

# Situación México

1<sup>er</sup> TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE MÉXICO



01  
El crecimiento global está sesgado a la baja. Las perspectivas son menos favorables para los exportadores de materias primas

02  
El crecimiento en México se mantendrá en un nivel similar al del año pasado apoyado en el consumo interno

03  
El traspaso de la depreciación cambiaría a los precios se mantiene limitado. Se prevé que la inflación cierre el año alrededor del objetivo de inflación del banco central

# Índice

1. En resumen .....	2
2. Un panorama global de crecimiento anémico y más vulnerable .....	4
3. Crecimiento de la actividad económica en México similar al del 2015.....	14
3.1 El consumo se mantendrá como el principal apoyo de la actividad económica ante el menor dinamismo del sector externo .....	14
Recuadro 1. Evolución del IGAE y de sus componentes ajustado por estacionalidad.....	26
Recuadro 2. Evolución reciente del precio del petróleo en los mercados internacionales .....	27
3.2 La inflación no exhibe un deterioro: el rebote a inicios del año responde a un choque de oferta en productos agropecuarios y a un efecto de base de comparación .....	33
3.3 Alza inesperada de 50 puntos base ante los mayores riesgos de traspaso de la depreciación cambiaria a la inflación.....	37
3.4 El peso mexicano continúa enfrentándose a un entorno difícil .....	38
4. Previsiones .....	41

Fecha de cierre: 26 de febrero de 2016

# 1. En resumen

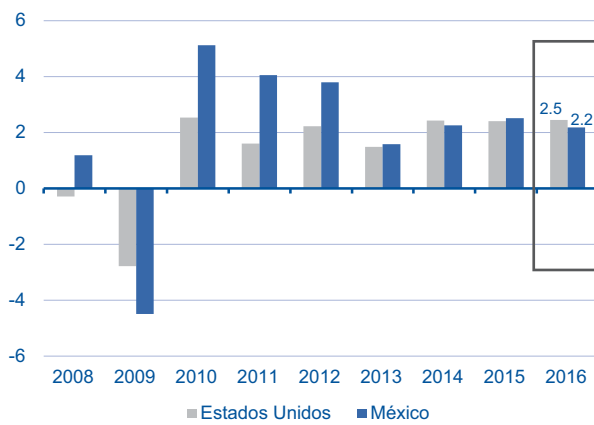
Los riesgos para el crecimiento global se han intensificado durante el primer trimestre del año, lo que ha provocado una nueva revisión a la baja de los pronósticos de crecimiento mundial. Los índices adelantados de confianza empresarial y el repunte de las tensiones financieras señalan un inicio de 2016 con un crecimiento más moderado al previsto hace un trimestre, a tal grado que, de confirmarse esta tendencia, el PIB mundial crecería apenas un 3.2% en 2016, cifra muy similar a la registrada en 2015 y por debajo del 3.5% que se preveía anteriormente. Este crecimiento moderado, el menor desde 2009, responde principalmente a dos factores. Primero, la frágil recuperación de las economías desarrolladas, cuyo dinamismo se ha visto influido por el impacto tanto de la desaceleración del comercio mundial, como de la inestabilidad financiera sobre la producción industrial, las decisiones de inversión y el gasto en consumo. Segundo, el deterioro de la demanda en el bloque de economías emergentes y, en particular, en Latinoamérica, que podría encadenar dos años consecutivos de contracción. Y es que la transición hacia un modelo de crecimiento basado en la demanda interna por parte de China ha venido acompañada de incertidumbre sobre qué tan rápido se desacelerará su economía, lo que a su vez ha generado episodios de fuerte volatilidad financiera y reducciones más pronunciadas de los precios de las materias primas. Todo esto genera un panorama menos favorable para las economías exportadoras de materias primas y para aquellas percibidas como financieramente vulnerables. De esta manera la ligera mejoría de la actividad económica en el conjunto de economías desarrolladas, con un crecimiento de 2.5% en EE.UU. y ligeramente por debajo del 2.0% en la Eurozona resultan insuficientes para compensar el peor desempeño esperado para las economías emergentes.

Los mayores riesgos para el crecimiento y la menor inflación en los países desarrollados, dada la caída de los precios del petróleo y las menores expectativas para el mediano plazo, se reflejan en expectativas de que la política monetaria de los principales bancos centrales continúe siendo altamente acomodaticia, incluso más de lo que se esperaba a finales del 2015. En lo que respecta a la Reserva Federal (FED), aunque el discurso de la normalización monetaria se mantiene, los miembros del Comité de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) han expresado su preocupación por el impacto de la volatilidad y la desaceleración a nivel global sobre la consecución de sus objetivos. De hecho en los mercados de derivados, ya no se espera ningún movimiento al alza de la FED este año. En el caso del Banco Central Europeo (BCE) luego de la extensión temporal del programa de compras de deuda y el recorte de la tasa de depósito hasta el -0.3% en diciembre, este ha dejado entrever a principios de este año su predisposición a seguir estimulando al alza la inflación. Por último, el banco central de Japón ha decidido adoptar también tasas negativas con la finalidad de penalizar la acumulación de posiciones de liquidez y así apoyar la demanda agregada.

En este entorno cada vez más adverso, el tipo de cambio del peso frente al dólar ha sido la variable más afectada por el incremento en la volatilidad y los efectos de los mayores riesgos a nivel global, particularmente la caída en los precios del petróleo. El peso se ubica por encima de los 18 pesos por dólar tras una depreciación de más de 5.0% en lo que va del año, la mayor entre las economías emergentes con tipo de cambio flexible. Ante esta significativa depreciación, que durante los primeros días del mes de febrero alcanzó alrededor del 10.0%, las autoridades fiscal y monetaria del país anunciaron un paquete de disposiciones encaminadas a corregir ciertos comportamientos atípicos en el mercado cambiario y a su vez atenuar los riesgos sobre la actividad económica en los próximos meses. Una de estas medidas fue el incremento inesperado de 50pb en la tasa de fondeo, con lo cual el Banco de México (Banxico) desligó su política monetaria de la de la FED. No obstante, después de este movimiento se espera que la sincronización se retome a lo largo del año para así mantener el mayor diferencial con la tasa de fondos federales y con ello reducir en el margen las posibilidades de una salida de extranjeros del mercado de bonos. Asimismo la mayor tasa de política monetaria junto con el cambio hacia intervenciones discrecionales por parte de la Comisión de Cambios reducirán los incentivos a tomar posiciones especulativas en contra del peso.

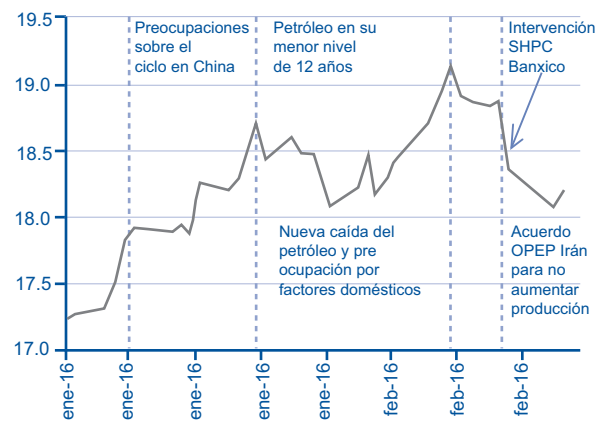
A pesar de la significativa depreciación cambiaria, la inflación registró un mínimo histórico durante el 2015 y se espera que cierre alrededor del 3.0% en 2016. El comportamiento mejor a lo esperado de la inflación en el año pasado se apoyó en reducciones de algunos componentes como los precios de las telecomunicaciones y en menores incrementos en los precios de los combustibles, entre otros, que más que compensaron las alzas en los precios derivados del mayor tipo de cambio. Cabe señalar que estas alzas se mantienen limitadas a los bienes durables y no se han registrado efectos de segunda ronda. Las perspectivas para 2016 son favorables en un contexto de elevada holgura en la economía, anclaje de las expectativas de inflación y un traspaso de la depreciación cambiaria acotado con pocas probabilidades de derivar en efectos de segunda ronda. De esta manera se espera que la inflación general cierre el 2016 ligeramente por debajo del 3.0%.

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



Fuente: INEGI, BEA y BBVA Research

Gráfica 2  
**Tipo de cambio (Pesos por dólar)**



Fuente: INEGI y BBVA Research.

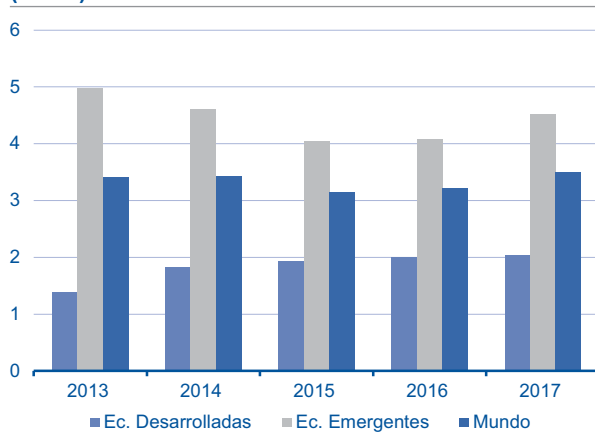
Finalmente, en materia de crecimiento económico se estima el PIB crecerá 2.2% en 2016 y 2.6% en 2017. La previsión para este año es menor a la del trimestre anterior como consecuencia de la debilidad de la actividad manufacturera en los EE.UU.; el reducido impulso del gasto público, ante la serie de recortes anunciados; y el menor dinamismo de indicadores domésticos como el empleo durante el último trimestre de 2015. De manera similar a lo ocurrido el año pasado se espera que el consumo doméstico sea el principal factor de apoyo para el crecimiento, si bien en menor grado de lo que fue en 2015. Esto dado que factores favorables como el incremento de las remesas y del salario real no estarán presentes en igual magnitud durante el 2016. Cabe señalar por último que la caída en los precios del petróleo además de los retos que implica para las finanzas públicas ha incrementado las vulnerabilidades sobre las cuentas externas y será un tema a seguir con detenimiento en los próximos meses.

## 2. Un panorama global de crecimiento anémico y más vulnerable

La intensificación de algunos de los focos de riesgo con impacto global durante el último trimestre de 2015 ha provocado una nueva revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento económico mundial para este año. La transición hacia un patrón de crecimiento más bajo en China, con reformas en la economía y cambios en la definición de objetivos clave como el tipo de cambio, está viniendo acompañada de episodios de fuerte volatilidad financiera y descensos de los precios de las materias primas. Todo ello genera un panorama global mucho menos favorable para las economías exportadoras de materias primas de tamaño relevante, como Rusia o Brasil, pero también para aquellas percibidas como más vulnerables financieramente.

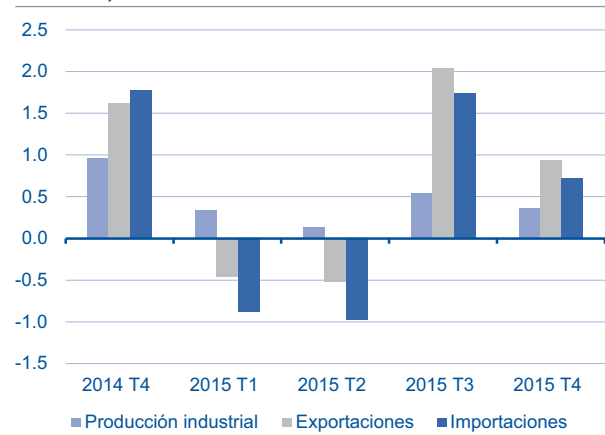
Aun cuando los registros de actividad correspondientes al segundo semestre de 2015 sean consistentes con un avance del PIB mundial a tasas trimestrales del 0.75%, superiores a las observadas durante la primera mitad del ejercicio, los índices adelantados de confianza empresarial y el repunte de las tensiones financieras apuntan a un inicio de 2016 de crecimiento más moderado al previsto hace un trimestre, tal y como recogen nuestras estimaciones para los primeros meses del año.<sup>1</sup> De confirmarse esta tendencia, el PIB mundial crecería apenas un 3.2% en 2016, repitiendo el avance de 2015 y postergando la recuperación a 2017 cuando alcanzaría tasas cercanas al 3.5%. Este reducido crecimiento, que sigue siendo el menor desde 2009, responde al deterioro de la demanda en el bloque de economías emergentes y, en particular, en Latinoamérica, que podría encadenar dos años consecutivos de contracción. La recuperación del bloque de economías desarrolladas continúa siendo frágil y muy condicionada al impacto que, finalmente, tengan la desaceleración del comercio mundial y la inestabilidad financiera sobre la producción industrial, las decisiones de inversión empresarial y el gasto en consumo. Con EE.UU. creciendo a tasas del 2.5% y la Eurozona haciéndolo por debajo del 2%, la tenue mejora de la actividad en el conjunto de economías desarrolladas no será suficiente para compensar el peor comportamiento relativo esperado para las economías emergentes.

Gráfica 2.1  
**PIB mundial (% a/a)**



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfica 2.2  
**Producción industrial y comercio de bienes a nivel mundial, % tasa trimestral**



Fuente: BBVA Research y CPB

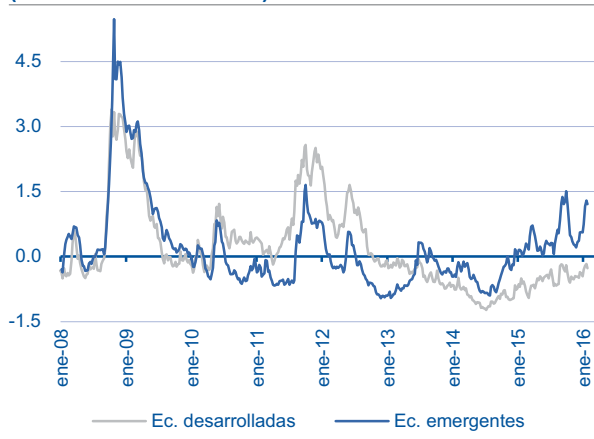
<sup>1</sup> Estimación basada en el indicador de actividad global (GAIN) de BBVA Research. Detalle metodológico en <http://bit.ly/1nl5Rln>

Las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico mundial explican, en buena parte, el comportamiento reciente del precio de las materias primas y los mercados financieros. Los indicadores de actividad siguen concentrando en la industria y el comercio de bienes el mayor grado de deterioro: en el primer caso, la producción mundial crece algo menos de un 2% interanual (la tasa más baja desde 2012), mientras que en lo que respecta a las exportaciones, lastradas por la evolución de EE.UU. y Asia emergente, el avance respecto a los niveles de hace un año es inferior al 1% (ambos registros disponibles hasta octubre de 2015). La actividad en los servicios, que hasta el momento se había visto beneficiada por la recuperación del consumo privado en las principales economías desarrolladas, también está empezando a mostrar signos de menor dinamismo.

Incluso con independencia de la magnitud de la desaceleración que pueda estar experimentando China, el hecho de que las principales economías emergentes se estén viendo afectadas de forma conjunta por la corrección persistente del precio de las materias primas (solo unos pocos países importadores netos de petróleo se podrían beneficiar del abaratamiento de la factura energética) ha contribuido a elevar la aversión al riesgo a escala global. Además, se ha añadido como foco de incertidumbre la evolución del yuan chino, moneda de reserva con cotización más sujeta al mercado desde el verano de 2015 y sobre la que las autoridades no están logrando anclar las perspectivas. En esta situación, las salidas de capital que está sufriendo el bloque emergente desde principios de 2015 alcanzan en tamaño las observadas en 2013 cuando los mercados descontaron una subida de tasas de la Fed que finalmente no se dio. La persistencia de la retirada de flujos y la escasa discriminación entre economías revelan que la naturaleza del episodio actual puede tener consecuencias más severas sobre el acceso al financiamiento y el ritmo de crecimiento de las economías más dependientes del ahorro externo.

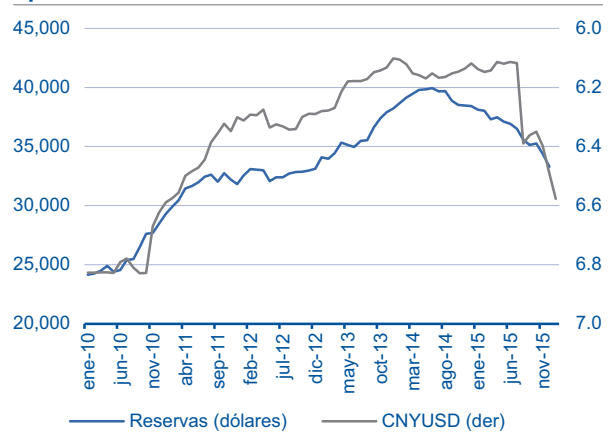
China y los países latinoamericanos son, en agregado, los que están concentrando las mayores salidas de capital y, consecuentemente, en los que más se están deteriorando las condiciones financieras. El índice BBVA de tensiones financieras para el grupo de países emergentes ha repuntado hasta las cotas observadas en el verano de 2015 (primera oleada de la crisis bursátil china), equiparándose con los niveles de estrés de 2011. A diferencia de entonces, la volatilidad permanece contenida en las economías desarrolladas, en un contexto en el que la reasignación de capital hacia activos financieros con un menor perfil de riesgo está intensificando el refugio en bonos soberanos de países como Japón, EE.UU. o Alemania.

Gráfica 2.3  
**Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.4  
**China, reservas en divisa (100 millones dólares) y tipo de cambio**



Fuente: BBVA Research y Haver

La pérdida de valor de las divisas emergentes que, en algunos casos, sitúa su cotización en niveles similares o superiores a los observados durante la crisis de 2008, es una de las señales más representativas del castigo a los mercados financieros emergentes. A las dudas sobre los efectos del ajuste de la economía china sobre los canales de comercio y financiamiento global, se unen la ampliación de los desequilibrios externos, el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y las restricciones a las que se enfrentan las autoridades para gestionar la desaceleración del ciclo económico sin comprometer la estabilidad financiera. En aquellos casos donde las depreciaciones acumuladas por las monedas son más intensas y duraderas, las tasas de inflación están empezando a repuntar y a alejarse de los niveles fijados por sus bancos centrales como objetivos de política monetaria. El cambio de régimen en la cotización del yuan constituye, sin duda, un factor de depreciación adicional para la mayoría de divisas emergentes, en un entorno de menor demanda externa en el que el deterioro adicional de los términos de intercambio puede exacerbar la corrección de la demanda doméstica.

El dilema al que se enfrentan los bancos centrales emergentes se ve reforzado por los riesgos que entraña la acumulación de deuda por parte del sector empresarial durante la última década y, con mayor intensidad, a partir de 2007. La abundancia de liquidez en los mercados de capitales y la reducción de los costos financieros fueron revulsivos para que el sector privado de un buen número de países emergentes optase por el recurso al endeudamiento como vía de financiamiento, en muchos casos denominado en divisa extranjera. Un aumento de los costos financieros (los diferenciales de crédito corporativo se han tensionado de forma significativa en los últimos meses), en un contexto de menores ingresos y caída de la rentabilidad empresarial, puede comprometer el pago del servicio de la deuda y propiciar una reducción acusada de la inversión, elevando el riesgo de crédito y poniendo en peligro la estabilidad del sistema bancario y la solvencia externa del país.

En este sentido, la orientación de política monetaria que adopten los bancos centrales de las economías desarrolladas seguirá siendo determinante. El inicio del proceso de normalización de las tasas de interés por parte de la Fed en diciembre de 2015 no ha provocado un aumento sustancial de la volatilidad financiera gracias al mensaje de gradualidad reiterado por la autoridad monetaria. La mayoría de bancos centrales de Latinoamérica acompañaron la medida con subidas de las tasas de interés de referencia en una cuantía similar o superior a la de la Fed, por ser en sus economías donde el efecto de la depreciación del tipo de cambio sobre los precios al consumo estaba resultando más significativo. En Europa y Asia emergente, la dirección de la política monetaria se caracterizó por la estabilidad de tasas (en consonancia con el refuerzo de los estímulos por parte del BCE) o, incluso, la reducción como en China e India.

