2017. Esto en gran medida se debe a que consideramos que el crecimiento del PIB de Estados Unidos en 2018 será similar al de 2017 (2.1%), además de que el tipo de cambio promedio de 2018 será poco menor al de 2017. Esto último permitirá un mayor crecimiento de bienes importados, lo cual podría repercutir en menores exportaciones netas, y por tanto en un menor dinamismo del PIB. En la medida en que la reforma del sector petrolero vaya dando frutos y la economía estadounidense muestren tasas de crecimiento más elevadas a las que ha registrado durante los últimos años (gráfica 3.26), entre otros factores, se podrá esperar que la tasa de crecimiento del PIB de México sea mayor a la que esperamos para 2017 y 2018.

Gráfica 3.25 PIB anual México: observado y estimado (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.26 PIB anual de México y de Estados Unidos (Var. % anual)

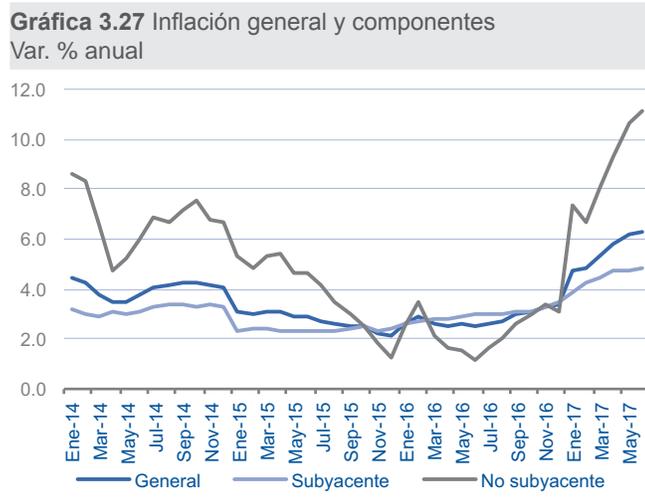


Fuente: BBVA Research con información de INEGI y BEA

3.2 La inflación está alcanzando su nivel máximo...

La inflación ha tenido hasta julio una tendencia al alza por trece meses consecutivos tras haberse mantenido baja y relativamente estable durante los últimos dos años (2015-16), al promediar 2.8% durante ese lapso (2.7% en 2015 y 2.8% en 2016), permanecer por debajo de la meta durante 17 meses en fila (entre mayo de 2015 y septiembre de 2016), y estar 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%). La tendencia al alza ha respondido principalmente a dos choques simultáneos: 1) la considerable depreciación adicional ante el resultado de las elecciones en EE.UU. que provocó un aumento en el ritmo de *pass-through* a las mercancías, y 2) el fuerte incremento de los precios energéticos en enero de este año derivado del proceso de liberalización de estos. El segundo choque recientemente ha tenido también efectos indirectos (principalmente incrementos en las tarifas de transporte) y a los dos choques se han sumado aumentos considerables de productos agrícolas que han aumentado durante los últimos cuatro meses (y de forma considerable entre marzo y mayo).

Así, en enero la inflación 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 repuntando hasta alcanzar 6.44% en julio, 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 3.27). El fuerte aumento registrado por la inflación general en enero de este año se explica en parte por el incremento de 12.7% en el componente de precios energéticos (véase gráfica 3.28) 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. Asimismo, la tendencia al alza también ha respondido al mayor ritmo de *pass-through* sobre los precios de las mercancías (véase gráfica 3.29).