La corrección reciente de los registros de inflación en los países desarrollados, en respuesta a la bajada de los precios del petróleo, y la recaída de las expectativas de precios a medio plazo pueden volver a alterar la respuesta de sus bancos centrales; en el caso de la Fed, retrasando el momento en que tenga lugar el siguiente aumento de tasas; en el del BCE y el Banco de Japón, imprimiéndole un carácter todavía más laxo a su estrategia monetaria. Tras la extensión temporal del programa de compras de deuda y el recorte de la tasa de la facilidad marginal de depósito hasta el -0.3% en diciembre, el BCE ha dejado entrever a principios de este año su predisposición a seguir estimulando la recuperación de precios; por su parte, el Banco de Japón ha decidido secundar la penalización al mantenimiento de posiciones de liquidez impuesta por su homólogo europeo llevando las tasas de referencia a terreno negativo. Con una tasa de inflación promedio en las cuatro principales economías del mundo (EE.UU., Eurozona, Japón y China) por debajo del 1% desde mediados de 2014, la política monetaria del bloque desarrollado continuará siendo altamente acomodaticia, incluso más de lo que se pronosticaba a mediados de 2015.

Ahora bien, en la medida en que esta contención de precios se produce en un contexto de crecimiento de la demanda reducido, endeudamiento todavía elevado y tasas de interés de referencia anclados en niveles mínimos, cercanos al 0% en Europa y Japón, el margen de la política monetaria para reactivar el crecimiento y disipar las dudas sobre los efectos del ajuste en emergentes es bajo. Sobre todo, cuando la corrección de la actividad en estos últimos no responde únicamente a factores cíclicos sino también a un deterioro duradero de fuentes de ingresos claves como los procedentes de las exportaciones de materias primas.



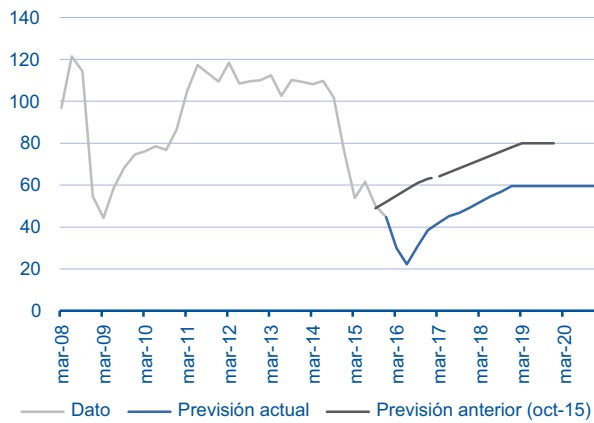
La caída acompañada de las principales materias primas desde mediados de 2014, que fue más intensa en el caso del petróleo, y el ajuste del sector manufacturero chino establecen un nuevo escenario de crecimiento para el bloque emergente en su conjunto. La revisión a la baja de las previsiones de precio del petróleo a medio plazo da cuenta de ello. Frente a los 100 dólares a los que cotizaba el barril de Brent en 2014, nuestros pronósticos establecen en el entorno de 30 dólares el precio esperado para 2016 en promedio, con una recuperación progresiva hacia cotas de 55 dólares en 2018 (cerca de 20 dólares por debajo de la previsión que manejábamos hasta ahora).

La fuerte corrección del precio del petróleo se explica, en parte, por el intenso incremento de los *stocks* (reflejo de un creciente exceso de producción sobre las necesidades inmediatas de la economía), sin precedentes en los últimos años, pero también por la incorporación en las expectativas de los agentes del temor a que este comportamiento de los inventarios se mantenga de forma persistente en el futuro en virtud de un deterioro del crecimiento económico mundial y/o un ajuste lento de la elevada oferta petrolera.

Hasta la primavera de 2015, el exceso de oferta respondió al incremento de la producción de EE.UU., al que se unió, desde finales de 2014, el cambio de política del cártel petrolero, sin recortes de producción ante el descenso de precios. Desde septiembre de 2015, la producción ha empezado a disminuir, sobre todo en EE.UU. y otros países no pertenecientes a la OPEP donde los costos de producción y el mayor apalancamiento empiezan a pasar factura. Pero todavía existe un exceso de oferta equivalente al 1.2% del consumo mundial. A esta mayor resistencia de la oferta a un entorno de precios bajos se ha sumado más recientemente un contexto de inestabilidad financiera y aversión al riesgo sintomático de un deterioro progresivo de las expectativas de demanda. Todo ello ha acelerado la dinámica de corrección de los precios en la parte final de 2015 y principios de 2016. A medio plazo, la dilución progresiva del exceso de oferta debería propiciar un aumento gradual de precios, menos intenso que el pronosticado bajo un escenario en el que la economía mundial recupera tasas de crecimiento algo más vigorosas que las actuales.

Gráfica 2.5

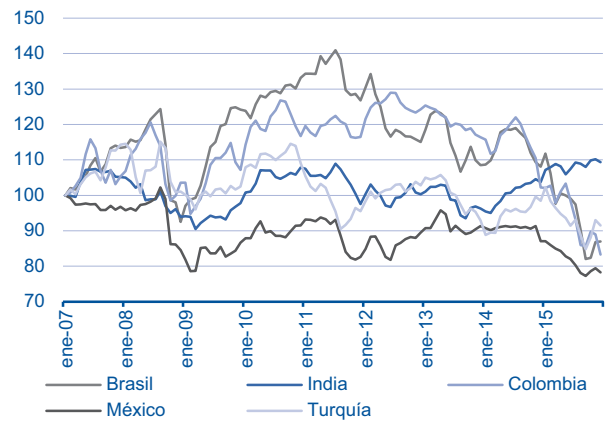
**Precio del petróleo (dólares por barril de Brent)**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 2.6

**Tipo de cambio efectivo real (base 100 = enero 2007). Aumentos equivalen a apreciaciones**



Fuente: BBVA Research y BIS

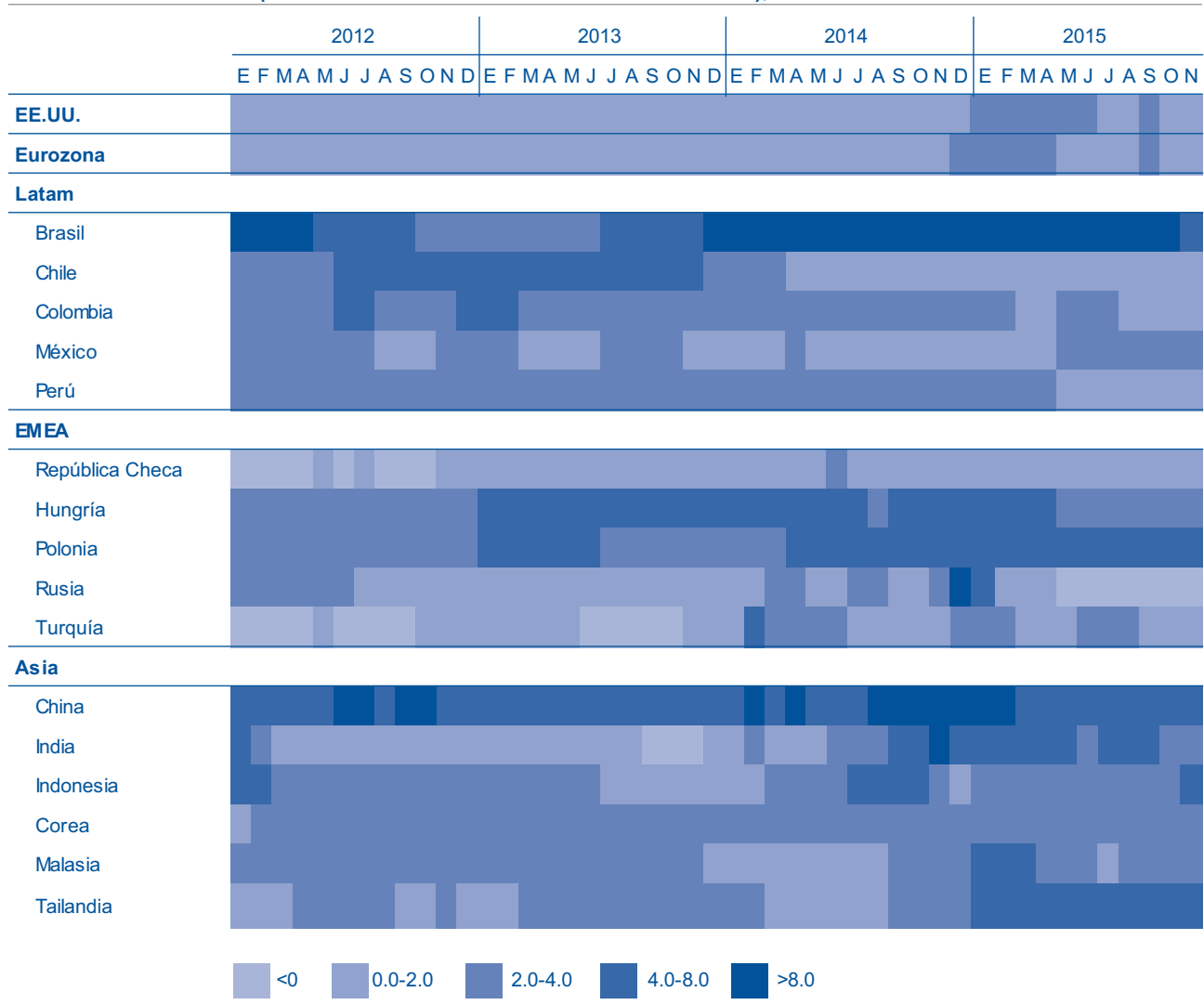
Con todo, la economía mundial se enfrenta a un 2016 de crecimiento reducido, 3.2%, similar al de 2015 y con un balance de riesgos sesgado a la baja y concentrado en el bloque emergente. La evolución de la economía china, tanto en lo que respecta al grado de desaceleración de la actividad como a la gestión que hagan las autoridades de los desequilibrios financieros existentes, seguirá condicionando la dinámica de los flujos de financiamiento y del precio de las materias primas (más allá del petróleo). La posición de endeudamiento



empresarial de aquellos países emergentes más vulnerables al contexto descrito constituye un foco adicional de inestabilidad, en un entorno de menores beneficios y costos de financiamiento al alza (mayores primas de riesgo). Junto a lo anterior, las tensiones geopolíticas en algunas geografías y el riesgo de un escenario de bajo crecimiento y baja inflación en las principales economías desarrolladas completan el panorama esperado para la economía mundial en 2016.

Gráfica 2.7

**Tasas de interés reales (tasas de interés de referencia menos inflación), %**



Fuente: BBVA Research y Haver

## EE.UU.: crecimiento moderado y dependiente del consumo. La debilidad de la inversión, la baja inflación y el aumento de la volatilidad financiera global limitan las subidas de tasas de la Fed

Durante el último semestre de 2015, la economía estadounidense ha estabilizado su crecimiento en tasas del orden del 2.5% anual, en línea con los pronósticos de hace tres meses. Sin embargo, la desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre, junto con las señales adelantadas que ofrecen los indicadores de confianza empresarial, eleva la probabilidad de que el crecimiento en 2016 pudiera ser menor. Por el momento, nuestro escenario base mantiene un crecimiento estimado del 2.5% para este año y el próximo. Aun cuando el consumo privado mantenga el dinamismo exhibido en los dos años precedentes, convirtiéndose en el principal soporte del crecimiento, la debilidad de la inversión en capital fijo y el práctico estancamiento de las exportaciones limitarán el margen de mejora de la demanda agregada.

El aumento sostenido de la ocupación, a un ritmo promedio de 240.000 empleos al mes, en un contexto de precios reducidos continuará facilitando el incremento de la renta disponible de los hogares y el avance del consumo privado, que podría estabilizarse en tasas anuales del 2%. El efecto positivo que cabría esperar del abaratamiento de los productos energéticos sobre las decisiones de gasto puede verse compensado por la posible pérdida de confianza de los hogares asociada al clima de incertidumbre económica y política, tanto a nivel doméstico como internacional, y la reducción de su riqueza financiera tras la corrección reciente de los mercados bursátiles.

El impacto del ajuste en inversión del sector energético, con motivo de la caída de los precios del petróleo, y la recuperación gradual de la actividad residencial están detrás del escaso incremento esperado para la inversión en capital fijo. Además, no es descartable que el menor dinamismo de la producción energética y el deterioro de rentabilidad que ya han empezado a sufrir las empresas del sector repercutan con mayor severidad de lo esperado en el empleo manufacturero. Ello, unido a la debilidad de las exportaciones de bienes, en respuesta tanto a la desaceleración del comercio internacional como, sobre todo, a la apreciación acumulada por el dólar<sup>2</sup> (en 2015, se ha apreciado un 10% en términos de tipo de cambio efectivo real), explican la recaída de los índices de sentimiento empresarial en la industria (en zona compatible con una contracción de la actividad a finales de 2015) y la estabilización del crecimiento económico en tasas reducidas e inferiores a las observadas en otros episodios expansivos. La desaceleración prevista para el crédito bancario, en particular en el segmento empresarial, está en consonancia con el avance moderado descrito para la demanda doméstica.

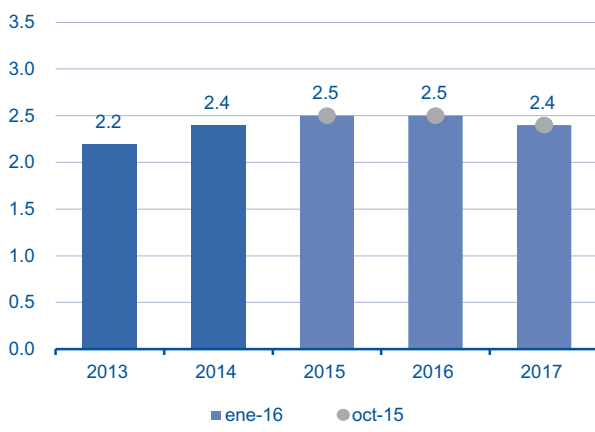
Sin presiones alcistas sobre la inflación subyacente procedentes de una reactivación sustancial del gasto privado, la corrección de los precios del petróleo vuelve a alejar la inflación general del 2% fijado como objetivo de política monetaria por la Fed. Nuestras previsiones sitúan la inflación general de 2016 en 1.3% (frente a 0.1% de 2015), cinco décimas por debajo de la estimación del trimestre anterior. La ausencia de presiones inflacionistas, acentuada por los menores precios de las materias primas (la caída de los precios de importación alcanzó el 10% interanual en los últimos meses de 2015) y la apreciación del dólar, continuará definiendo la función de reacción de la Fed, en un entorno en el que la elevada incertidumbre sobre la fortaleza del ciclo económico global y la respuesta de otros bancos centrales desarrollados manteniendo o reforzando los estímulos monetarios también ejercerán influencia.

Por ello, la Fed sigue reiterando que la senda de subidas de tasas de interés iniciada en diciembre de 2015 será gradual y condicionada al seguimiento continuo de la dinámica de gasto doméstico e inflación. Las últimas previsiones del FOMC recogen cuatro subidas de tasas para 2016, lo que situaría el nivel de los *fed funds* a cierre de año en 1.5%, mientras que el consenso de mercado (incluido BBVA Research) espera como máximo dos aumentos de tasas de interés; una divergencia que se ha visto reforzada recientemente por el

<sup>2</sup> Ante una apreciación del dólar en un 5%, el crecimiento del PIB real de EE.UU. puede reducirse en 0,6 puntos porcentuales en el año en el que se produce y casi 0,4 puntos en el año siguiente según estimaciones de BBVA Research.

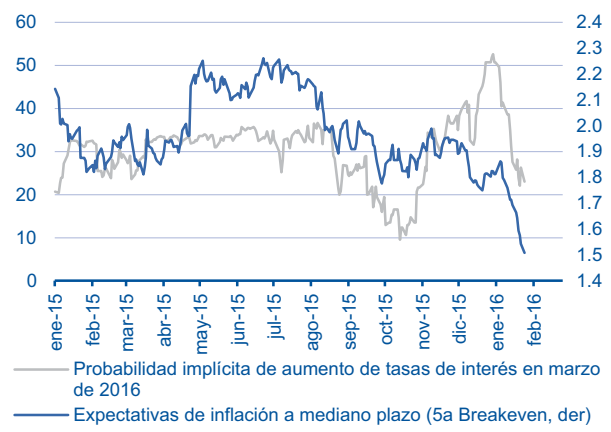
descenso de las expectativas de inflación, el aumento de la volatilidad en los mercados financieros (“efecto refugio”) y el ajuste a la baja del PIB estadounidense en el cuarto trimestre. De hecho, la probabilidad descontada por los mercados de que la próxima subida tenga lugar antes de septiembre ha caído de forma sustancial, reduciendo, a su vez, la rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo (la tasa de interés a 10 años podría oscilar entorno al 2% hasta finales de 2016). El contexto financiero de aversión al riesgo puede seguir prevaleciendo sobre los diferenciales de tasas de interés entre las principales áreas económicas a la hora de explicar la fortaleza del dólar a medio plazo.

Gráfica 2.8  
EE.UU., crecimiento económico (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.9  
EE.UU., expectativas de inflación y probabilidad de subida de tasas de interés en marzo de 2016 (%)



Fuente: BBVA Research y Haver

## China: eliminar la inestabilidad financiera y acotar el impacto del ajuste industrial sobre la demanda agregada, principales retos a corto plazo

Las dudas sobre la capacidad de China para gestionar con éxito la transición hacia un patrón de crecimiento económico más moderado y equilibrado han vuelto a acrecentarse en el último trimestre de 2015 tras un nuevo episodio de inestabilidad financiera que tuvo su origen, como el pasado mes de agosto, en los mercados bursátil y de divisas. Las medidas adoptadas por las autoridades para frenar la volatilidad de las cotizaciones, suspendiendo la negociación en días de caídas abruptas (“circuit breaker”) y limitando las ventas por parte de inversores con una participación relevante, contribuyeron a exacerbar las tensiones financieras. El movimiento de depreciación gradual pero persistente del yuan (frente al dólar, ha pasado de cotizar en 6,35 en septiembre a superar el 6.55 a finales de año), acompañado de cotizaciones divergentes en el mercado *onshore* y *offshore* (mayor depreciación en este último), también jugó un papel clave en el contagio al resto de mercados financieros, siendo mayor el castigo en los mercados emergentes más líquidos.

La magnitud de las salidas de capital registradas en el último año pone de manifiesto las presiones de depreciación sobre el yuan, solo contenidas con la venta de reservas en divisa extranjera por parte del banco central (el volumen total de reservas se ha reducido en casi 520.000 millones de dólares en 2015, en torno a un 10% del total). Las salidas de capital, además de restringir la liquidez en yuanes en los mercados domésticos, dificultan la gestión de la política monetaria: recortes adicionales de las tasas de interés de referencia pueden elevar los incentivos de los agentes residentes a mantener posiciones en divisa en el extranjero. De hecho, y según estimaciones de BBVA Research, la caída del valor de las reservas en el último año vendría explicada en un 55% por el proceso de diversificación que está acometiendo el sector privado en sus carteras de activos financieros (aumento de la participación de activos en dólares) y la decisión de las empresas exportadoras de

no repatriar sus ingresos a China. Solo un 25% de la caída se debería a la pérdida de valor de las reservas denominadas en divisas distintas al dólar (“efecto valoración”) y casi un 15% al repago de deuda (menores pasivos frente al exterior). En este contexto, el banco central está optando por medidas de estímulo monetario más flexibles que el recorte de tasas de interés como son el suministro directo de liquidez a la banca.

Aun cuando el mantenimiento de la estabilidad financiera sea clave para evitar que se repitan episodios de aversión al riesgo como el reciente (una depreciación abrupta del yuan propiciaría una corrección intensa del resto de divisas emergentes y un repunte significativo de las primas de riesgo soberano y corporativo desde los niveles actuales), la dinámica de crecimiento que muestra China a corto y medio plazo sigue siendo determinante para el ciclo económico mundial. Un deterioro de los registros de actividad que incremente la probabilidad de asistir a un escenario de desaceleración acusada del PIB chino podría intensificar la retirada de flujos de capital, la caída del precio de las materias primas y el ajuste de la demanda que ya está sufriendo el grueso de economías emergentes.

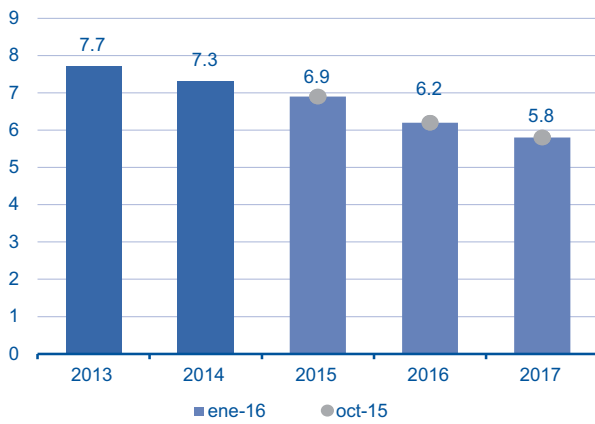
Las cifras oficiales de Contabilidad Nacional siguen dando continuidad a la senda de moderación gradual del crecimiento iniciada en 2011. En el cuarto trimestre de 2015, el PIB habría crecido un 6.9% anual, sustentado en el avance del consumo privado (los incentivos fiscales podrían explicar, en parte, la reactivación del gasto en bienes duraderos y servicios). La debilidad de la inversión en capital fijo y la corrección de las exportaciones tienen su reflejo en la ralentización de la actividad industrial (la producción crece al menor ritmo de los últimos años, a tasas interanuales del 5%, y los índices de confianza empresarial encadenan varios meses en zona de contracción) y en la caída persistente del flujo de importaciones. Es por este motivo que el superávit de la balanza por cuenta corriente ha seguido ampliándose en la segunda mitad de 2015.

La velocidad a la que tenga lugar el proceso de reequilibrio desde un patrón de crecimiento basado en la industria y la inversión a uno más sesgado al consumo y los servicios es uno de los principales interrogantes que definirá el escenario económico de China. El aumento de la participación de los servicios en el PIB nominal (su peso ha pasado del 42% en 2006 al 48% en 2015) puede ser considerado la evidencia más contundente de dicho proceso. Sin embargo, la evolución de los precios y la estructura sectorial del empleo revelan que, aunque esté en marcha, todavía se trata de un proceso sesgado más hacia el ajuste relativo de precios que a una muy incipiente reasignación de empleo.

En concreto, mientras que los precios industriales acumulan caídas interanuales desde 2012 (-6% a finales de 2015), los precios al consumo, aunque moderándose, crecen a tasas del 1.5%. Por su parte, la estructura de empleo por ramas de actividad pone de manifiesto que entre 2010 y 2014 el sector manufacturero ha mantenido su participación en el total, y que la caída en empleo agrario se ha visto más que compensada por el aumento de empleo en la construcción. En el caso de los servicios, la evolución es divergente: el ligero aumento del peso relativo del comercio y la restauración contrasta con la pérdida de importancia de otros servicios como el transporte y, sobre todo, la educación.

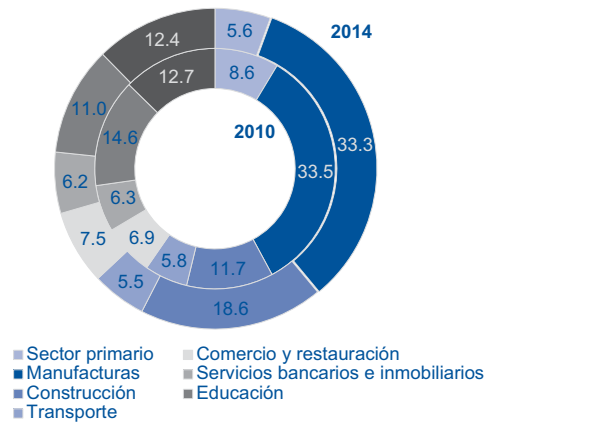
Con todo, nuestro escenario base mantiene el crecimiento del PIB para 2016 en el 6.2% y en el 5.8% para 2017, y sitúa la inflación en el 1.7% y el 2.5% respectivamente. No son descartables medidas adicionales de estímulo monetario durante 2016 en forma de rebaja de las tasas de interés de referencia (en concreto, hasta el 3.85% desde el 4.35% de cierre de 2015), aunque éstas estarán condicionadas al impacto que puedan tener sobre los flujos de capital. El yuan podría seguir depreciándose hasta alcanzar cotas de 7.10 frente al dólar el próximo año, aunque la incertidumbre sobre las perspectivas del tipo de cambio es muy elevada, una de las causas de la volatilidad financiera y de la caída de los precios de los activos a nivel global. Finalmente, este escenario de aterrizaje suave, siendo el más probable, presenta una probabilidad relevante de derivar en uno de mayor riesgo dadas las dudas sobre el ritmo del rebalanceo de la economía y el margen de maniobra de las autoridades para gestionarlo sin sobresaltos.

Gráfica 2.10  
**China, crecimiento económico (% a/a)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.11  
**China, estructura del empleo por ramas de actividad (% sobre el total)**



Fuente: BBVA Research y Haver

## Eurozona: sin cambios en el crecimiento esperado y fuerte revisión a la baja de las previsiones de inflación. El BCE, dispuesto a reforzar los estímulos monetarios

Sin cambios en los pronósticos de crecimiento económico pero intensa revisión a la baja de las previsiones de inflación para 2016-17. El PIB de la eurozona ha replicado el comportamiento esperado hace tres meses, estabilizándose en tasas de crecimiento del 0.3-0.4% trimestral, que dan como resultado un avance esperado para el conjunto de 2015 del 1.5%. Si se mantiene la dinámica de recuperación reciente, la eurozona podría crecer este año un 1.8% y un 2.0% en 2017, los mismos registros que se anticipaban el trimestre anterior. El efecto positivo que la corrección de los precios energéticos, el tono más expansivo de la política fiscal y el mantenimiento de condiciones monetarias laxas tendrían sobre la demanda doméstica y, en concreto, sobre el consumo privado, sería parcialmente compensado por el impacto negativo de la desaceleración del comercio internacional sobre las exportaciones de bienes y del aumento de la inestabilidad financiera y política sobre las decisiones de inversión.

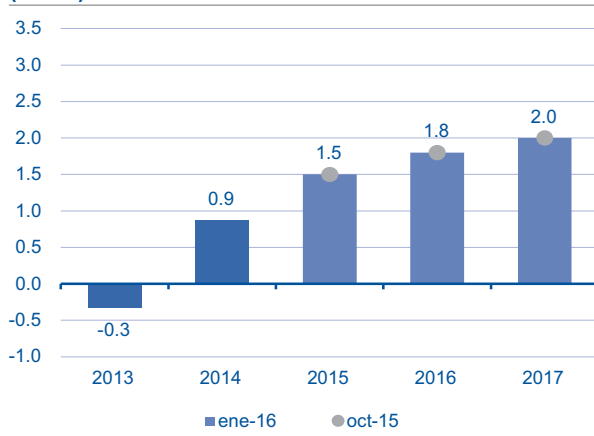
De hecho, la composición del PIB correspondiente al tercer trimestre de 2015 y la prevista para el cuarto sitúa al consumo, tanto público como privado, como la partida más dinámica gracias a la recuperación del empleo y la caída de precios por el abaratamiento del petróleo, en un contexto en el que la confianza de los hogares ha logrado mantenerse elevada. Las sorpresas negativas proceden, fundamentalmente, de la inversión pese a la mejor percepción de los empresarios sobre la situación económica, el aumento de las nuevas operaciones de crédito bancario y las reducidas tasas de interés.

Las dudas sobre la fortaleza de la demanda externa (el comercio de bienes de la eurozona está acusando tanto la caída de las ventas al bloque de países emergentes como la desaceleración de las realizadas al de países desarrollados) y el clima de incertidumbre política que impera en algunos países (formación de un nuevo Gobierno en España, elecciones en Alemania y Francia en 2017, estabilidad de los Gobiernos vigentes en Grecia y Portugal) podrían estar lastrando el crecimiento de la inversión. Además, el retraso en el cumplimiento con los objetivos de déficit público y la implementación de reformas estructurales clave para relanzar la actividad a medio plazo son factores que también pueden estar dificultando la toma de decisiones de inversión en capital fijo.

En este contexto de inestabilidad política, acrecentada por la ausencia de avances en el proceso de integración económica y fiscal a nivel europeo, el riesgo asociado a un potencial abandono de Reino Unido de la UE y las fisuras provocadas por la gestión de la crisis de los refugiados, el rol del BCE continuará siendo determinante para evitar un deterioro acusado de las condiciones de financiamiento. En diciembre de 2015, ante el empeoramiento del contexto económico global y la corrección del precio de las materias primas, el banco central decidió reforzar sus medidas de estímulo con una nueva rebaja de la tasa de interés de la facilidad marginal de depósitos, hasta el -0.3%, y la extensión del programa de compras de deuda hasta, al menos, marzo de 2017. La estabilidad de la cotización del euro frente al dólar en el rango 1.08-1.10 en los dos últimos meses y, sobre todo, la recaída de las tasas de inflación que trae aparejada la revisión a la baja del precio del petróleo previsto para 2016 han llevado al BCE, en el Consejo de Gobierno de enero, a abrir la puerta a una nueva ronda de estímulos, que podría producirse incluso en marzo. Y es que si el precio del barril de Brent se sitúa, en media, en 30 dólares en 2016, la inflación general de la eurozona sería apenas de dos décimas, lo que supone una reducción de nueve décimas respecto al pronóstico de hace tres meses. La recuperación gradual de los precios energéticos en 2017 también reduce la inflación esperada para el próximo año, manteniéndose en cotas promedio del 1.4% y, por tanto, alejada del objetivo de estabilidad de precios del BCE. Todo ello sin asumir efectos de segunda ronda significativos sobre la inflación subyacente procedentes del abaratamiento de la energía.

Gráfica 2.12

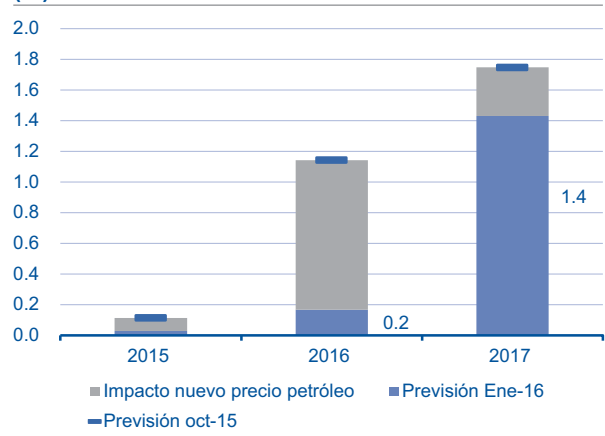
**Eurozona, crecimiento económico (% a/a)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.13

**Eurozona, inflación general (%)**



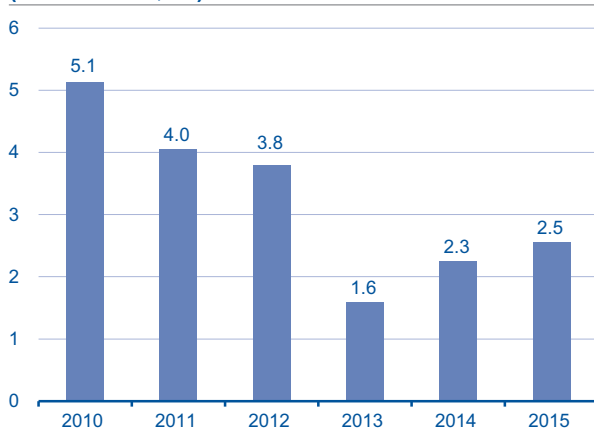
Fuente: BBVA Research

### 3. Crecimiento de la actividad económica en México similar al del 2015

#### 3.1 El consumo se mantendrá como el principal apoyo de la actividad económica ante el menor dinamismo del sector externo

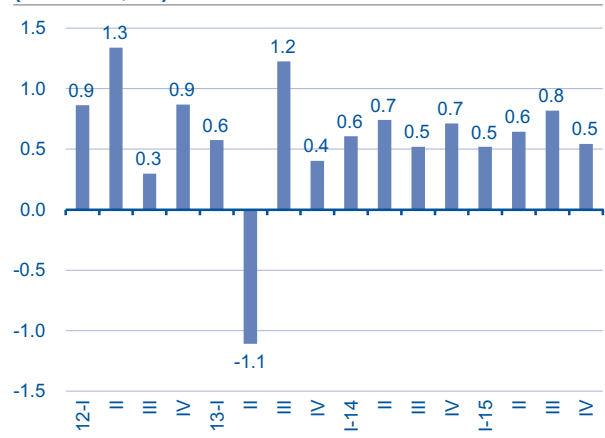
En 2015 la tasa de crecimiento anual del PIB fue de 2.5%. Esta tasa fue mayor que la de 2013 (1.6%) y la de 2014 (2.3%). Desde el punto de vista de la tasa de crecimiento trimestral del PIB, se tiene que a lo largo de los tres primeros trimestres de 2015 el ritmo de crecimiento de la actividad económica fue en ascenso (I-T15, 0.5%; II-T15, 0.6%; III-T-15, 0.8%) mientras que se redujo en el último trimestre del año (IV-T15, 0.5%).

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



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

Gráfica 3.2  
**Producto Interno Bruto**  
(Var. % t/t, ae)



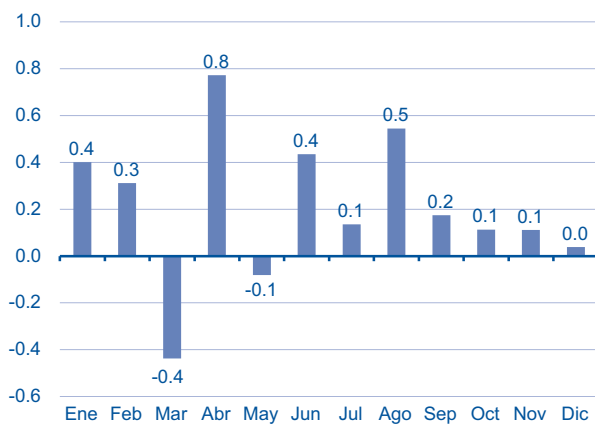
Fuente: BBVA Research con información del INEGI.  
ae= ajustado por estacionalidad; t/t = tasa de crecimiento trimestral

El comportamiento del crecimiento trimestral del PIB del último trimestre de 2015 señala que es posible que el dinamismo de la actividad económica del primer trimestre de 2016 sea moderado. Este punto se sustenta en que, si se considera la evolución mensual de la serie ajustada por estacionalidad del Indicador Global de Actividad Económica (IGAE), a lo largo de la segunda mitad de 2015, se tiene que desde septiembre ha estado creciendo a tasas menores. De preservarse esta tendencia en el corto plazo, se tendría entonces un menor dinamismo de la actividad económica en el primer trimestre de 2016.

Por otra parte, los dos principales componentes del IGAE son el indicador de las actividades económicas secundarias (sector industrial) e IGAE de las actividades terciarias (sector servicios). A lo largo de 2015 el sector que más contribuyó al crecimiento del IGAE total fue el terciario. Es más, la tasa de crecimiento mensual promedio de este sector a lo largo de 2015 fue de 0.3% en tanto que la tasa de crecimiento mensual promedio del sector industrial fue 0.0%. Por lo que respecta a la tasa de crecimiento mensual promedio de las actividades primarias (sector agropecuario), ésta fue 0.5%, y si bien puede considerarse alta, el efecto de esta tasa sobre el crecimiento del IGAE total es limitado debido a que la participación del sector agropecuario dentro del IGAE total está en torno al 6%.

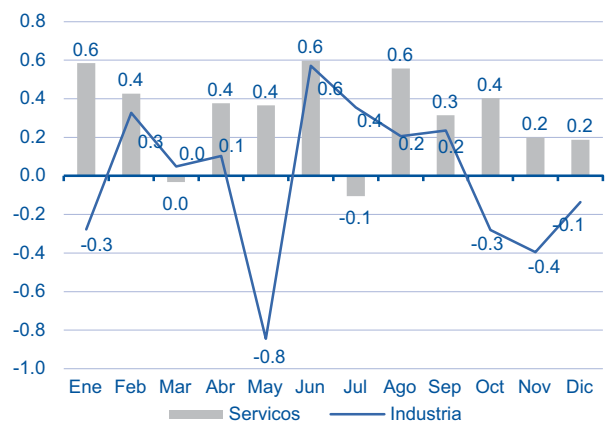


Gráfica 3.3  
**Indicador Global de Actividad Económica (IGAE)**  
(Var. % m/m, ae)



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

Gráfica 3.4  
**IGAE Sectores Industrial y de Servicios**  
(Var. % m/m, ae)

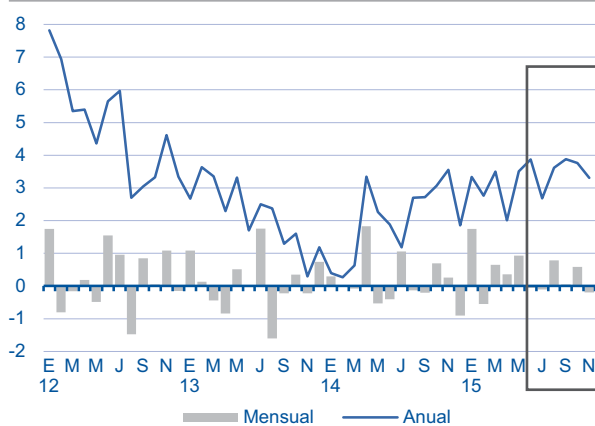


Fuente: BBVA Research con información del INEGI.  
ae= ajustado por estacionalidad; m/m = tasa de crecimiento mensual

### 3.1.1 Indicadores de la demanda interna: consumo privado e inversión fija bruta

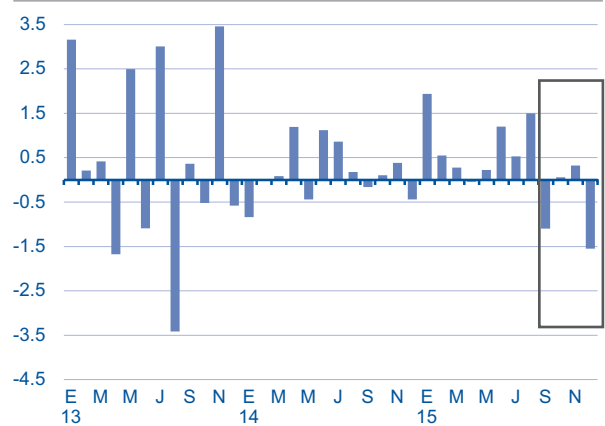
El comportamiento de algunos indicadores de la demanda de bienes y servicios de los últimos meses de 2015 ilustran el menor dinamismo que registró el crecimiento trimestral del PIB en el IV-T15. Por ejemplo, si bien el indicador del consumo privado registró tasas de crecimiento anuales por arriba del 3.0% en la segunda mitad de 2015, las tasas de crecimiento mensuales que reportó en ese lapso fueron tanto positivas como negativas. Es más, la tasa de crecimiento mensual promedio del consumo privado de enero a junio de 2015 fue de 0.5% y para los meses de julio a noviembre la tasa de crecimiento mensual promedio fue de solo 0.2%.

Gráfica 3.5  
**Índice del consumo privado**  
(Var. % mensual y anual, ae)



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

Gráfica 3.6  
**Índice de ventas al menudeo**  
(Var% mensual, ae)

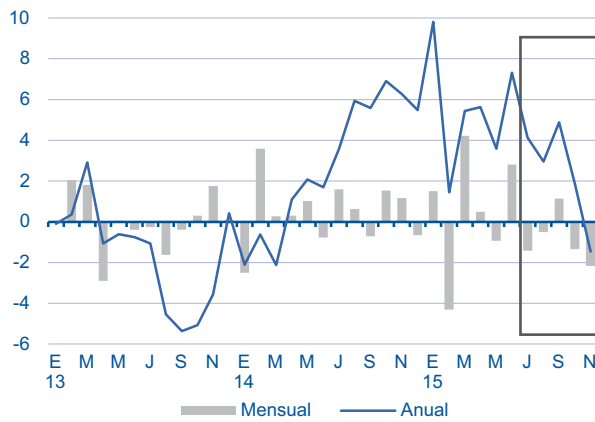


Fuente: BBVA Research con información del INEGI.  
ae = ajustado por estacionalidad

Un indicador que también señala que el desempeño del consumo fue mejor en la primera mitad de 2015 es el índice de ventas al menudeo. Este índice cubre el año completo y señala que la tasa de crecimiento mensual promedio de este índice en el primer semestre del año fue de 0.7% y en el segundo semestre bajó de manera contundente a 0.0%. Es decir, de sostenerse la tendencia del menor dinamismo del consumo al inicio de 2016 se tendrá que el PIB del primer trimestre de 2016 podría crecer a menores tasas de lo que lo ha hecho recientemente.