Fuente: BBVA Research a partir de datos de INEGI



Fuente: BBVA Research, INEGI

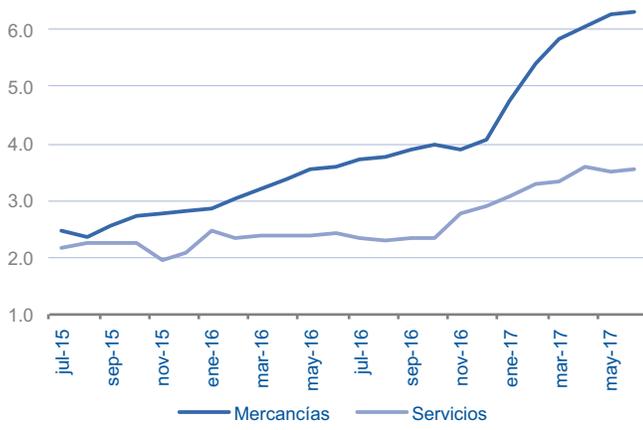
Como resultado de lo anterior, la inflación general anual pasó de un promedio de 3.24% en el cuarto trimestre de 2016 a uno de 4.98% en el primer trimestre de 2017, y uno de 6.10% en el segundo. Al cierre de 2T17 se ubicó en 6.31%. Por su parte, la inflación subyacente anual promedio pasó de 3.28% en 4T16 a 4.19% en 1T17 y 4.78% en 2T17. Al cierre de 2T17 se ubicó en 4.83%. Al interior de la inflación subyacente, el índice de mercancías aumentó 2.3 pp entre diciembre de 2016 y junio de 2017 (de 4.05% a 6.33%). Ambos subíndices de este componente mostraron aumentos relevantes en el mismo lapso, al subir de 4.40% a 6.90% en el caso del de alimentos y de 3.76% a 5.86% en el de las mercancías no alimenticias. Por su parte, el índice de servicios, si bien a menor ritmo también ha aumentado y pasó de 2.92% a 3.56% entre diciembre y junio.

El fuerte aumento en la inflación refleja en gran medida un cambio en precios relativos como consecuencia de la naturaleza transitoria de los choques sobre la inflación. Como era de esperarse al tener un impacto sobre la inflación, los choques provocaron un considerable aumento en las expectativas de inflación de corto plazo (que suelen moverse en línea con la inflación), pero no se tradujeron en aumentos en las de largo plazo que permanecieron estables por las acciones de política monetaria del Banco de México (Banxico) que reforzaron la perspectiva de que el aumento de la inflación sería temporal y evitaron un desanclaje de las expectativas de inflación que provocara efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios. Aún en ausencia de efectos de segundo orden, 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 choques antes mencionados, el efecto del segundo, el del *pass-through*, es más relevante para la tendencia de la inflación. Como se observa en la gráfica 3.30, el aumento de la pendiente en la tendencia de los alimentos hasta abril y las mercancías no alimenticias hasta mayo, 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.

En el **Situación México** del 2T17 señalábamos que al traspaso del tipo de cambio a los precios de las mercancías aún le quedaba recorrido, pero también que los riesgos hacia delante eran menores por la relevante apreciación del peso (de alrededor de 18%) desde que alcanzó su punto de mayor debilidad en enero de este año. Señalamos en la revista de abril, cuando el tipo de cambio se ubicaba por arriba de 18.5ppd, que era previsible que el peso siguiera fortaleciéndose y que de confirmarse nuestras perspectivas la tasa de depreciación anual tendería 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 debería ir permitiendo un menor ritmo de *pass-through* hacia delante. Estas tendencias parecen confirmarse y, por ello, la inflación tanto de los alimentos como de las mercancías no alimenticias se ha estabilizado. Así, los riesgos han continuado disminuyendo y la probabilidad de que el efecto sobre la inflación de este traspaso de la depreciación acumulada a las mercancías sea transitorio ha seguido aumentando.

Gráfica 3.29 Componentes de la inflación subyacente
Var. % anual



Fuente: BBVA Research, INEGI y Bloomberg

Gráfica 3.30 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 también se apoya en la credibilidad de la política monetaria de Banxico (ie, aumento de la tasa monetaria de 3.0% a 7.0% entre diciembre de 2015 y junio de 2017) 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.

... y prevemos que comenzará a disminuir en septiembre y que la tendencia a la baja se acentuará a partir de enero de 2018

Prevedemos que la inflación se mantendrá en 6.4% durante julio y agosto, pero que la tasa anual comenzará a exhibir signos de moderación a partir de septiembre. Como se observa en la gráfica 3.31, el comportamiento de la inflación subyacente mensual ajustada por estacionalidad revela que, una vez descontados los efectos estacionales, la tendencia comenzó a dar signos de estabilización en 2T17 e incluso mostró una inflexión en junio. Es previsible que la inflación anual dejará de aumentar y que iniciará una tendencia descendente tras el verano.