Otro indicador que señala que la actividad económica perdió dinamismo en la segunda mitad de 2015 es la tasa de crecimiento mensual de la formación bruta de capital fijo. La persistencia de tasas de crecimiento mensuales tanto reducidas como negativas hizo que la inversión fija bruta de noviembre reportara una tasa de crecimiento anual negativa, la cual fue de -1.5%. En este caso la persistencia de un crecimiento reducido o negativo de corto plazo ya afectó la tasa de crecimiento anual, y esta situación persistirá en tanto que el crecimiento de corto plazo se siga dando con tasas mensuales negativas.

Gráfica 3.7  
**Índice de la formación bruta de capital fijo**  
(Var. % mensual y anual, ae)



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

Gráfica 3.8  
**Exportaciones manufactureras no automotrices**  
(Var.% mensual, ae)



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

Otro indicador relevante sobre la situación del entorno macroeconómico del país es la tasa de crecimiento mensual de las exportaciones de manufacturas no automotrices. Este tipo de exportaciones representa el 60% de las exportaciones totales de mercancías. En el transcurso de 2015 estas ventas al exterior no registraron un dinamismo importante. Es más, la tasa de crecimiento mensual promedio que registraron de julio a diciembre fue de de 0.2%, además de que en noviembre y diciembre de ese año las tasas de crecimiento mensuales fueron negativas.

En resumen se puede decir que un grupo importante de indicadores de la actividad económica como son el consumo privado, la inversión fija bruta e inclusive el sector exportador del país hacen referencia a la existencia de un menor dinamismo de la actividad económica en el corto plazo. Si esta situación persiste, entonces se tendrá que en el primer trimestre de 2016 la actividad económica será moderada. Esto a su vez podría disminuir la tasa de crecimiento del PIB para 2016 sea de 2.2%.

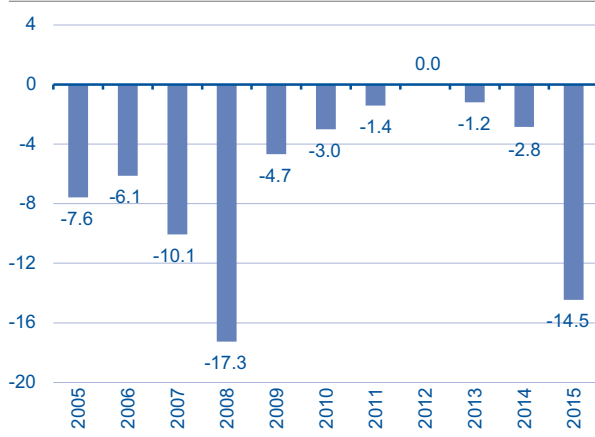
### 3.1.2 Sector Externo: deterioro del saldo de la balanza comercial

En 2015 el saldo de la balanza comercial del país fue deficitario en 14.3 mil millones de dólares (mmd). Esta cifra contrasta de manera importante con el déficit de montos moderados que se registró principalmente de 2009 a 2014 (gráfica 3.9). La causa más importante del deterioro fue la reducción del precio de exportación de

petróleo crudo que el país realiza. Por ejemplo, en 2014 el precio promedio del barril de exportación fue de 84 dólares en tanto que para 2015 bajó a la mitad para ubicarse en 43 dólares, pues la plataforma de exportación diaria de crudo prácticamente no se modificó entre esos años.

Gráfica 3.9

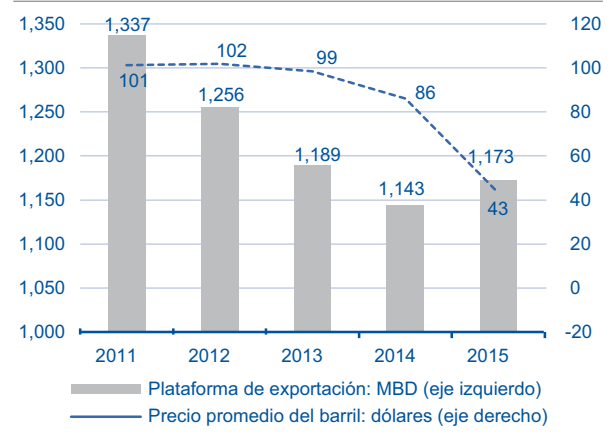
**Saldo balanza comercial**  
(Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.10

**Exportaciones de petróleo crudo**  
(Miles de barriles exportados y precio anual promedio exportación en dólares)

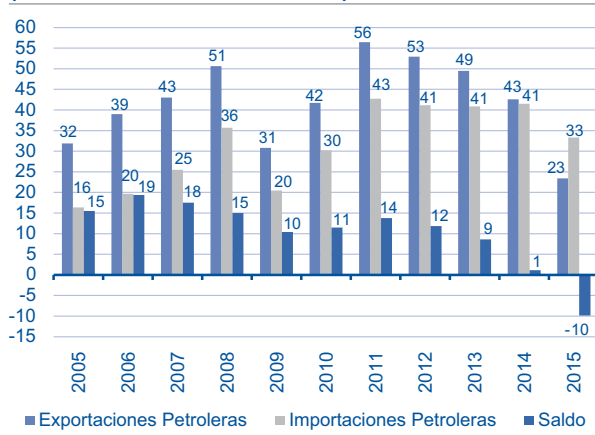


Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

La importancia de la reducción de las exportaciones de petróleo crudo dentro de la balanza comercial se ilustra si se tiene en cuenta que desde la mitad de la década pasada las importaciones de productos petrolíferos del país han aumentado significativamente. En 2005 estas importaciones ascendieron 16 mmd y para 2015 aumentaron a 33 mmd. En ese periodo el valor de las exportaciones petroleras del país, que en su gran mayoría son de petróleo crudo, pasaron de 32 mmd a 23 mmd. De esta forma, en 2014 se registró un saldo superavitario de la balanza petrolera del país en tanto que en 2015 éste fue deficitario en 10 mmd. En suma, el debilitamiento de la balanza petrolera, caracterizado por importaciones crecientes de productos petrolíferos junto con reducciones drásticas del precio de exportación del petróleo crudo, hicieron que en 2015 se registrara un importante déficit de la balanza petrolera del país, que en ese año ascendió a 10 mmd.

Gráfica 3.11

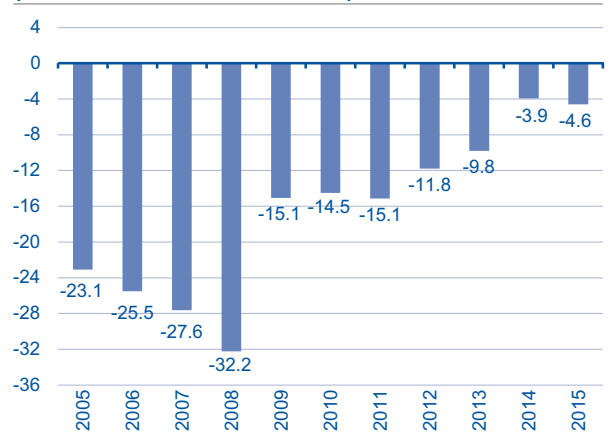
**Balanza petrolera del país: exportaciones petroleras – importaciones petroleras**  
(Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.12

**Balanza no petrolera del país**  
(Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

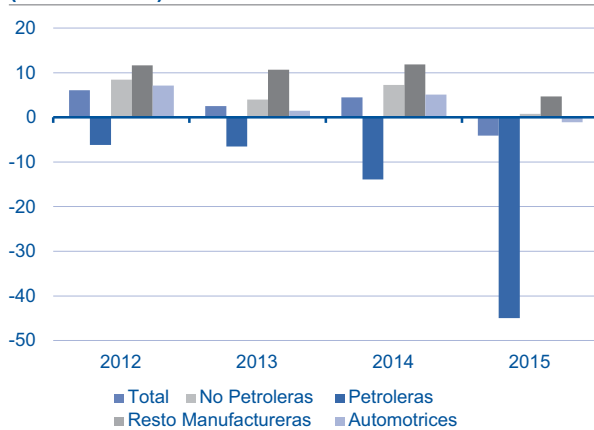
Por lo que respecta a la balanza comercial de mercancías no petroleras se tiene que una vez que pasó la crisis económica de 2008-2009, el saldo deficitario de esta cuenta se ha moderado de manera importante. Es más, el saldo superavitario que se dio de la balanza petrolera hasta 2014 permitió mitigar el efecto del saldo deficitario de la balanza no petrolera. Sin embargo, en 2015 ya se presentó una importante posición deficitaria de la balanza petrolera por 10 mmd, cifra que en conjunto con el déficit de 4.6 mmd de la balanza no petrolera hicieron que el déficit total de la balanza comercial del país en ese año ascendiera a 14.5 mmd.

### 3.1.2.1 Exportaciones de mercancías por tipo de bien: su bajo ritmo de crecimiento las limita como factor de impulso de la actividad económica

En 2015 la tasa de crecimiento anual de las exportaciones totales de mercancías fue negativa y de 4.1%. Esta tasa contrasta con el crecimiento de 4.5% que las exportaciones registraron el año anterior. Cabe mencionar que en 2014 las exportaciones manufactureras crecieron 7.3% y en 2015 su ritmo de crecimiento bajó a 0.8%. El tema de las exportaciones manufactureras es muy importante para entender el comportamiento de las exportaciones totales, pues en 2015 estas representaron el 89% de las exportaciones totales (30% de exportaciones automotrices y 59% del resto de exportaciones manufactureras).

Gráfica 3.13

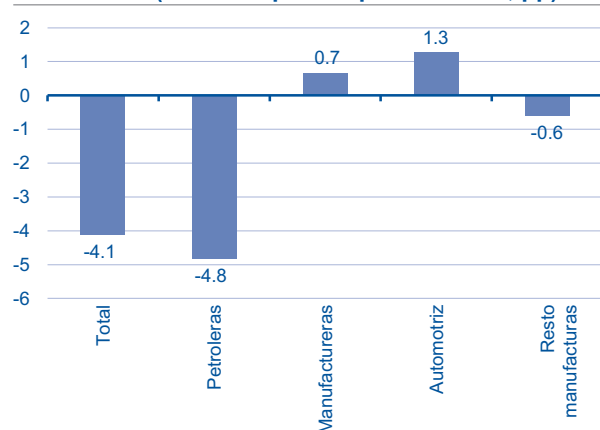
#### Exportaciones por tipo de bien en 2015 (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.14

#### Exportaciones totales en 2015 aportación al crecimiento (Cifras en puntos porcentuales, pp)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI. Manufactureras incluye automotrices y no automotrices.

Ahora bien, la comparación anterior no mejora en estos años si se consideran exportaciones de automóviles o si se analiza el resto de exportaciones manufactureras. En el caso de las exportaciones automotrices se tiene una disminución de la tasa de crecimiento de 11.9% en 2014 a 4.7% en 2015. En el caso del resto de las exportaciones de manufacturas es todavía más relevante para entender el comportamiento de la balanza comercial no petrolera. Esto se aprecia si se tiene en mente que en 2014 el crecimiento de este tipo de exportaciones fue positivo (5.1%), el cual contrasta con el crecimiento negativo de 2015 (-1.1%). Es más, de persistir un entorno en el cual las exportaciones manufactureras no automotrices no crecen, entonces se estará eliminado uno de los motores importantes del crecimiento económico del PIB.

Cabe mencionar que la aportación al crecimiento de las exportaciones de manufacturas (0.7 puntos porcentuales (pp) de los -4.1 pp en que las exportaciones totales decrecieron) no fue suficiente para contrarrestar el efecto adverso de la disminución de las exportaciones petroleras. Estas cifras indican que las exportaciones totales de mercancías crecerán una vez que las exportaciones de manufacturas lo hagan en magnitud suficiente para contrarrestar el efecto de la caída de las exportaciones petroleras. Además, en la medida en que

el sector externo del país siga presentando tasas reducidas de crecimiento de la demanda de exportaciones manufactureras no automotrices, entonces se tendrá que no se cuenta con un factor que impulse la expansión de la actividad económica.

### 3.1.2.2 Importaciones de mercancías por tipo de bien: su bajo ritmo de crecimiento las limita como factor de impulso de la actividad económica

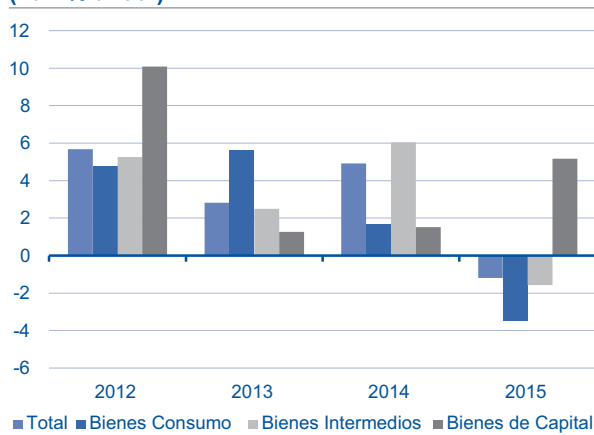
La tasa de crecimiento anual de las importaciones totales de mercancías en 2015 también fue negativa (-1.2%). La importancia relativa de los componentes de importaciones totales de mercancías son los siguientes: importaciones de bienes de consumo, 14% del total (4% importaciones de productos petroleros y 10.6% de productos no petroleros); bienes de consumo intermedio, 75.5% del total (6.4% importaciones de productos petroleros y 69.1% de otro tipo de productos), y bienes de capital, 9.9%. Cabe mencionar que en 2015 los componentes de importaciones de bienes de consumo y de bienes intermedios registraron tasas de crecimiento negativas de -3.5% y de -1.6%, respectivamente.

Las importaciones de capital crecieron 5.2%. Es posible que el nivel del tipo de cambio haya afectado a las importaciones de bienes de consumo y de bienes intermedios, y que las importaciones de bienes de capital hayan estado asociadas a proyectos de inversión particulares que requieran del complemento de la inversión en maquinaria y equipo de origen importado. Además, el comportamiento positivo de las importaciones de bienes de capital hizo que este tipo de compras al exterior tuviera una aportación positiva al crecimiento de las importaciones totales, la cual no fue suficiente para contrarrestar las aportaciones negativas al crecimiento de las importaciones totales que tuvieron las compras al exterior de bienes de consumo y de bienes intermedios.

Como se comentó, tanto las exportaciones como las importaciones totales de mercancías de 2015 registraron tasas de crecimiento negativas. Cabe mencionar que la mayor contracción de las exportaciones (-4.2%) que de las importaciones (-1.2%) fue un factor que permitió que el saldo deficitario de la balanza comercial del país aumentara de 2014 a 2015 al pasar de 2.8 mmd a 14.6 mmd. La corrección de este déficit requiere que las exportaciones crezcan a mayores tasas que las importaciones, pues de otra forma persistirá la debilidad que el sector externo del país.

Gráfica 3.15

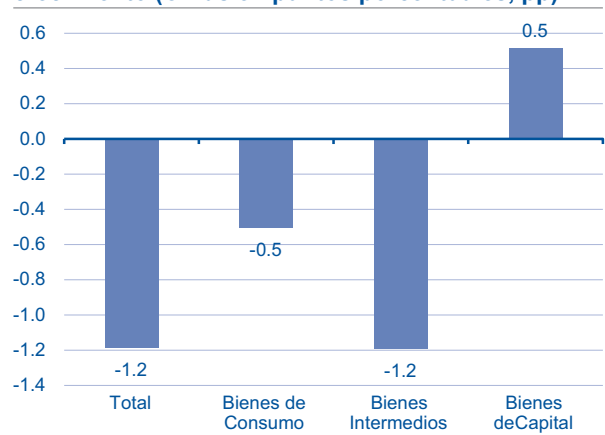
#### Importaciones de mercancías por tipo (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.16

#### Importaciones totales en 2015: aportación al crecimiento (Cifras en puntos porcentuales, pp)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

### 3.1.2.3 El sector externo en enero de 2016.

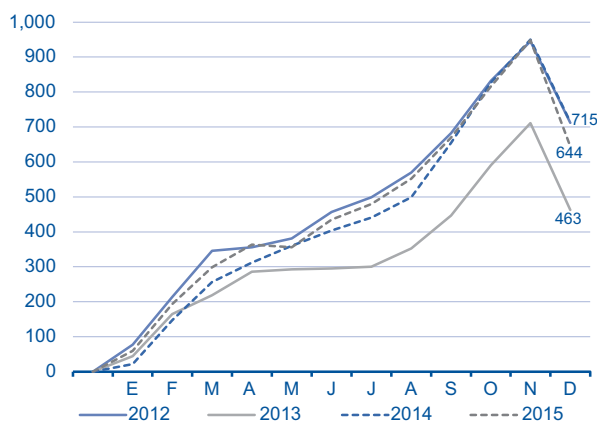
En enero de 2016 el saldo de la balanza comercial fue deficitario por 3,441 mmd, cifra que compara desfavorablemente con el déficit que esta cuenta registró en el mismo mes de 2015, el cual fue de 3,262 mmd. El punto importante a señalar es que las exportaciones totales se redujeron a una tasa anual de -7.6% en tanto que las importaciones totales lo hicieron en menor medida (-6.2%). Además, la tasa de crecimiento anual de las exportaciones manufactureras de ese mes también fue negativa y de -3.9. en ese mes la tasa de crecimiento de las exportaciones automotrices fue positiva, aunque baja (1.8%), en tanto que la tasa de crecimiento anual de las exportaciones manufactureras no automotrices, que representaron el 65% del total de exportaciones manufactureras, fue negativa (-6.6%).

Los datos de enero de 2016 del sector externo del país señalan que la debilidad del sector exportador del país persiste. En tanto esta situación se mantenga el sector externo no será una fuente de impulso de la actividad económica del país.

### 3.1.3 Evolución reciente del empleo formal de los trabajadores del sector privado (IMSS)

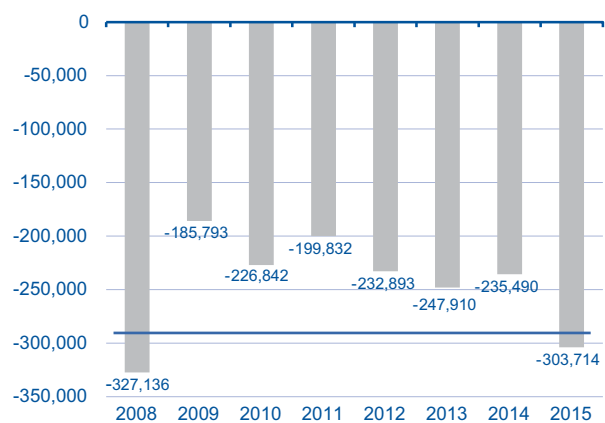
En 2015 el incremento que se registró en el número total de trabajadores registrados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) fue de 644 mil personas, y esta cifra fue menor a los casi 715 mil trabajadores afiliados a ese instituto que se reportaron en 2014. Es más, de enero a noviembre de 2014 el número total de trabajadores afiliados al IMSS se incrementó en 950,016 personas y en los primeros once meses de 2015 ese incremento fue prácticamente igual y de 948,160 personas. Sin embargo, la disminución estacional que se presentó en diciembre de cada año del número de trabajadores registrados en el IMSS fue mucho mayor en 2015 (303,714 personas) en comparación con la de 2014 (235,490 personas).

Gráfica 3.17  
**Incremento mensual acumulado del número de trabajadores totales registrados en el IMSS a lo largo del año (Miles de personas)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.18  
**Disminución estacional del número total de trabajadores registrados en el IMSS en diciembre (Miles de personas)**

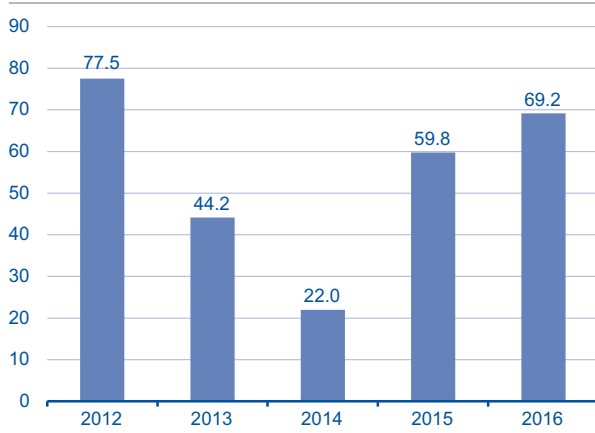


Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Como se señaló, si bien es cierto que en el mes de diciembre de cada año hay una reducción importante en el número total de trabajadores afiliados al IMSS debido a factores estacionales (fin de las ventas de Navidad y menor ocupación debido a la disminución de nuevos pedidos), el decremento del empleo de diciembre de 2015 fue 29% mayor al que se registró en el mismo mes de 2014. Este dato refleja un menor ritmo de expansión de la actividad económica en el último mes de 2015.

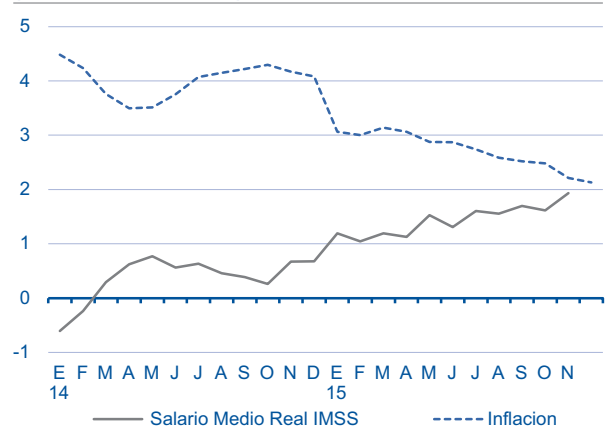
De hecho, como se comentó en secciones anteriores, los datos del crecimiento mensual de diciembre de 2015 de la serie desestacionalizada del IGAE así lo corroboran, pues el crecimiento mensual de ese indicador de actividad económica fue 0.0%. Ahora bien, el dato del aumento del empleo formal del IMSS de enero de 2016 si bien es positivo no es mucho mayor al incremento mensual que este tipo de empleo tuvo en el mismo mes de 2015. En este sentido no se puede decir que el comportamiento del empleo formal de enero de este año indique la posibilidad de mayor dinamismo de la actividad económica al inicio de 2016.

Gráfica 3.19  
**Incremento mensual en enero del número de trabajadores totales registrados en el IMSS (Miles de personas)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.20  
**Disminución estacional del número total de trabajadores registrados en el IMSS en diciembre (Miles de personas)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Por otra parte, desde el segundo trimestre de 2014 el salario promedio de cotización de los trabajadores afiliados al IMSS empezó a registrar tasas de crecimiento reales positivas. El aumento del salario real tomó mayor impulso a partir de 2015. De esta forma, en enero de 2015 el salario promedio de los trabajadores afiliados en ese instituto de seguridad social registró una tasa de crecimiento real anual de 1.2%, y esta aumentó a lo largo del año. En noviembre de ese año (último dato disponible) ya presentaba una tasa de crecimiento real anual mayor y de 1.9%. Se espera que en 2016 el salario real promedio siga creciendo a un ritmo más moderado.

En la medida en que persista el incremento del salario real, entonces se tendrá que el ingreso disponible de las familias será mayor. Esto a su vez se traducirá en mayor consumo y, por tanto, en un mayor impulso a la actividad económica en 2016 de manera similar a lo sucedido en 2015.

### 3.1.4 Finanzas públicas: desaceleración gradual del gasto del sector público

Los ingresos totales observados del sector público presupuestario sin considerar financiamientos contratados en 2015 fueron 4.2% mayores en términos reales a los de 2014. Ahora bien, para 2015 se había aprobado un presupuesto total de ingresos de 4,696.7 mil millones de pesos (mmp), el cual incluía 4,022.1 mmp por conceptos de ingresos (tributarios y no tributarios) más un financiamiento de 672.6 mmp. El resultado observado de los ingresos totales ascendió a 4,937.1 mmp (4,264.6 mmp de ingresos tributarios y no tributarios más un financiamiento menor al presupuestado de 637.6 mmp), el cual fue 5.2% mayor al presupuestado. Estas cifras sugieren que el mayor monto de ingresos presupuestales permitió que no se utilizara el total del financiamiento aprobado para 2015.



El rubro de ingresos tributarios presentó un favorable desempeño en 2015, y en particular destaca el rubro de ingresos tributarios por concepto de ISR. Es difícil pensar que en 2016 este rubro pueda volver a crecer a una tasa tan alta como lo hizo en 2015. Sin embargo, si la autoridad enfatiza sus acciones de fiscalización es posible que el rubro de ISR muestre un tasa de crecimiento alta en 2016.

Cabe mencionar que los ingresos por concepto de impuesto al valor agregado (IVA) registraron una tasa de crecimiento moderada de 3.2% en línea con el crecimiento de 2.5% de la actividad económica. En este sentido, el dinamismo en 2016 de este rubro de recaudación de ingresos en gran medida queda supeditado al ritmo de crecimiento de la actividad económica. Debido a que esperamos que en 2016 el PIB solo crezca 2.2%, la cual es una tasa un poco más moderada de la que registró en 2015, entonces tampoco esperamos que este rubro de ingresos presupuestales crezca de manera significativa.

Cuadro 3.1

### Ingresos totales del sector público presupuestario en 2014 y 2015 (Miles de millones de pesos)

			Var. %	Estr.
	2014	2015	real	%
<b>Total</b>	<b>3,982.1</b>	<b>4,264.6</b>	<b>4.2</b>	<b>100.0</b>
Gobierno Federal	2,888.1	3,180.0	7.2	74.6
Tributarios	1,807.8	2,366.4	27.4	55.5
ISR	959.8	1,222.4	24.0	28.7
IVA	667.1	707.2	3.2	16.6
No Tributarios	1,080.2	813.6	-26.7	19.1
Org. y emp. control presup.	1,095.0	1,084.5	-3.1	25.4
Emp. produc. del Estado	796.9	770.9	-5.8	18.1
Pemex	440.7	427.1	-5.7	10.0
CFE	356.1	343.8	-6.0	8.1
<b>Total</b>	<b>3,983.06</b>	<b>4,264.55</b>	<b>4.2</b>	<b>100.0</b>
Ingresos petroleros	1,221.2	841.5	-32.9	19.7
Ingresos no petroleros	2,761.9	3,423.0	20.7	80.3

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Cuadro 3.2

### Gasto neto total del sector público presupuestario en 2014 y 2015 (Miles de millones de pesos)

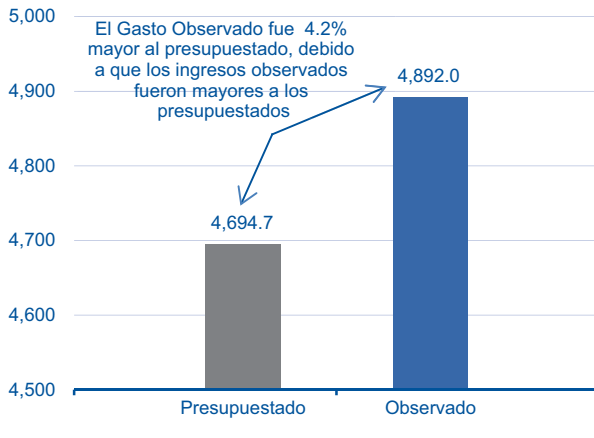
			Var. %	Estr.
	2014	2015	real	%
<b>Total</b>	<b>4,528.0</b>	<b>4,892.0</b>	<b>5.2</b>	<b>100.0</b>
Gasto Programable	3,577.8	3,826.2	4.1	78.2
Gasto corriente	2,682.0	2,889.4	4.9	59.1
Gasto capital	895.7	936.8	1.8	19.1
No Programable	950.3	1,065.8	9.2	21.8
Participaciones a Edos.	584.9	629.1	4.7	12.9
Costo financiero	346.0	407.9	14.8	8.3
Adefas* y otros	19.4	28.8	44.6	0.6

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

En relación con el gasto público realizado en 2015 se tiene que este registró un crecimiento real de 5.2% con respecto al de 2014. En este caso resalta el incremento de 14.8% que tuvo el rubro del gasto asociado al costo financiero. Este rubro, al hacer referencia a las erogaciones que tiene que hacer el sector público en su conjunto para cubrir el costo de su deuda cobra particular importancia si se tiene en cuenta que los 407.9 mmp de este concepto que se erogaron en 2015 representaron el 43.5% del gasto de inversión en ese año. Es más, en 2014 esa proporción fue menor y de 38.6%, y el hecho de que haya aumentado a 43.5% sugiere que el sector público invierte menos porque tiene que canalizar una mayor proporción de sus recursos para cubrir el costo financiero de su deuda. El punto anterior se percibe también si se considera que en 2014 el 7.6% del gasto del sector público total se destinó para cubrir el costo financiero de su deuda, y para 2015 esa proporción aumentó a 8.3%.

Gráfica 3.21

**Gasto presupuestario del sector público acumulado de 2015: programado y observado (Miles de millones de pesos)**



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Cuadro 3.3

**Situación financiera del sector público en 2014 y 2015 (Miles de millones de pesos)**

	2014	2015	Var. % real
Balance público	-543.1	-637.6	ns
Bal. púb. sin inver. productiva	-186.3	-184.3	ns
Balance presupuestario	-545.0	-627.4	ns
Ingreso presupuestario	3,983.1	4,264.6	3.4
Gasto neto pagado	4,528.0	4,892.0	3.9
Balance Gobierno Federal	-487.3	-548.4	ns
Balance org. y empresas	-57.7	-79.0	ns
Balance primario	-191.9	-217.6	ns
Balance presupuestario	-199.0	-219.5	ns
Gobierno Federal	-195.4	-226.2	ns
Organismos y empresas	-3.6	6.7	ns
Pemex	-90.0	-74.7	ns
Otras entidades	86.4	81.4	-8.4
Entidades bajo control indirect.	7.2	2.0	-73.4

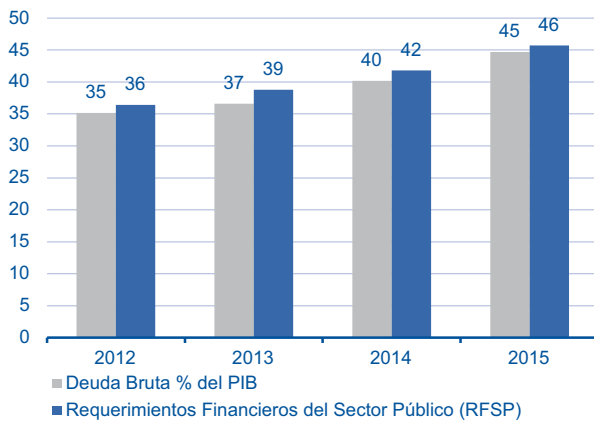
ns=no significativo

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Otro punto importante estuvo en que en 2015 el gasto total del sector público observado fue mayor al gasto total programado, lo cual se realizó sin que se aumentara el monto de financiamiento aprobado. Esto sucedió porque, como se comentó, el monto de los ingresos obtenidos en ese año fue mayor al monto de los ingresos presupuestados. El mayor ingreso registrado pudo acomodar el mayor gasto del sector público junto con una ligera reducción del monto del financiamiento aprobado para 2015.

Gráfica 3.22

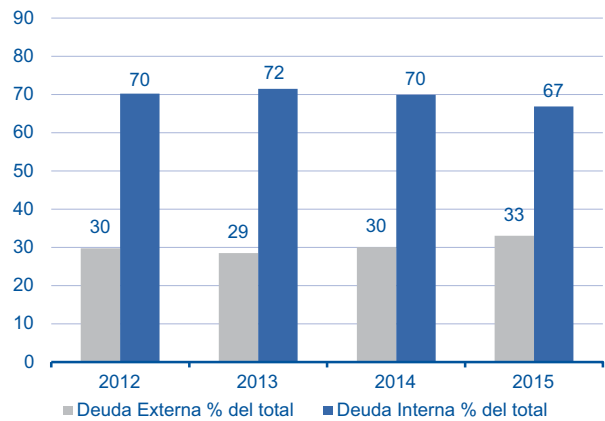
**Deuda bruta y Requerimientos Financieros del Sector Público (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Gráfica 3.23

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



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Al final de 2015 el saldo de la deuda bruta del sector público como proporción del PIB fue de 44.7%. Esta razón fue 9.5 puntos porcentuales mayor a la que se registró en 2012, es decir, en un lapso de 3 años el saldo de la deuda bruta del sector público se incrementó en cerca de 10 pp, lo cual además de ser alto también refleja una política de endeudamiento público insostenible a largo plazo sin que se llegue a tener repercusiones importantes sobre el crecimiento económico. Un ejemplo de esto sería el servicio o costo de la deuda que estuviera acompañando el mayor nivel de endeudamiento que se viera reflejado en una mayor proporción de

gasto del sector público destinado a las erogaciones ocasionadas por el costo de la deuda que a inversión, como ya se comentó en el apartado anterior.

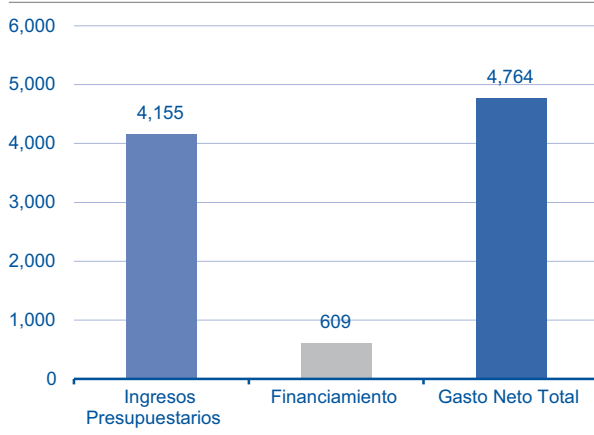
Por último, el presupuesto de ingresos y egresos que fue aprobado para 2016 estipula que el gasto neto total del sector público ascenderá a 4,764 mmp, cifra que será igual a la suma de ingresos presupuestarios de 4,155 mmp más 609 mmp de financiamiento o déficit total. Cabe mencionar que este monto de recursos presupuestado de financiamiento requerido para 2016 es poco menor al observado en 2015 (638 mmp). Además, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) informó que contrató coberturas del precio del petróleo por 49 dólares el barril.

Dado el contexto anterior, y con base en el monto de la cobertura el precio del petróleo que la SHCP contrató y que además se realice un crecimiento del PIB por arriba de 2%, es de esperar que no existiera motivo para modificar el presupuesto aprobado para 2016. Sin embargo, a mediados de febrero de 2016 la SHCP anunció que llevaría a cabo un ajuste en el presupuesto aprobado de 132 mmp, de los cuales 32 mmp lo realizaría el gobierno federal y los 100 mmp restantes lo llevaría a cabo Pemex.

Si bien esta medida se dio dentro del contexto de otras medidas de política económica para contrarrestar un entorno adverso para el tipo de cambio, no deja de llamar la atención que se trate de un ajuste importante que en un alto porcentaje afecta a Pemex. Además, esta medida llama a realizar un seguimiento puntual del comportamiento de los ingresos totales del sector público a lo largo de 2016 debido a la posibilidad de que estos sean menores a lo presupuestado y al final del año se tengan efectos o situaciones adversas en la situación de las finanzas del sector público no esperadas.

Gráfica 3.24

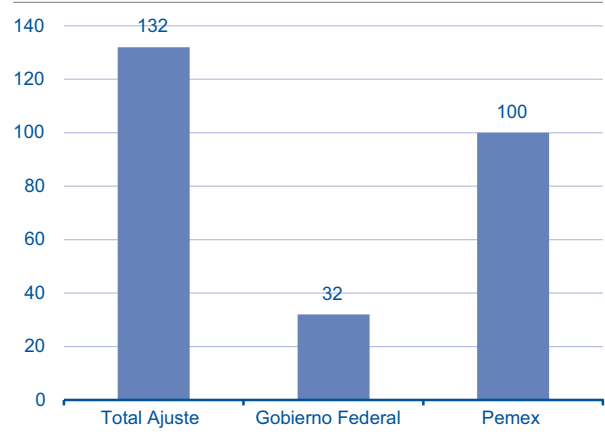
**Ingresos y gasto neto del sector público presupuestario en 2016**  
(Miles de millones de pesos)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Gráfica 3.25

**Ajuste al gasto neto presupuestado para 2016 que se informó en febrero de 2016**  
(Miles de millones de pesos)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

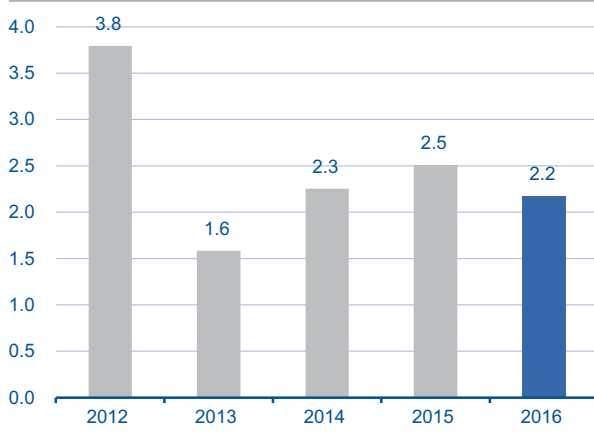
### 3.1.5 Perspectivas de la economía mexicana para 2016

Estimamos que en 2016 la tasa de crecimiento anual del PIB será de 2.2%. Esta tasa de crecimiento es consecuencia de un entorno macroeconómico más estricto del que se presentó en 2015 y que permitió que el crecimiento fuera mayor en ese año (2.5%). Como se ha comentado en esta sección, en este año se han presentado elementos que son un reto para que la actividad económica del país crezca a tasas altas. Este es el caso de la situación del gasto del sector público y de la reciente evolución del sector exportador del país.

Nuestra previsión de crecimiento para 2016 se sustenta en una mejora del sector exportador, derivada de un mayor dinamismo de la economía estadounidense y un incremento del salario real, a niveles similares a los de 2015.

Gráfica 3.26

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

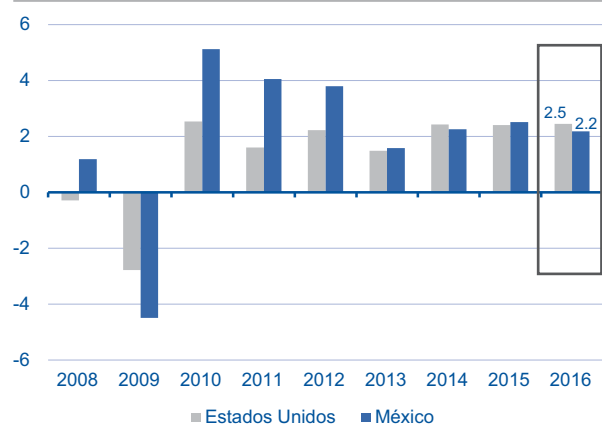


a/a=año a año.

Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.27

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



ae=ajustada por estacionalidad. a/a=año a año.

Fuente: BBVA Research con información del INEGI y BEA

### Recuadro 1. Evolución del IGAE y de sus componentes ajustado por estacionalidad

El INEGI publica mensualmente los datos del Indicador Global de Actividad Económica (IGAE) y emite un boletín de prensa que comenta la evolución de este indicador, tanto para su total o para sus componentes. Los componentes del IGAE son las actividades Primarias, Secundarias y Terciarias. El IGAE es una aproximación mensual oportuna al desempeño del PIB y de sus componentes. El boletín de prensa que emite el INEGI muestra la información del nivel y de las tasas de crecimiento anuales de la serie original así como también el nivel y las tasas de crecimiento anuales y mensuales de las series del IGAE ajustadas por estacionalidad.