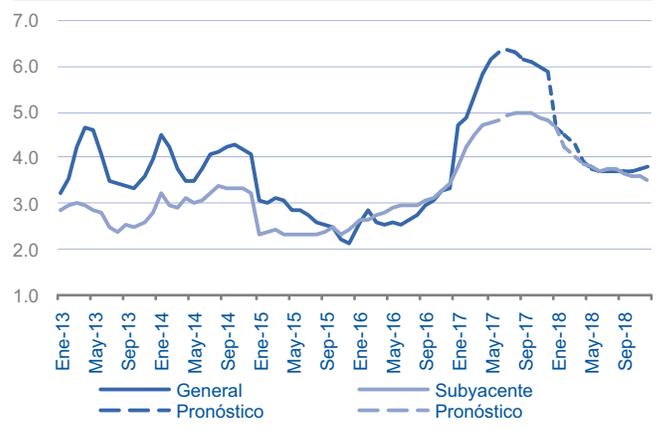
Anticipamos que la inflación general anual se mantendrá en 6.4% durante julio-agosto y por encima de 6.0% hasta octubre (promediaría 6.3% entre julio y octubre), antes de mostrar un descenso relevante en los últimos dos meses del año, en los que prevemos promediará 6.0%. Para el cierre del 2017 nuestra previsión es de 5.9%. En enero de 2018, un efecto base de comparación muy favorable permitirá un descenso de 1.3pp a 4.6% y prevemos que la tendencia a la baja continuará en los meses subsecuentes para que la inflación cierre 2018 por debajo de 4.0% (en 3.7%), dentro del rango objetivo del banco central.

Gráfica 3.31 Inflación subyacente desestacionalizada, pm6m (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research, INEGI y Bloomberg

Gráfica 3.32 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 siguen asociados a la probabilidad de observar efectos de segundo orden (si bien ahora es mucho menor), 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 Pausa monetaria durante el resto del año

El ciclo de tensionamiento monetario llegó a su fin el mes de junio pasado tras un incremento de 50pb que llevó la tasa de referencia a 7.0%, su mayor nivel desde 2008. El banco central fue inusualmente explícito a este respecto en su comunicado y fundamentó su decisión en tres argumentos. Primero, los riesgos de efectos de segunda ronda se han reducido. Los datos de inflación al mes de julio muestran que el crecimiento mensual de los precios de los servicios se ha estabilizado tras un relevante incremento durante los primeros meses del año que alcanzó 0.5%. Esto, aunado a la apreciación cambiaria observada durante el primer semestre del año, hace que un escenario con efectos de segunda ronda derivados del traspaso del tipo de cambio a la inflación general se haya reducido. Segundo, el punto de inflexión de la inflación está cerca. Se espera que la inflación interanual llegue a su punto más alto en agosto para después comenzar una tendencia a la baja que se acentuará durante los primeros meses del próximo año. Cabe señalar que en el último episodio en que la inflación superó el 4.0%, en 2008, Banxico finalizó el ciclo de tensionamiento una vez que la inflación tocó su punto más alto. Tercero, las expectativas de inflación se encuentran ancladas. Después de una considerable alza a inicios de año, tanto las expectativas provenientes del mercado de renta fija, como las de analistas se sitúan en niveles similares a los observados antes de la elección presidencial en EE.UU (Gráfica 33).

Ante el escenario de una reducción gradual de la inflación es previsible que Banxico mantenga el nivel de tensionamiento monetario hasta que se observe claramente una convergencia hacia su objetivo de 3.0%. Consideramos que antes del segundo trimestre del año será difícil observar que la inflación entre en el intervalo alrededor del objetivo de inflación y, por ello, esperamos que la pausa monetaria se mantenga al menos hasta este punto. Posteriormente y ya con niveles de inflación claramente por debajo del 4.0% comenzará a cobrar mayor relevancia la posibilidad de reducir la tasa de referencia. Y es que ante la reducción de la inflación la tasa real de corto plazo se elevará nuevamente (véase Gráfica 34), lo cual no resulta del todo consistente con el criterio de convergencia eficiente (alcanzar el objetivo de inflación al mínimo costo en términos de actividad económica) que ha enfatizado Banxico en su comunicación. Este es un argumento relevante a favor de una reducción en la tasa de referencia hacia la mitad del próximo año, no obstante, el hecho de que el proceso electoral en México pueda generar volatilidad en los mercados financieros durante esas fechas introduce un alto grado de incertidumbre a la decisión.