Por lo que respecta a la información mensual que el INEGI proporciona del IGAE se tiene que si se quiere calcular la tasa de crecimiento mensual del IGAE total mediante la aportación al crecimiento de sus componentes, entonces se tiene que la tasa que se calcula de esta forma, como se muestra en el cuadro 1, no coincide con la tasa de crecimiento del IGAE total que el INEGI publica. Cabe mencionar que en el cuadro del boletín de prensa que el INEGI emite se dice que “La serie desestacionalizada del IGAE se calcula de manera independiente a la de sus componentes”.

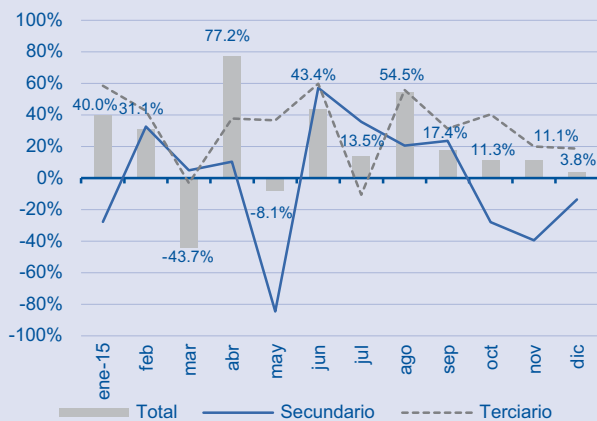
Si bien el propio INEGI da cuenta de que la tasa de crecimiento del IGAE total no coincidirá con la aportación

al crecimiento de sus componentes, ese instituto no proporciona detalles sobre qué factores o elementos son los que causan estas diferencias. Por ejemplo, si se considera al IGAE de junio de 2015, la tasa de crecimiento mensual del IGAE que el INEGI reportó en esa fecha fue de 0.3%, la cual es diferente a la tasa de 0.1% que se obtiene de considerar la aportación al crecimiento de sus componentes. Es decir, en este caso la tasa de crecimiento mensual que el INEGI señaló como la adecuada para el IGAE total fue mayor a la estimada por sus componentes (ver cuadro 1). Ahora bien, en diciembre de 2015 la tasa de crecimiento mensual reportada por el INEGI ahora fue menor (0.0%) a la que se obtiene al hacer la estimación de sus componentes (0.2%).

El párrafo anterior señala la utilidad que tendría para el usuario de esta información que el INEGI en cada boletín de prensa que emita a futuro sobre el IGAE indique qué factores determinan que el crecimiento del IGAE total no coincida con la estimación mensual del crecimiento de este indicador. Esta información sería de gran utilidad para el usuario, además de que permitiría entender con mayor claridad qué factores intervienen y afectan su medición y qué se puede esperar a futuro de la actividad económica una vez que se toman en cuenta los factores que generan esa discrepancia.

Gráfica 3.28

IGAE total y por sectores secundario y terciario (Var % m/m, ae)



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI.

Cuadro 3.4

IGAE total y por componentes (Estructura % y var % m/m, ae)

	IGAE: Actividades Económicas			IGAE Total publicado por INEGI
	Primarias	Secundarias	Terciarias	
<b>Jun-15</b>				
Estructura %	3.1	33.2	60.9	
Tasa crecimiento	-7.8	0.2	0.5	
Aportación crecimiento	-0.2	0.1	0.3	<b>0.1</b>
<b>Sep-15</b>				
Estructura %	3.2	33.2	61.0	
Tasa crecimiento	-0.1	0.4	0.2	
Aportación crecimiento	0.0	0.1	0.1	<b>0.3</b>
<b>Dec-15</b>				
Estructura %	3.1	32.9	61.2	
Tasa crecimiento	4.6	-0.1	0.2	
Aportación crecimiento	0.1	0.0	0.1	<b>0.2</b>

Fuente: BBVA Research con datos del INEGI.

**Recuadro 2. Evolución reciente del precio del petróleo en los mercados internacionales**

De 2011 a la primera mitad de 2014 los precios internacionales de petróleo crudo se mantuvieron en un nivel significativamente alto de alrededor de 100 dólares por barril. Esta situación cambió a partir de la segunda mitad de 2014. El precio del barril de petróleo Brent pasó de 111.8 dólares en junio de 2014 a 97.1 en septiembre y para diciembre se aceleró el proceso de reducción del precio del petróleo para ubicarse en 62.3 dólares. Es decir, en seis meses el precio del Brent presentó una reducción de 44.2%.

Este proceso de disminución del precio del petróleo continuó, y en diciembre de 2015 este alcanzó 37.9 dólares por barril, lo cual es una contracción de 39.1% entre el final de 2014 y el de 2015. Es decir, desde junio de 2014 a diciembre de 2015 la contracción en el precio del Brent ha sido de 66%. La disminución en el precio del Brent se ha transmitido a las demás categorías de petróleo que se exportan incluido el precio de exportación de la mezcla mexicana. Esto a su vez ha tenido importantes efectos en la economía mexicana como ha sido el de generar en 2015 una balanza petrolera deficitaria por casi 10 mil millones de dólares (mmd) y ejercer presión sobre las finanzas públicas debido a que todavía una parte importante de los ingresos presupuestarios del país provienen de la exportación de petróleo crudo.

Cabe mencionar que hace tres años los ingresos petroleros del sector público representaban la tercera parte de esos ingresos. Actualmente ese porcentaje se redujo a 20% debido tanto a la caída de los precios internacionales del barril de petróleo y a las modificaciones que la reforma energética recientemente aprobada, que entre otros aspectos tiene una reclasificación de algunos rubros, mediante la cual ahora ciertos ingresos que antes se consideraban petroleros ahora se clasifican como tributarios, como es el caso del IEPS de gasolinas y diesel. Aunado a lo anterior, el menor precio del petróleo se ha sumado al problema del menor volumen de exportación de petróleo crudo que México ha registrado en los últimos años, tal y como se muestra en la gráfica b.

**Sobreferta y estrategias de los países productores detrás de la disminución del precio del petróleo**

Si bien son diversos los factores que explican la contracción del precio del petróleo en los mercados internacionales cabe mencionar que ha sido el conjunto de estos lo que ha afectado en gran medida al mercado petrolero internacional. Sin embargo, es posible que alguno de estos factores tenga un mayor peso que otro en explicar la evolución reciente de los precios del petróleo. Algunos de los factores más relevantes son:

Gráfica 3.29

**Precio del barril de petróleo crudo tipo Brent (Dólares por barril)**



Fuente: BBVA Research con datos de US Energy Information Administration

Gráfica 3.30

**Exportación de petróleo crudo de México (Millones de barriles diarios, MBD)**



Fuente: BBVA Research con información de la Secretaría de Energía

**1) Sobreoferta de petróleo crudo**

Una causa importante es la sobreoferta de crudo que ha prevalecido en el mercado petrolero desde mediados de 2014, lo que se refleja en una relación inversa estrecha entre la sobreoferta del crudo y el precio del barril tipo Brent. Cabe mencionar que en 2015 la sobreoferta global de petróleo fue de alrededor de 2 millones de barriles diarios (MBD), y en la medida en que persistan los factores que han incentivado la sobreoferta de crudo, es de esperar que en el mercado petrolero internacional también persistan los precios bajos del crudo en 2016 y 2017 y posiblemente en años posteriores.

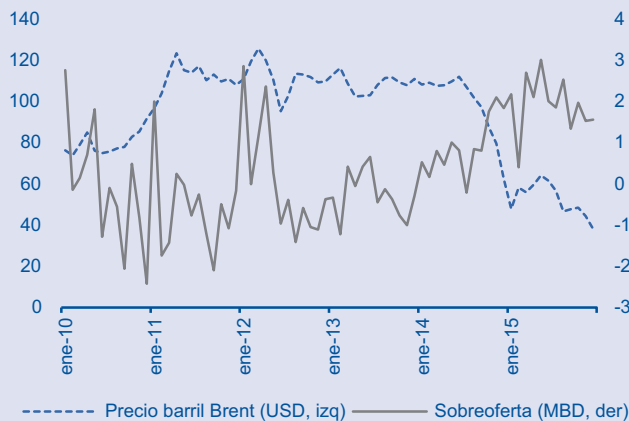
Asimismo, el tema de la sobreoferta también ha estado asociado con el tema del aumento de los inventarios de petróleo en diversos países. El caso de Estados Unidos (EE. UU.) ilustra el tema de la sobreoferta debido al aumento de la producción no convencional de petróleo (shale) en ese país que se llevó a cabo principalmente a partir de 2010. Esta forma de producción de crudo tiene mayores costos que otros métodos convencionales además de una vida menor entre las etapas de exploración y producción. El incremento en la producción de crudo que provino de esta fuente se debió a la existencia de altos precios del petróleo existentes hasta mediados de 2014 que favorecieron el uso de la fractura hidráulica y la

perforación horizontal. Esto permitió el aumento de producción total de petróleo en ese país<sup>1</sup> desde alrededor de 9 millones de barriles diarios (MBD) en 2010 a un 15.0 MBD en 2015. Esto ha hecho que actualmente EE UU se ha convertido en el principal productor de petróleo crudo en el mundo. Esta mayor oferta de petróleo por parte de EE UU hace que este ciclo de baja de precios de petróleo sea distinto a los que existieron en el pasado.

Como ya se mencionó, otro elemento que se asocia a la sobreoferta de crudo son los inventarios acumulados tanto en países consumidores como productores. Se estima que actualmente los inventarios de petróleo existentes en el mundo sobrepasan la cantidad demandada del mismo en un periodo de un año. Por ejemplo, para el caso de EEUU se tenía que mayo de 2014 el monto de los inventarios de petróleo crudo ascendía a 397 MB y para enero de 2016 estos aumentaron a un nivel máximo histórico de 486.5 MB (excluyendo la reserva estratégica de petróleo de ese país).

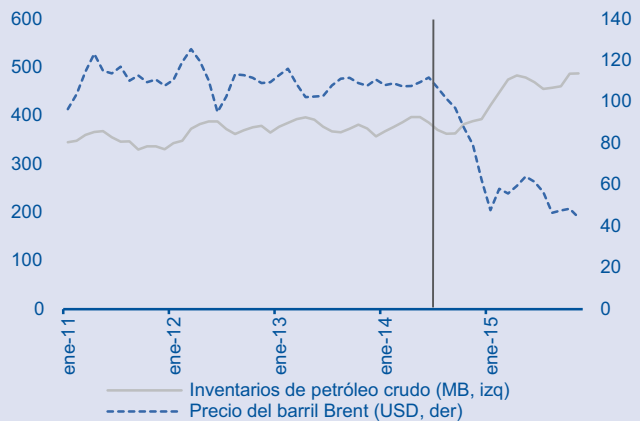
Ahora bien, al analizar cuáles han sido los países que más han aportado al crecimiento de la producción de petróleo crudo, y por tanto a la sobreoferta del mismo, se tienen dos perspectivas temporales. Una de largo plazo que va de 2000 a 2015 y otra de mediano que solo considera de 2010 a 2015. En ambos casos

Gráfica 3.31  
Sobreoferta de petróleo y precio del barril  
(Millones de barriles diarios, MBD, y USD por barril)



Fuente: BBVA Research con datos de US Energy Information Administration

Gráfica 3.32  
Inventario de petróleo y precio del barril  
(Millones de barriles, MB, y USD por barril)



Fuente: BBVA Research con datos de US Energy Information Administration

<sup>1</sup> La oferta total incluye petróleo crudo (incluyendo condensados), gas natural líquido, biocombustibles, otros líquidos y ganancias de procesamiento de la refinería.



Estados Unidos ha sido el país que más ha contribuido al crecimiento de la oferta del petróleo, como se aprecia en el cuadro 1. Dentro de la perspectiva de largo plazo Estados Unidos, la OPEP y Rusia son los países que más han contribuido con el aumento de la oferta en ese lapso, y aportaron el 85% del aumento total de la oferta de crudo en esos años.

Por lo que respecta a la perspectiva de mediano plazo que va de 2010 a 2015 se tiene que el país que más contribuyó al crecimiento de la oferta de petróleo en ese lapso fue EE. UU., y lo hizo aportando el 71% del aumento total de la oferta de crudo que se dio en ese lapso. En segundo y tercer lugar estuvieron la OPEP y Canadá con menores porcentajes de participación.

Cabe mencionar la revolución en la producción no convencional en EE UU no solamente ha resultado en una mayor oferta de crudo, sino que también puede resultar en un cambio en la naturaleza de los ciclos del precio y de la producción de petróleo. Antes, cuando se presentaba un choque en el mercado petrolero que resultaba en una disminución de los precios del crudo, las empresas reducían su inversión. Esto último resultaba en una reducción de la oferta, lo cual permitía que los precios del crudo aumentaran. Estos incrementos en el precio eran de largo plazo, pues si bien incentivaban nuevas inversiones, estas tardaban mucho tiempo en concretarse. En cambio,

ahora la diferencia es que las inversiones en la extracción de petróleo no convencional (shale) tardan mucho menos tiempo en realizarse y en aumentar la producción de crudo. Este factor, al permitir el rápido incremento de la producción de crudo, puede hacer que el aumento en el precio del barril de crudo que se logre realizar puede ser menos duradero de lo que fue en el pasado.

## 2) Cambio en las estrategias de producción de la OPEP

En cuanto al tema del cambio en las estrategias de producción de la OPEP se tiene que este es una reacción al escenario inicial de sobreoferta de petróleo crudo. Hasta el momento, la respuesta de la OPEP ha consistido en la negativa de instrumentar recortes en su nivel de producción desde noviembre de 2014.

Una explicación de este comportamiento de la OPEP puede ser compartir los altos costos de la sobreoferta de crudo que los países miembros de esa organización han tenido que absorber con aquellos países o empresas que lo propiciaron. De esta forma, la no disminución de su nivel de producción hace que este tipo de acciones de la OPEP sean otro factor que explica e influye en la disminución observada de los precios del crudo. Posiblemente esta estrategia de esa organización corresponda al objetivo de mediano y largo plazo de no perder cuota en el mercado

Cuadro 3.5

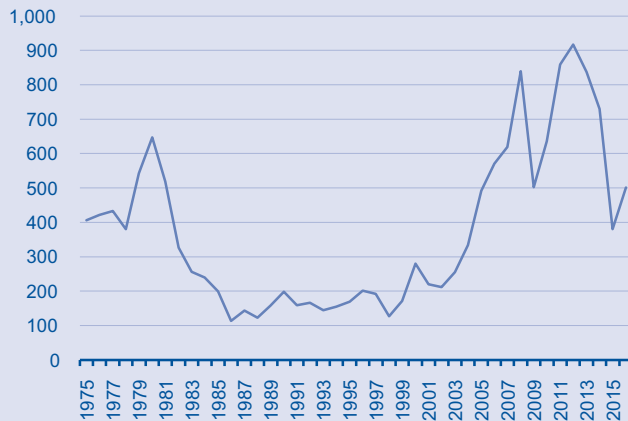
### Producción mundial de petróleo, principales países productores (MBD y %)

País	Producción (millones de barriles diarios)				Estructura %				Contribución al crecimiento de la oferta			
	2000	2005	2010	2015	2000	2005	2010	2015	2000-2005	2005-2010	2010-2015	2000-2015
<b>Total</b>	<b>77.7</b>	<b>85.1</b>	<b>88.1</b>	<b>95.6</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>9.4%</b>	<b>3.6%</b>	<b>8.6%</b>	<b>23.0%</b>
OPEP	32.7	36.5	36.8	38.2	42.0%	42.9%	41.7%	39.9%	4.9%	0.4%	1.6%	7.1%
EEUU	9.1	8.3	9.7	15.0	11.7%	9.8%	11.0%	15.7%	-0.9%	1.6%	6.1%	7.7%
Rusia	6.7	9.5	10.3	11.0	8.6%	11.2%	11.7%	11.5%	3.6%	0.9%	0.8%	5.4%
China	3.4	3.8	4.4	4.7	4.3%	4.5%	5.0%	4.9%	0.6%	0.7%	0.4%	1.7%
Canadá	2.8	3.1	3.4	4.5	3.5%	3.6%	3.9%	4.7%	0.5%	0.4%	1.2%	2.2%
Brasil	1.5	2.0	2.7	3.2	2.0%	2.4%	3.1%	3.3%	0.7%	0.8%	0.5%	2.1%
México	3.5	3.8	3.0	2.6	4.5%	4.4%	3.4%	2.7%	0.4%	-0.9%	-0.4%	-1.1%
Noruega	3.4	3.0	2.2	2.0	4.3%	3.5%	2.4%	2.0%	-0.5%	-1.0%	-0.2%	-1.8%
Kazajistán	0.7	1.3	1.6	1.7	0.9%	1.6%	1.8%	1.8%	0.8%	0.3%	0.1%	1.3%
Colombia	0.7	0.5	0.8	1.0	0.9%	0.6%	0.9%	1.1%	-0.2%	0.3%	0.2%	0.4%
Resto del mundo	13.4	13.2	13.3	11.8	17.2%	15.5%	15.1%	12.3%	-0.3%	0.1%	-1.7%	-2.0%

Fuente: BBVA Research con datos de US Energy Information Administration

Gráfica 3.33

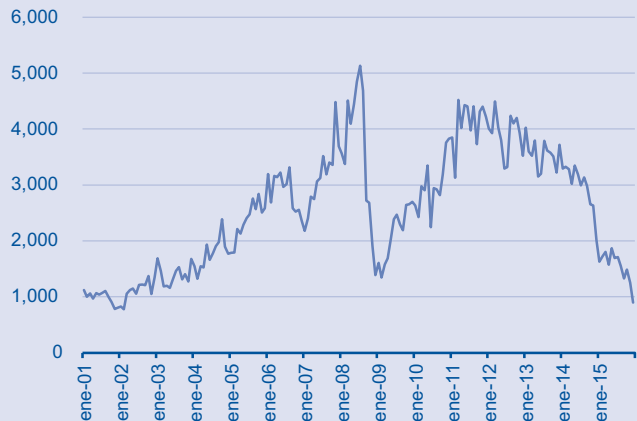
OPEP: Ingresos netos de las exportaciones petroleras (Miles de millones de dólares de 2014)



Fuente: BBVA Research con datos de US Energy Information Administration

Gráfica 3.34

México: Valor de las exportaciones petroleras (Millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información de la Secretaría de Energía.

petrolero y así poder asegurar, hasta cierto punto, un mayor flujo de ingresos de largo plazo. Esto último podría no suceder, por ejemplo, si la OPEP pierde participación en el mercado debido a que algunos países aumenten su abasto interno de crudo.

### 3) Tensiones geopolíticas en diversos países

La disminución de las tensiones geopolíticas que se han presentado asociadas a conflictos en Medio Oriente y Europa Oriental también han aumentado la oferta mundial de petróleo. Por ejemplo, los conflictos internos de Libia desde la “Guerra Civil de 2011” inicialmente disminuyeron su participación en la oferta mundial de petróleo. Sin embargo, en 2014 y 2015 ese país fue capaz de introducir al mercado petrolero alrededor de 0.5 MBD.

Otro caso relevante es el de Iraq. La producción de crudo de Iraq aumentó al pasar en 2014 de una producción promedio de 3.3 MBD a 4.1 MBD en 2015. Aunado a lo anterior, está también el hecho de que a principios de 2016 se eliminaron las sanciones económicas impuestas a Irán. Es más, Irán actualmente presenta un conflicto con Arabia Saudita, Estos factores hacen esperar que Irán pueda ser capaz de contribuir significativamente a la sobreoferta de petróleo al poder pasar en 2016 su producción de crudo 3.1 MBD a 3.6 MBD en 2017.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> EIA, Short-Term Energy Outlook, Enero 2016.

Por otro lado, las sanciones económicas impuestas a Rusia debido al conflicto con Ucrania aparentemente no se han reflejado en disminuciones significativas de la producción de crudo ni lo harán en los próximos años. Se estima que en 2016 y 2017 Rusia mantendrá su nivel producción de crudo y de otros líquidos en alrededor de 10.8 MBD, sin que tenga incentivos para disminuir su nivel de producción.

### 4) Debilidad de la demanda global de crudo

Al igual que en caso de la sobreoferta de crudo, la débil demanda global de petróleo se puede analizar desde la perspectiva de largo plazo que va de 2000 a 2015 y la de mediano plazo que abarca de 2010 a 2015. En ambos casos China ha sido el país que más aportó al crecimiento de la demanda de crudo seguido de los países del Medio Oriente

De manera particular se tiene que China contribuyó con el 38% del aumento de la demanda de petróleo crudo que se presentó entre 2000 y 2015, Medio Oriente lo hizo con 21% e India con 17%. Es decir, en conjunto estos tres consumidores aportaron el 76% del aumento de la demanda global de petróleo en los años referidos.

En cuanto al caso de China, se puede decir que en la medida en que ese país vaya registrando una menor

tasa de crecimiento económico, como lo ha hecho en los últimos años, entonces contribuirá en menor medida y en menor importancia al crecimiento de la demanda global de petróleo crudo como lo hizo de 2000 a 2015.

Ahora bien, la débil demanda de petróleo crudo también se explica por el comportamiento de los países europeos y de Estados Unidos. Los datos indican que Europa no ha aumentado su demanda de petróleo crudo en los últimos años e incluso la ha disminuido. Por ejemplo, en 2000 Europa consumía 15.9 MBD y para 2015 su consumo disminuyó a 14.4 MBD. Esto se explica por la mayor eficiencia en el uso de la energía no renovable y por el mayor uso de energías alternativas renovables. En EE UU también disminuyó el consumo de petróleo en esos años, pues en 2000 ese país consumió 19.7 MBD y en 2015 su consumo se redujo a 19.4 MBD. Es decir, Europa y EE UU ejemplifican el caso de países que han tenido contribución negativa al crecimiento de la demanda de petróleo crudo en los últimos años. Además, diversos analistas de la industria estiman que en plazo de 10 a 15 años EE UU podría dejar de importar petróleo, pues para esa fecha ese país se convertirá en un consumidor de crudo enteramente autosuficiente. De suceder lo anterior, las presiones de sobreoferta de petróleo crudo en el mercado internacional podrían persistir o estar latentes en el largo plazo.

### Perspectivas del precio del petróleo en el mediano plazo

Mientras el conjunto de factores que ha propiciado la disminución del precio del barril de petróleo siga vigente, entonces es difícil esperar un incremento relevante y sostenido en los precios del crudo. Algunos escenarios sobre el comportamiento del precio del petróleo en 2016 y 2017 indican que es posible que este aumente sujeto a ciertos factores condicionantes. Por ejemplo, se espera que la producción de Rusia tampoco crezca en los años venideros y que la OPEP tampoco aumente su nivel de producción.

Si se cumplen las condiciones referidas en el párrafo anterior, entonces el precio del barril de petróleo tipo Brent podría aumentar. Por ejemplo, la *U.S. Energy Information Administration* estima que el precio del barril de petróleo Brent podría pasar de registrar un precio promedio de 30.8 dólares en enero de 2016 a un promedio para todo este año de 37.5 dólares, y que para 2017 podría aumentar a 50 dólares. Es decir, en los próximos años el precio del barril de petróleo no recuperaría los altos niveles que este tuvo en el primer semestre de 2014. Es más, un precio de 50 dólares por barril es menor a la mitad del precio de 111.8 dólares que este tuvo en junio de 2014. Por la relevancia de los factores anteriores, es de esperar que el actual ciclo de precios bajos del petróleo sea prolongado.

Cuadro 3.6

#### Consumo mundial de petróleo, principales países consumidores (MBD y %)

País	Consumo (millones de barriles diarios)				Estructura %				Contribución al crecimiento del consumo			
	2000	2005	2010	2015	2000	2005	2010	2015	2000-2005	2005-2010	2010-2015	2000-2015
<b>Total</b>	<b>76.9</b>	<b>84.6</b>	<b>88.2</b>	<b>93.8</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>4.3%</b>	<b>6.3%</b>	<b>21.9%</b>
Estados Unidos	19.7	20.8	19.2	19.4	25.6%	24.6%	21.7%	20.7%	1.4%	-1.9%	0.2%	-0.4%
Europa (OCDE)	15.9	16.4	15.4	14.4	20.7%	19.4%	17.4%	15.4%	0.6%	-1.2%	-0.9%	-1.9%
China	4.8	6.8	8.9	11.2	6.2%	8.0%	10.1%	11.9%	2.6%	2.5%	3.0%	8.3%
Medio Oriente	4.9	6.0	7.4	8.5	6.4%	7.1%	8.4%	9.0%	1.4%	1.7%	1.3%	4.6%
Japón	5.5	5.3	4.4	4.2	7.1%	6.3%	5.0%	4.5%	-0.2%	-1.0%	-0.2%	-1.6%
India	2.2	2.6	3.3	4.0	2.8%	3.0%	3.8%	4.2%	0.5%	0.9%	0.8%	2.4%
Rusia	2.6	2.8	3.1	3.5	3.4%	3.3%	3.5%	3.7%	0.3%	0.4%	0.4%	1.1%
Brasil	2.1	2.2	2.7	3.1	2.8%	2.6%	3.1%	3.3%	0.1%	0.6%	0.5%	1.3%
Canadá	2.0	2.3	2.3	2.4	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.4%
México	2.1	2.1	2.1	2.0	2.7%	2.5%	2.4%	2.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%
Resto del mundo	15.2	17.4	19.3	21.3	19.7%	20.5%	21.9%	22.7%	2.9%	2.3%	1.3%	7.9%

Fuente: BBVA Research con datos de US Energy Information Administration

### Efecto de la disminución del precio de petróleo en la economía mexicana

Como se ha comentado en la sección e Actividad, el menor precio del petróleo ha generado un mayor déficit en la balanza comercial, el cual se traslada directamente a generar un mayor déficit en la cuenta corriente del país. De igual forma, el menor precio del barril de exportación del petróleo del país también tiene impacto importante en los ingresos presupuestarios y, por tanto, en el gasto del sector público. Esta situación persistirá en tanto las circunstancias que propiciaron la reducción del precio del crudo sigan vigentes, lo cual parece ser que en el mejor de los casos se atenuarán para hacer que el precio aumente en 2016 y 2017, aunque los niveles que logre alcanzar estarán muy lejos de los que prevalecieron hasta la primera mitad de 2014.

Por otra parte, el menor precio internacional del barril de petróleo también ha afectado la situación financiera de Pemex. Por un lado, el menor precio del barril de crudo le quitado recursos para enfrentar diversos compromisos financieros, como son los casos conocidos de los adeudos que tiene con proveedores y la

reducción en su calificación crediticia. Consideramos que solo con un cambio profundo en esta empresa productiva del Estado mediante el cual aumente sus niveles de eficiencia y disminuya su gasto corriente será la única forma por la cual podrá ser rentable en un entorno de bajos precios internacionales de petróleo. Esto es factible si se tiene en cuenta que sus costos de extracción de crudo puedan ser menores a 10 dólares por barril en aguas someras del Golfo.

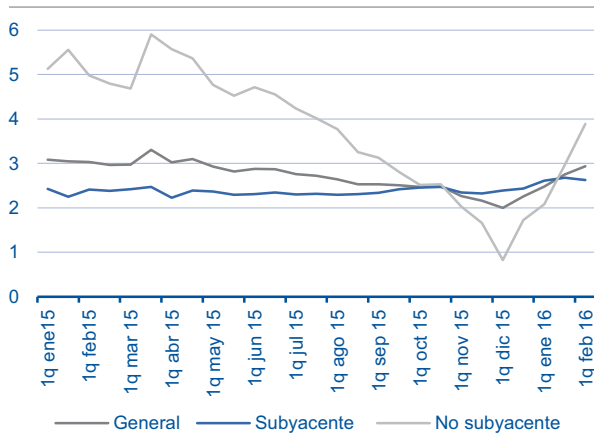
Los avances que se logren en la fortaleza financiera de Pemex se reflejarán también en hacer que el país sea menos sensible al entorno de precios internacionales bajo del petróleo. Además, el cambio profundo que se requiere en Pemex debe de constar de los siguientes elementos: i) reducción del personal para que disminuya su pasivo laboral; ii) venta de activos no estratégicos; mayor número de asociaciones productivas con el sector privado; iv) inyección de capital. En la medida en que no se realicen estas acciones la situación de Pemex no mejorará y persistirá un factor importante que debilite las finanzas públicas del país.

### 3.2 La inflación no exhibe un deterioro: el rebote a inicios del año responde a un choque de oferta en productos agropecuarios y a un efecto de base de comparación

Como anticipábamos, la inflación anual se ubicó en un mínimo histórico al cierre de 2015 y exhibió un rebote al inicio de este año. Durante el último trimestre de 2015 la inflación extendió la tendencia de los dos trimestres anteriores. Así, de abril a diciembre de 2015 se ubicó por debajo del objetivo de 3.0% del Banco de México (Banxico) y registró mínimos históricos consecutivos en los últimos seis meses del año anterior. A esta favorable evolución contribuyeron varios factores: i) la holgura en la economía, ii) el efecto base favorable por la dilución del choque de oferta que representó la subida de impuestos de enero de 2014 sobre distintas mercancías, iii) las reducciones de los precios de los servicios de telecomunicaciones, iv) los menores incrementos en los precios de la gasolina y las reducciones en los precios de la electricidad, v) un comportamiento mucho más favorable de los precios pecuarios en comparación con el 2014, y vi) la credibilidad del banco central que ha permitido que se mantengan ancladas las expectativas de inflación a pesar de distintos cambios en precios relativos, en especial los relacionados con el traspaso del tipo de cambio a los precios de algunas mercancías, principalmente las de bienes duraderos.

Gráfica 3.35

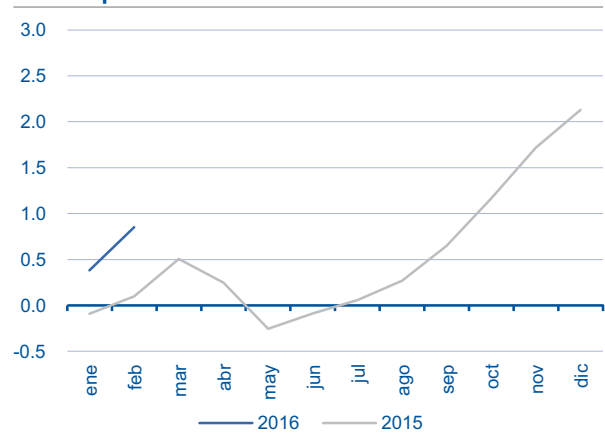
#### Inflación y componentes Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.36

#### Inflación acumulada por año Puntos porcentuales



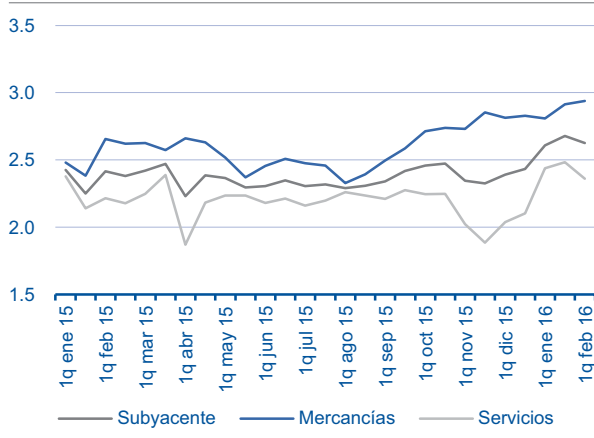
Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Los menores precios de las telecomunicaciones están asociados a la reforma aprobada en el sector mientras que los menores precios de la electricidad obedecen a la reforma energética pero también a los menores precios de los insumos utilizados en la generación de electricidad. El principal efecto sobre la inflación de esta disminución en los precios de telecomunicaciones y energéticos es directo, pero también podría estarse dando un pequeño efecto indirecto en la economía que esté permitiendo a las empresas absorber al menos parcialmente los mayores costos asociados a la depreciación cambiaria. Es decir, es probable que los menores costos en insumos energéticos y de telecomunicaciones hayan dado cierto espacio a las empresas para, en un contexto de holgura en la economía, absorber en sus márgenes el mayor costo cambiario, al menos temporalmente. Además, la elevada holgura en la economía y la aún relativamente débil demanda interna podría estar estrechando los márgenes de las empresas. Lo anterior ha contribuido a que el traspaso del tipo de cambio a los precios (*pass-through*) se limite a los bienes duraderos y a que no existan efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios, lo que se viene observando en la economía. Hasta ahora, la depreciación del peso solo ha provocado un cambio de precios relativos y, por ende, no anticipamos efectos permanentes

sobre el nivel de precios tampoco durante 2016. Las recientes medidas adoptadas por el Banxico (el aumento preventivo de 50 pb en la tasa de referencia) y la Comisión de Cambios están dirigidas a limitar el riesgo de que se puedan materializar efectos de segundo orden sobre los precios. Las dos medidas en su conjunto buscan aumentar el costo de oportunidad de especular en contra del peso (ie, de las posiciones cortas en el peso).

Hasta ahora, el efecto de la fuerte depreciación del peso observada desde noviembre de 2014 sobre los precios ha sido compensando por las razones antes expuestas. Si bien en las tres primeras quincenas de 2016 la inflación general ha experimentado un rebote de 0.8 puntos porcentuales (pp) que la ha llevado a ubicarse en niveles de 2.94% (véase gráfica 3.35), este aumento no responde ni a un deterioro de los determinantes de inflación ni a un mayor ritmo de *pass-through*. Principalmente dos factores explican este aumento: i) un efecto base de comparación por la dilución del efecto favorable sobre la inflación de la eliminación de tarifas de larga distancia y *roaming* en enero de 2015; ii) un choque de oferta el componente de frutas y verduras y en el precio del huevo. De hecho, en la primera quincena de febrero la inflación de dicho componente se ubicó en 28.6%, el mayor ritmo de aumento anual en casi 13 años (desde la primera quincena de marzo de 2003). En las tres primeras quincenas de 2016, la inflación acumulada de este componente es de 7.7%. Si bien este subíndice solo representa 3.6% de la inflación general, el aumento en los precios de los productos que lo componen explica 0.28 pp de los 0.67 pp de inflación general acumulada en las tres primeras quincenas del año, es decir, estas presiones representan 41% de la inflación acumulada en lo que va del año a pesar de que su peso relativo en el índice general de precios es menor a 4%. Este fuerte choque de oferta es la principal razón para que la inflación acumulada hasta ahora sea mucho mayor que la observada en 2015 hasta febrero. Así, mientras a febrero de 2015 la inflación acumulada era de tan solo 0.10 pp, hasta la primera quincena de febrero de 2016 la inflación acumulada ya es de 0.67 pp y prevemos que a febrero será de 0.85 pp (véase gráfica 3.36).

Gráfica 3.37  
**Inflación subyacente y componentes**  
Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.38  
**Inflación anual de las mercancías no alimenticias y tasa de depreciación anual del peso (%)**



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Así, la tendencia alcista de la inflación anual refleja principalmente el mayor ritmo de aumento de la inflación no subyacente. Al interior de la inflación subyacente no se observa un deterioro: la evolución de los dos componentes principales refleja el ajuste en precios relativos que se describió previamente. Este cambio ha implicado aumentos en la inflación anual de las mercancías al tiempo que la variación anual de los precios de los servicios se han mantenido baja y, si eliminamos el efecto en los precios de los servicios de telefonía, relativamente estable (véase gráfica 3.37). La inflación anual de las mercancías ha repuntado de 2.48% en la primera quincena de enero de 2015 a 2.94% en la primera quincena de febrero de 2016. Esta tendencia se explica por el alza de los precios de las mercancías no alimenticias. En tasa anual, la variación de este componente aumentó



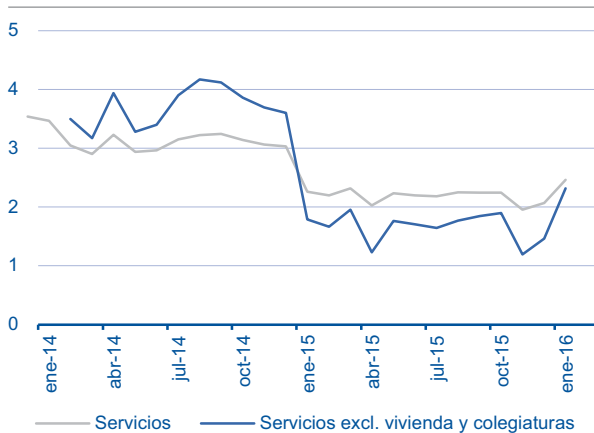
de 1.54% a 3.11% en el mismo lapso. Es decir, si bien la inflación anual de las mercancías no alimenticias se mantiene baja, resulta evidente el efecto directo del traspaso del tipo de cambio a los precios (véase gráfica 3.38). Hacia delante, considerando que el tipo de cambio se mantendrá en niveles elevados, y que es previsible que no se observe un retorno a niveles más moderados en el futuro cercano en un contexto de aversión al riesgo global, se puede anticipar que esta tendencia alcista continúe en los próximos meses. Esta tendencia se intensificaría si observáramos un mayor dinamismo de la demanda interna que diera mayor espacio a las empresas para seguir traspasando a los precios finales los mayores costos de los productos importados, ya sean éstos bienes finales o insumos. En contraste, la inflación anual de los servicios sigue estable en niveles bajos: promedió 2.26%, 2.15%, 2.22% y 2.09% en los cuatro trimestres de 2015 y promedia 2.43% en las tres primeras quincenas de 2016. El repunte responde a que se dispó el efecto positivo en enero de 2015 de la eliminación del cobro de tarifas de larga distancia y *roaming*. Eliminando este efecto, la estabilidad en niveles bajos responde a las continuas reducciones en los precios de los servicios de telecomunicación (véase gráfica 3.39) por la mayor competencia en el sector y a la elevada holgura en la economía.

### Prevedemos que la inflación anual se mantendrá cercana a la meta de 3.0% durante todo 2016

Considerando que los factores que explican la tendencia alcista de la inflación de las mercancías no alimenticias responde a un cambio de precios relativos que no ha tenido efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios, y que la principal causa del mayor aumento en los precios al arranque del año es un choque de oferta en los precios de las frutas y verduras, nuestras perspectivas para la inflación durante 2016 siguen siendo favorables en un contexto de elevada holgura en la economía y anclaje de las expectativas de inflación. Asimismo, los efectos favorables de la mayor competencia en el sector de telecomunicaciones continúan y la evolución de la inflación también ha sido favorecida por el descenso en los precios de la gasolina y los efectos favorables sobre las tarifas de electricidad de los menores precios de los combustibles utilizados para su generación. Además, como se señala en la sección de actividad económica, hemos revisado ligeramente a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2016 (de 2.5% a 2.2%) lo que supone una ampliación adicional de la ya de por sí elevada holgura de la economía. Lo anterior contribuirá a que el traspaso de la depreciación del peso a la inflación continúe acotado y que siga siendo poco probable que se observen efectos de segundo orden.

Gráfica 3.39

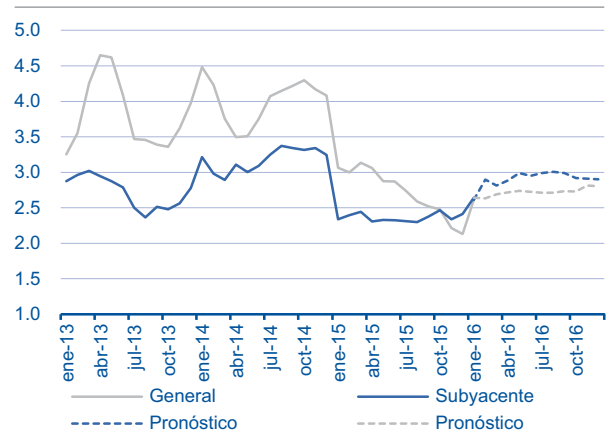
#### Inflación anual de los servicios %



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.40

#### Perspectivas de inflación Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos de Encuesta de Analistas del Sector Privado.