En suma y con base en los argumentos planteados, consideramos que en el escenario más probable Banxico mantendrá una pausa monetaria hasta el tercer trimestre de 2018, fecha en la cual comenzará a reducir la tasa de referencia para alcanzar una reducción de alrededor de 100pb durante todo el próximo año.

Gráfica 3.33 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 3.34 Tasa real de referencia (%)



Nota: El pronóstico está elaborado con base en pronósticos propios de la tasa de política monetaria y la inflación.
Fuente: BBVA Research

3.4 Se mantiene un entorno global favorable para la demanda de activos riesgosos, en particular de mercados emergentes

Los precios de los activos en los mercados financieros han continuado influidos durante los últimos meses por un entorno que conjuga la reactivación del crecimiento a nivel global, bajos niveles de aversión al riesgo y expectativas de que los estímulos monetarios se mantendrán o serán removidos de manera muy gradual. Este entorno ha sido particularmente favorable para el crecimiento de la demanda de activos de mercados emergentes, en particular la de los mercados accionarios (Gráfica 35). El *benchmark* de este subyacente para países emergentes (MSCI EM) ha registrado ganancias de 8.3% en los últimos casi cuatro meses (del 28 de abril al 18 de agosto) y de 23.0% en lo que va del año. Cifras muy por encima del 2.8 y 10.2% que creció el *benchmark* de mercados accionarios a nivel mundial (MSCI ACWI) en los últimos casi cuatro meses y en lo que va del año, respectivamente. Y es que es importante señalar que tras un incierto final del 2016 luego del cambio de administración en EE.UU., el repunte de las cifras de crecimiento y de comercio mundial han beneficiado a estas naciones. Ejemplo de ello es el caso de México, cuyo índice accionario (IPyC) cayó 5.0% entre el día de la elección presidencial en EE.UU. y el final de 2016 para después registrar una recuperación de 12.0% en lo que va de 2017, tras alcanzar nuevos máximos históricos. Mas este apetito por riesgo no se ha quedado circunscrito a los mercados emergentes. Los principales índices accionarios en EE.UU. mantienen su propio ritmo de alzas apoyados principalmente en el desempeño de las compañías de alta tecnología, en reportes corporativos por encima de lo esperado y, en cierta medida, en expectativas de las políticas en favor del crecimiento que prometió el presidente Trump. Así, el S&P500 registra un alza de 8.3% en lo que va del año y de 13.4% desde la elección presidencial norteamericana.



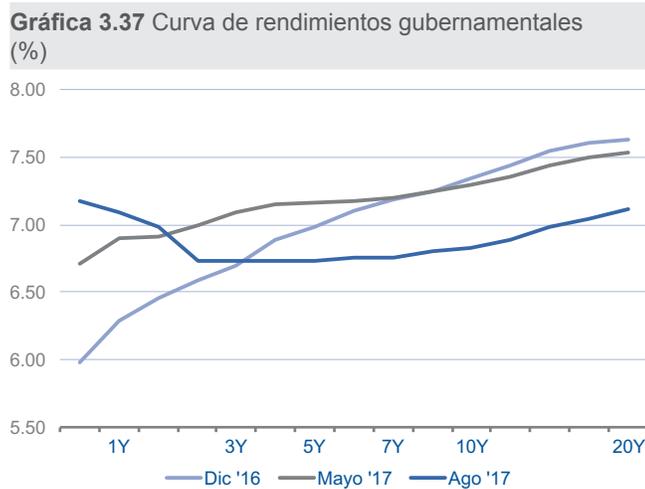
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg



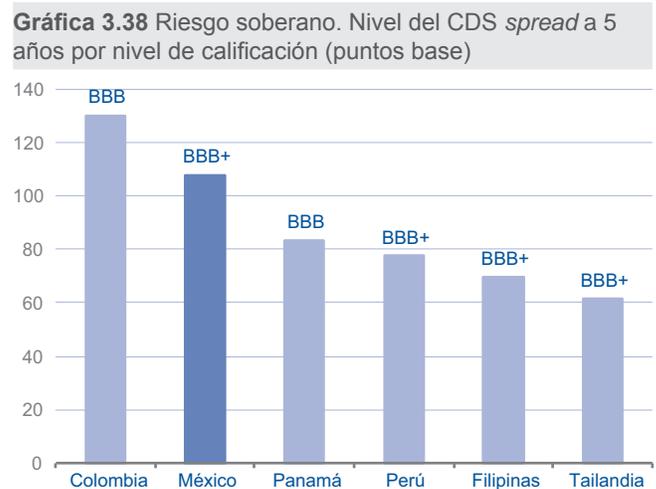
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

En los mercados cambiario y de renta fija la comunicación de los bancos centrales de países desarrollados y las expectativas sobre su política monetaria han predominado sobre los otros factores mencionados generando un comportamiento distinto a lo observado en los mercados accionarios. Las tasas de largo plazo en EE.UU. han continuado en niveles bajos después su relevante alza al final de 2016 ante las perspectivas de que la normalización monetaria por parte de la FED será más gradual que lo que las propias proyecciones de los miembros del FOMC (Comité de Mercado Abierto por sus siglas en inglés) anticipan (Gráfica 36). Y es que aun cuando los datos más recientes señalan que la economía norteamericana se encuentra cerca de su nivel de pleno empleo, los salarios no muestran un sólido movimiento al alza como se hubiera esperado y la inflación se mantiene más de medio punto por debajo del objetivo de 2.0%

de la FED. De hecho, son estas expectativas de una normalización más gradual y la menor inflación a lo esperado lo que mantiene el rendimiento a vencimiento del bono del Tesoro a 10 años cerca de 2.2%, después de haber alcanzado niveles de hasta 2.6% durante el primer trimestre del año. Por su parte, la parte corta de la curva norteamericana ha continuado con su ascenso dado el alza de la tasa de fondos federales en marzo y junio pasados, lo que ha llevado a un mayor aplanamiento de la curva de rendimientos. En México, la curva ha ido más allá del aplanamiento y actualmente se encuentra invertida (Gráfica 37). Además de la influencia de las menores tasas de largo plazo en EE.UU. los recientes movimientos de la política monetaria están detrás de este inusual comportamiento. En efecto, el final del ciclo de tensionamiento monetario y el tono más relajado del banco central tomó por sorpresa al mercado y a la mayoría de los analistas, lo que llevó no sólo a descartar subidas adicionales, sino a incorporar en los precios recortes de la tasa de referencia para el próximo año. De esta manera, el componente de la expectativa de tasa monetaria incluido en la tasa de largo plazo se redujo significativamente. Si a esto añadimos la reducción de riesgo soberano de México tras el reciente cambio de perspectiva por parte de las calificadoras¹ y la percepción en los mercados de que las condiciones de liquidez se mantendrán por mayor tiempo, tenemos una combinación de factores que explica en buena medida la forma invertida de la curva de rendimientos.



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

En materia cambiaria la principal característica de los últimos meses ha sido la depreciación generalizada del dólar. Influida por las ya mencionadas menores expectativas de alza de tasas de interés por parte de la FED; una reducción marginal de las expectativas de crecimiento en EE.UU.; las mejores expectativas de actividad económica en otras regiones (i.e. zona Euro); y los comentarios a favor de un dólar débil por parte del presidente Trump, el dólar se ubica actualmente en su menor nivel desde mayo del año pasado, dejando detrás las ganancias que obtuvo tras la elección presidencial. Esta caída generalizada del dólar ha influido en la recuperación del peso mexicano, pero sin duda son las mejores perspectivas respecto a una renegociación exitosa del TLCAN las que han llevado a la divisa mexicana a ubicarse como la moneda más apreciada a nivel global en lo que va del año. La carta enviada al congreso por parte de la administración Trump para dar inicio formal al proceso de renegociación, así como los objetivos específicos presentados por el representante comercial norteamericano, dan cuenta de una postura más sensata y moderada que la esbozada por el discurso presidencial al inicio del año.² Habrá que añadir a este movimiento apreciatorio el resultado de

1: Las calificadoras Fitch Ratings y S&P revisaron en las últimas semanas la perspectiva de deuda soberana de México y de negativa a estable lo que generó que spread del CDS a 5 años se redujera a alrededor de 100 puntos base, nivel no observado desde finales de 2014..
 2: Véase flash "EE.UU. busca mantener la esencia del TLCAN, pero las negociaciones serán complicadas" (<https://www.bbva.com/publicaciones/mexico-eeuu-busca-mantener-la-esencia-del-tlcanpero-las-negociaciones-seran-complicadas/>)

las elecciones del estado de México, que pareciera haber sido interpretado por los participantes en los mercados como un evento que reduce la probabilidad de ver una victoria de los partidos de izquierda en los comicios del próximo año. De esta manera, el peso mexicano se ha apreciado 15.0% en lo que va del 2017 y 18.0% desde la toma de posesión del nuevo presidente norteamericano. Por último, es relevante comentar que la relativa estabilidad del precio del petróleo ha ayudado a este movimiento de apreciación. Si bien se han registrado periodos de volatilidad en este mercado, en general se ha observado que la correlación de los movimientos del tipo de cambio diario con los del precio del energético se ha reducido en los últimos meses.

Hacia delante habrá que estar atento a cualquier evento que pudiera interrumpir las condiciones que actualmente favorecen la demanda de activos con mayores rendimientos, particularmente los bajos niveles de aversión global al riesgo. En el caso de los activos mexicanos, en particular el peso, la renegociación del TLCAN será el principal evento a seguir. No se descartan episodios de volatilidad ante declaraciones de los protagonistas después de cada ronda de negociación, pero se espera que hacia finales de año ya haya un avance considerable del proceso que dé señales de un posible acuerdo final hacia principios de 2018. En este escenario y dejando de lado disrupciones mayores en el plano internacional, pensamos que el tipo de cambio mostrará cierta depreciación hacia los próximos meses y cerrará el año alrededor de los 18.70 pesos por dólar.

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	2.1	2.2
UEM	1.3	1.9	1.7	2.0	1.7
Alemania	1.6	1.5	1.8	1.9	1.8
Francia	1.0	1.0	1.1	1.5	1.5
Italia	0.2	0.7	1.0	1.3	1.2
España	1.4	3.2	3.2	3.3	2.8
Reino Unido	3.1	2.2	1.8	1.5	1.1
América Latina *	0.8	-0.4	-1.3	0.8	1.6
México	2.3	2.7	2.0	1.6	2.0
Brasil	0.5	-3.8	-3.6	0.6	1.5
EAGLES **	5.4	4.7	5.0	5.0	5.1
Turquía	5.2	6.1	2.9	5.0	4.5
Asia-Pacífico	5.6	5.6	5.6	5.2	5.2
Japón	0.2	1.1	1.0	0.8	0.9
China	7.3	6.9	6.7	6.5	6.0
Asia (exc. China)	4.2	4.5	4.6	4.1	4.4
Mundo	3.5	3.3	3.2	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: 8 de julio 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
Indicadores Macroeconómicos												
PIB (variación % real)	2.9	1.5	2.1	2.2	0.6	2.2	2.8	1.8	1.2	2.6	2.6	2.5
Consumo personal (var. % real)	3.6	2.7	2.5	2.1	1.8	3.8	2.8	2.9	1.9	2.8	2.0	2.0
Consumo gobierno (var. % real)	1.4	0.8	0.1	0.6	1.8	-0.9	0.5	0.2	-0.6	0.7	0.4	0.7
Inversión fija bruta (var. % real)	5.2	-1.6	2.2	3.0	-4.0	-2.7	2.4	8.5	-1.2	2.0	1.8	3.8
Construcción	10.2	5.5	2.3	1.1	13.4	-4.8	-4.5	7.1	11.1	-6.8	4.0	0.7
Producción industrial (var. % real anual)	-0.7	-1.2	1.9	2.2	-1.3	-0.6	0.6	0.8	1.4	4.8	2.6	1.4
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.5	-2.5	-2.5	-2.6	-2.9	-2.6	-2.5	-2.4	-2.6	-2.6	-2.6	-2.5
Inflación anual (fin de periodo)	0.7	2.1	1.5	1.9	-4.7	-0.7	0.0	-3.9	-1.9	-1.1	1.1	-4.3
Inflación anual (promedio de periodo)	0.1	1.3	2.0	1.7	-4.6	-1.3	-0.9	-3.1	-2.2	-1.1	0.2	-2.0
Balance fiscal primario (% del PIB)	-2.4	-3.1	-3.7	-2.8	-2.5	-3.2	-3.7	-3.1	-3.9	-4.3	-3.4	-3.5