Así, mantenemos nuestro pronóstico de cierre de 2016 en 2.9% para la inflación general que promediaría 2.9% durante el año, en comparación con el promedio de 2.7% en 2015. Por su parte, prevemos que la inflación subyacente anual promediará 2.7% este año, 0.3 puntos porcentuales más que en 2015 (2.4%).

Nuestras previsiones están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza. Los principales riesgos a la baja son un menor dinamismo al esperado en la economía que provoque un aumento adicional de la brecha del producto, y la posibilidad de disminuciones adicionales en los servicios de telefonía móvil si continúa acentuándose la competencia en el sector. Por su parte, los riesgos al alza provendrían del tipo de cambio en caso de consolidarse su nivel actual o registrarse una depreciación adicional, y de algún choque de oferta adicional en los precios más volátiles.

### 3.3 Alza inesperada de 50 puntos base ante los mayores riesgos de traspaso de la depreciación cambiaria a la inflación

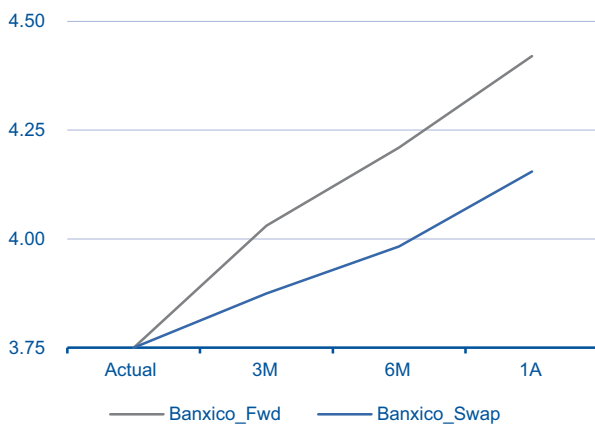
El incremento de los riesgos al alza sobre la inflación derivados de una significativa depreciación cambiaria llevó a Banxico a desligarse de la política monetaria de la Reserva Federal. Hace un par de semanas en una reunión fuera de calendario y de manera inesperada Banxico incrementó la tasa de política monetaria en 50pb para ubicarla en 3.75%. Más allá de reducir los riesgos de traspaso de la depreciación del peso a la inflación, el hecho de que esta medida se anunciara junto con las modificaciones hacia un mecanismo de intervenciones discrecionales en el mercado cambiario por parte de la Comisión de Cambios, denota que las medidas obedecieron en buena medida a la necesidad de estabilizar el comportamiento errático del peso durante las semanas más recientes. Y es que en las primeras semanas de febrero el tipo de cambio se depreció 3.20%, lo que lo llevó a cotizar cerca de 19.50 pesos por dólar (ppd) en el intradía, acentuando así la diferenciación negativa del peso con respecto a otras divisas emergentes.

Los canales por los que estas medidas pueden influir sobre la cotización del peso son dos principalmente. Primero, el cambio de medidas de intervención basado en reglas a intervenciones discrecionales reduce la efectividad de estrategias especulativas en contra del peso. De hecho algunas autoridades han comentado que las subastas con precio mínimo fueron presa de la especulación de alta frecuencia y, en algunos casos, contribuyeron a generar mayores depreciaciones. Segundo, al incrementar la tasa de política monetaria, el costo de tomar posiciones cortas (i.e. vender pesos para entrega en una fecha futura) se incrementa, lo cual hace relativamente más caro en el margen especular en contra del valor del peso. Adicionalmente, un mayor *spread* respecto a la tasa de fondos federales puede motivar en el margen y, suponiendo que no hay un deterioro del riesgo país, una mayor demanda de bonos de corto plazo. Cabe señalar que estas disposiciones están encaminadas y tienen el potencial de estabilizar el mercado cambiario y no es de esperarse que generen por sí mismas una apreciación significativa del peso. Menos aun si se mantienen los movimientos a la baja del precio del petróleo, variable que ha mostrado ser el principal factor detrás de las variaciones del peso.

Hacia adelante esperamos que Banxico busque mantener el *spread* sobre la tasa de fondos federales en los próximos meses, lo cual es consistente con la idea de una sincronización con los movimientos de la Reserva Federal. Más aun en la medida en que se mantenga la volatilidad en los mercados financieros. Posteriormente Banxico podría ponderar más las condiciones domésticas y desligarse de la política monetaria norteamericana, tomando en consideración que la distancia de la tasa actual al nivel de tasa natural es mucho menor en el caso de México.

Gráfica 3.41

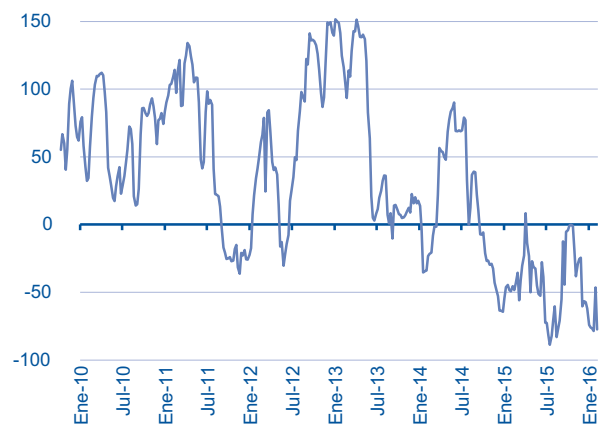
**Expectativa de la tasa de política monetaria implícita en los mercados de derivados (%)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

Gráfica 3.42

**Contratos no comerciales netos del tipo de cambio peso dólar (miles de contratos)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

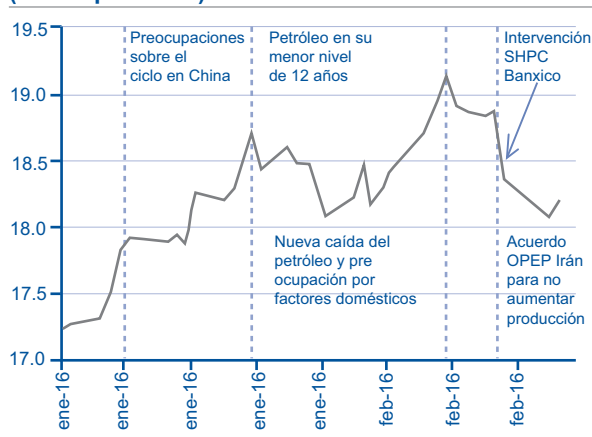
### 3.4 El peso mexicano continúa enfrentándose a un entorno difícil

Las preocupaciones sobre el ciclo económico global y la tendencia a la baja de los precios del petróleo han sido los principales factores detrás de los movimientos de aversión al riesgo en los mercados financieros desde el inicio del año. En México el tipo de cambio ha sido la variable más afectada por estos factores, sobre todo en lo que respecta a la caída del precio del petróleo. Desde finales de 2014 la asociación entre los movimientos de la paridad cambiaria y los del precio del energético ha venido en aumento, a tal punto que recientemente esta asociación tocó su nivel máximo (alrededor de -0.7%) en los últimos 5 años, nivel incluso superior al que registran varias divisas de países exportadores de petróleo (véase gráfica 3.44). Adicionalmente resulta relevante señalar que durante las últimas semanas no sólo se incrementó esta asociación, sino que además se tornó asimétrica. Esto es, las caídas del petróleo estuvieron fuertemente asociadas a las depreciaciones del peso, no obstante, las alzas no se relacionaron con una mayor fortaleza de la moneda mexicana.

La causa del fenómeno anterior podría atribuirse a dos factores que han exacerbado la depreciación. Primero, las posiciones especulativas netas en contra del peso en los mercados de derivados se mantienen en niveles máximos desde julio pasado (véase gráfica 3.45). Esto es, una gran cantidad de inversionistas comparte la expectativa de un menor valor del peso en el futuro y pone recursos detrás de esta perspectiva. Y es que el alto grado de liquidez del peso mexicano ha generado que en los últimos años su comportamiento esté fuertemente relacionado con la aversión global al riesgo, razón por la cual resulta rentable tomar posiciones cortas en pesos para cubrirse ante eventos de volatilidad en los mercados globales como los experimentados recientemente. Segundo, durante las últimas semanas, y motivado en buena medida por declaraciones de las autoridades, la atención de los mercados se enfocó en algunas vulnerabilidades domésticas. Particularmente el tema de la debilidad financiera de PEMEX y su efecto sobre las finanzas públicas en un entorno de bajos precios del petróleo influyó en un incremento del riesgo soberano, medido por el *spread* del CDS a 5 años, a niveles similares a los observados durante la parte más álgida de la crisis europea de 2011. De hecho, la cotización del riesgo soberano del país en los mercados se situó más como la de un país BBB+ y no como la de una nación con calificación A- (véase gráfica 3.46). Estos movimientos también influyeron de manera adversa en la cotización del peso y lo diferenciaron negativamente respecto al resto de las divisas de países emergentes.

Gráfica 3.43

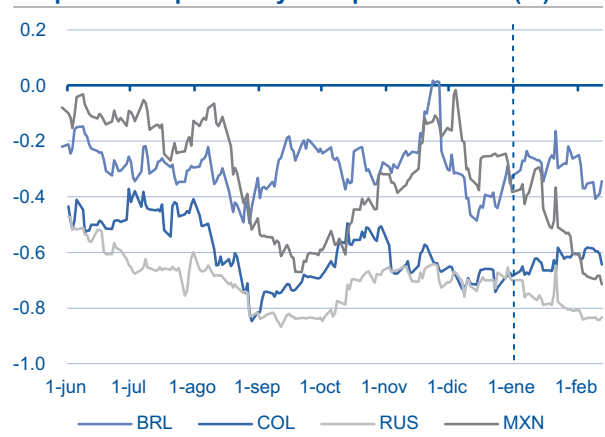
#### Tipo de cambio (Pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.44

#### Correlación móvil de 30 días entre las variaciones del precio del petróleo y del tipo de cambio (%)

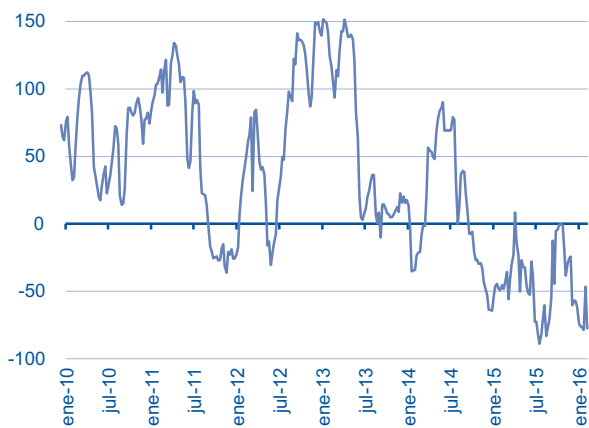


Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

En este entorno de presiones depreciatorias, a mediados de febrero de 2016, la Comisión de Cambios decidió suspender las subastas con precio mínimo y no descartó las intervenciones discrecionales. A su vez el Banco de México decidió de manera inesperada incrementar en 50pb la tasa de política monetaria. Adicionalmente, la SHCP anunció un recorte al gasto de alrededor de 0.7% del PIB que incluye cambios en el presupuesto de PEMEX, los cuales serán detallados en próximas semanas. Los efectos inmediatos de estas disposiciones sobre el tipo de cambio son difíciles de separar de los movimientos del petróleo, sobre todo cuando prácticamente coincidieron con el acuerdo entre Rusia, la OPEP e Irán para no incrementar la producción petrolera, lo que se reflejó en un incremento transitorio del precio. No obstante, a una semana del anuncio se ha reducido la asimetría en la relación del peso y del precio del petróleo, lo que ha permitido que el peso se haya apreciado alrededor de 3.0%. Es importante señalar que estas disposiciones están encaminadas y tienen el potencial de estabilizar el mercado cambiario y no es de esperarse que generen por sí mismas una apreciación significativa del peso mexicano. De hecho se puede prever que la relación inversa con el precio del petróleo continuará como el principal determinante de los movimientos de la paridad cambiaria.

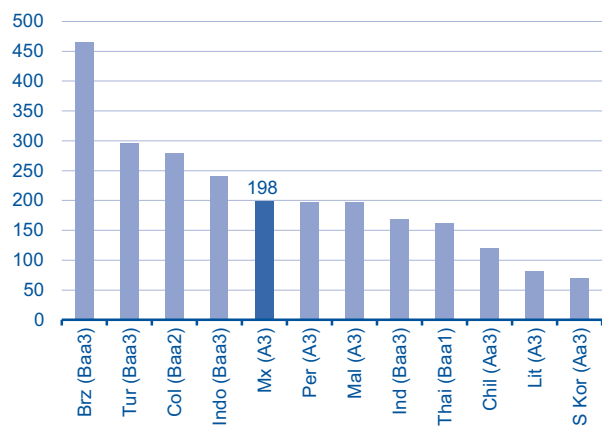
En este entorno de volatilidad financiera el comportamiento de la tenencia de bonos gubernamentales por parte de extranjeros y las tasas de largo plazo han mostrado un comportamiento parecido a lo registrado el año pasado. Por un lado, la importante reducción en la entrada de flujos por parte de extranjero se mantiene, aunque también la ausencia de salidas en la parte media y larga de la curva. De hecho durante el mes de enero y la primera quincena de febrero la tenencia de extranjeros en estos nodos de la curva se incrementó en poco menos de mil millones de dólares, monto por debajo del promedio de mil 500 millones registrado en 2015. Cabe señalar que el incremento de 50pb de la tasa de política monetaria podría motivar en el margen una mayor tenencia por parte de extranjeros de bonos de corto plazo y con ello reducir las caídas en sus tenencias que se han visto desde inicios del 2015. En todo caso se puede afirmar que, en ausencia de episodios de significativa aversión al riesgo, el alza de la tasa de fondeo puede ayudar a mitigar los riesgos de una salida abrupta de extranjeros del mercado de bonos gubernamentales.

Gráfica 3.45  
**Posiciones netas de contratos no comerciales sobre el peso mexicano CME (miles de contratos)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

Gráfica 3.46  
**Riesgo soberano. Spread del CDS a 5 años (puntos base)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

Por su parte, el rendimiento a vencimiento de los bonos de mediano y largo plazos se ha mantenido relativamente estable en este contexto de aversión al riesgo. A diferencia de otros episodios similares, en éste las tasas de interés de largo plazo no han sido afectadas. Como se observa en la gráfica 3.47, en los últimos tres meses (ie, desde el cierre de noviembre a la fecha) se exacerbaron las presiones sobre el peso. En este lapso, en el punto máximo alcanzado por el tipo de cambio el 11 de febrero (19.15 ppp), el peso se había depreciado 15.5%. En el mismo lapso, la tasa de interés a 10 años disminuía 11pb. Del cierre de noviembre a la

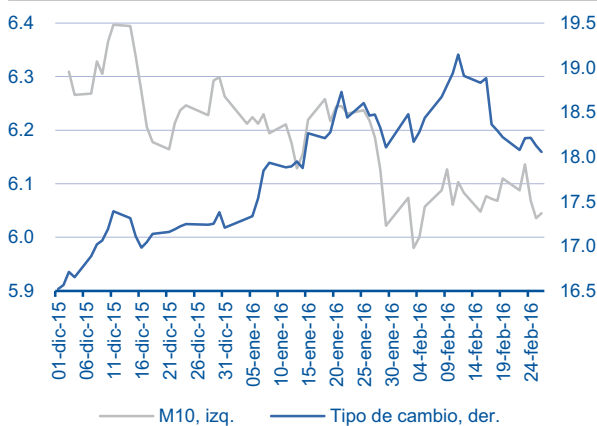
fecha, el peso se ha depreciado 8.9%, mientras que el rendimiento del bono M10 ha disminuido 17 pb. Así, el promedio de la tasa de interés a 10 años en lo que va del primer trimestre del año (6.14%) es prácticamente el mismo que el observado en el cuarto trimestre de 2015 (6.10%).

Consideramos que la relativa estabilidad de las tasas de interés de largo plazo responde a varios factores. Por un lado, después de la primera alza de tasas por parte de la Reserva Federal en diciembre de 2015, las expectativas en los mercados se han ido ajustando hasta el momento actual en que los futuros no descuentan una subida adicional en 2016. A este factor se ha sumado el fuerte efecto refugio que ha propiciado crecientes flujos hacia los activos percibidos como de menor riesgo, principalmente las Notas del Tesoro de EE.UU. Estos dos factores han propiciado disminuciones relevantes en los rendimientos de largo plazo de EE.UU. Del cierre de 2015 a la fecha, la tasa de interés de la Nota del Tesoro a 10 años ha disminuido 51 pb. Como en los últimos dos años, quitando momentos transitorios, las tasas de interés de largo plazo se han movido al ritmo de las expectativas sobre el ciclo de normalización de la política monetaria en EE.UU. (véase gráfica 3.48).

El bajo nivel de las tasas de largo plazo en EE.UU. está siendo un ancla para las tasas de interés de largo plazo en México. Asimismo, otros factores han permitido la relativa estabilidad de los rendimientos de largo plazo. Podemos destacar que el nivel actual es cercano al nivel estimado como de equilibrio de largo plazo (en torno a 6.5%) y que las expectativas de inflación han disminuido y se han acercado a la meta de 3.0%. En conjunto, y en ausencia de salidas de flujos del mercado de bonos, estos factores podrían seguir dándole estabilidad a las tasas de interés de largo a pesar de que continúe el contexto de aversión al riesgo global. El aumento preventivo de 50 pb en la tasa de fondeo no se trasladó a los segmentos largos de la curva de rendimiento en parte por esos factores pero también porque no se anticipan aumentos adicionales en la tasa de referencia del país más allá de los asociados a la probable sincronización con los movimientos en la tasa de fondos federales de EE.UU.

Gráfica 3.47

**Rendimiento a vencimiento de bonos gubernamentales a 10 años y tipo de cambio (% y ppp)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.48

**Rendimiento a vencimiento de bonos gubernamentales a 10 años (%)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Hacia adelante esperamos que el tipo de cambio muestre una limitada apreciación hacia niveles cercanos a los 17ppp. Esto podría suceder con base en un escenario de recuperación del precio del petróleo durante la segunda mitad del año, un mayor dinamismo de la actividad manufacturera en los EE.UU. y un esfuerzo considerable en la reestructuración de las finanzas de PEMEX. En el caso de las tasas de interés, consideramos que el espacio de subida es limitado por los factores antes mencionados y que los movimientos seguirán asociados a los de las tasas de interés de EE.UU. Así, prevemos que el rendimiento del bono M 10 podría ubicarse ligeramente por debajo de 6.5% al cierre de este año.

## 4. Previsiones

Cuadro 5.1

### Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2013	2014	2015	2016	2017
Estados Unidos	1.5	2.4	2.4	2.5	2.4
UEM	-0.3	0.9	1.5	1.8	2.0
Alemania	0.4	1.6	1.5	1.9	1.8
Francia	0.7	0.2	1.1	1.4	1.7
Italia	-1.8	-0.4	0.7	1.5	1.6
España	-1.7	1.4	3.2	2.7	2.7
Reino Unido	2.2	2.9	2.2	2.0	2.0
América Latina *	2.7	0.8	-0.5	-0.9	1.9
México	1.6	2.3	2.5	2.2	2.6
Brasil	3.0	0.1	-3.8	-3.0	1.3
EAGLES **	5.6	5.2	4.6	4.7	5.0
Turquía	4.1	2.9	3.6	3.9	3.9
Asia-Pacífico	5.8	5.7	5.5	5.2	5.2
Japón	1.5	0.0	0.6	1.0	0.7
China	7.7	7.4	6.9	6.2	5.8
Asia (exc. China)	4.3	4.2	4.3	4.4	4.6
Mundo	3.3	3.4	3.2	3.2	3.5

\* 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: 5 de febrero de 2016

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.2

### Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2013	2014	2015	2016	2017
Estados Unidos	1.5	1.6	0.1	1.3	1.9
UEM	1.4	0.4	0.0	0.2	1.4
Alemania	1.6	0.8	0.1	0.1	1.3
Francia	1.0	0.6	0.1	0.2	1.4
Italia	1.3	0.2	0.1	0.0	1.4
España	1.4	-0.2	-0.5	-0.1	1.7
Reino Unido	2.6	1.5	0.0