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.3 Indicadores y Pronósticos México

	2015	2016	2017	2018	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
Actividad Económica												
PIB (series desestacionalizadas)												
Variación % real anual	2.6	2.0	2.2	2.0	2.3	1.5	2.0	2.3	2.6	3.1	2.0	1.3
Por habitante en dólares	9,443	8,536	8,593	9,083	8,502	8,733	8,457	8,454	8,434	8,789	8,660	8,488
Miles de millones de dólares	1,143	1,044	1,061	1,133	1,040	1,068	1,034	1,034	1,042	1,086	1,070	1,048
Inflación (% prom.)												
General	2.72	2.82	5.86	3.85	2.69	2.56	2.78	3.24	4.98	6.10	6.36	6.02
Subyacente	2.36	2.97	4.69	3.74	2.69	2.91	3.00	3.28	4.19	4.78	4.94	4.85
Mercados Financieros (% prom.)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	3.02	4.29	6.73	6.80	3.58	3.92	4.42	5.25	6.17	6.75	7.00	7.00
Cetes 28 días	3.25	4.33	6.77	6.78	3.61	3.88	4.27	5.18	6.20	6.75	7.04	6.99
TIIE 28 días	3.44	4.58	7.06	7.10	3.89	4.09	4.75	5.60	6.53	7.13	7.33	7.33
Bono 10 años (% prom.)	5.94	6.22	7.15	7.37	6.02	5.96	5.94	6.98	7.26	7.11	7.02	7.23
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	15.97	18.71	18.90	18.30	17.84	17.97	18.97	20.05	19.90	18.57	18.39	18.78
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-4.1	-2.9	-2.9	-2.5				-2.9				-2.9
Sector Externo³												
Balanza comercial (mmd)	-14.7	-13.1	-14.7	-15.3	-4.0	-3.1	-5.2	-0.8	-2.8	-3.4	-4.6	-3.9
Cuenta corriente (mmd)	-28.2	-22.4	-29.5	-30.9	-7.3	-6.2	-6.5	-2.4	-6.9	-7.4	-8.0	-7.2
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.5	-2.1	-2.8	-2.9	-2.8	-2.3	-2.5	-0.9	-2.6	-2.7	-3.0	-2.8
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	4.3	3.8	3.8	3.2	3.7	3.7	3.8	4.1	4.3	4.2	3.7	3.1
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.3	3.9	3.6	3.7	4.2	3.9	3.8	3.7	3.5	3.6	3.6	3.6

Continúa en la siguiente página

Indicadores y Pronósticos México

	2015	2016	2017	2018	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
Demanda Agregada ⁴ (Var % anual, desestacionalizada)												
Demanda Agregada Total	4.1	1.6	3.8	2.9	2.2	0.9	1.5	1.9	4.1	4.4	3.5	3.2
Demanda interna	2.1	1.8	1.7	1.9	1.8	1.5	1.8	1.9	2.8	1.8	1.2	1.0
Consumo	2.3	2.3	2.4	2.0	1.8	1.8	2.8	2.6	2.9	3.2	1.9	1.4
Privado	2.3	2.4	2.5	1.8	2.1	1.8	3.0	2.8	3.3	3.4	2.0	1.5
Público	2.3	1.2	1.4	2.9	0.2	1.6	1.4	1.6	1.0	1.8	1.7	1.3
Inversión	4.4	0.1	-0.8	3.4	2.1	-1.2	-1.4	1.0	-2.2	-0.7	-0.5	0.1
Privada	8.1	1.9	0.7	5.2	4.4	0.6	0.4	2.3	-0.5	1.3	0.6	1.4
Pública	-11.5	-9.2	-9.7	-8.1	-9.2	-10.2	-11.1	-6.2	-11.6	-12.3	-7.1	-7.5
Demanda Externa	10.5	1.3	9.6	5.6	3.5	-1.0	0.7	1.8	7.5	12.0	10.0	9.1
Importaciones	8.7	0.5	8.3	5.5	2.1	-1.0	0.2	0.6	8.4	8.5	7.9	8.5
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	1.7	3.5	1.7	1.4	-1.1	4.2	5.1	5.6	6.0	0.9	-0.6	0.6
Secundario	1.0	0.0	-0.2	1.7	1.4	-0.5	-0.9	0.0	-1.0	0.5	0.0	-0.4
Minería	-4.5	-6.5	-9.2	-0.7	-3.6	-4.7	-7.7	-10.0	-11.3	-8.5	-9.0	-7.7
Electricidad	2.3	3.3	-0.3	2.1	1.3	5.8	3.7	2.6	-0.2	-1.8	0.4	0.5
Construcción	2.6	1.8	1.0	3.0	2.9	1.4	-0.1	3.1	-0.5	0.4	2.5	1.6
Manufactura	2.4	1.0	3.0	1.9	0.8	0.4	0.6	2.2	4.5	4.0	2.2	1.3
Terciario	3.5	3.2	3.3	2.1	3.3	2.6	3.3	3.4	3.8	4.1	2.6	2.6
Comercio	4.8	1.9	3.2	1.2	2.5	1.6	1.2	2.4	3.9	4.4	2.6	2.1
Transporte, correos y almacenamiento	4.3	2.5	3.9	2.7	1.8	2.3	2.7	3.1	4.7	4.6	3.0	3.5
Información en medios masivos	7.6	10.1	5.3	5.1	9.3	9.9	13.2	8.1	5.8	7.3	3.2	4.8
Servicios financieros y de seguros	4.3	7.7	8.4	7.1	7.7	7.7	7.8	7.5	9.1	10.0	7.1	7.6
Serv. inmob. y alquiler de b. muebles e int.	2.5	1.9	1.9	1.9	2.0	1.6	1.9	1.9	2.3	1.8	1.6	2.0
Serv. profesionales, científicos y técnicos	4.5	7.7	3.3	1.3	7.0	6.8	11.2	5.9	6.0	4.4	1.5	1.4
Dirección de corporativos y empresas	3.3	4.7	2.8	3.3	5.8	5.1	5.5	2.5	5.4	3.3	0.4	2.2
Serv. apoyo a neg., serv. de remediación	1.2	4.0	3.0	1.4	3.2	3.6	2.9	6.2	3.8	3.1	3.5	1.4
Servicios educativos	0.0	1.1	0.7	0.1	0.8	1.5	1.4	0.6	1.6	0.9	0.3	0.1
Servicios de salud y de asistencia social	-2.3	1.3	1.9	1.4	-0.8	1.5	2.3	2.1	1.7	3.4	1.2	1.2
Serv. de esparcimiento, culturales y depor.	3.9	5.2	3.1	0.6	2.2	4.1	9.5	4.9	4.8	4.7	1.4	1.6
Serv. alojam. temp. y prep. de alim. y beb.	5.7	4.0	4.1	2.6	6.5	3.1	2.6	3.8	0.9	6.6	3.9	4.9
Otros serv. exc. actividades del gobierno	2.5	5.8	1.2	0.3	5.2	6.3	6.2	5.7	3.4	-0.2	1.5	0.3
Actividades del gobierno	2.7	0.0	0.8	0.8	-3.0	-0.7	1.7	2.1	0.8	0.2	1.2	1.0

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 / 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.domelech@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.hk

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

Estas y otras publicaciones de BBVA Research
están disponibles en inglés y en español en:
www.bbva.com/research

Otras publicaciones:

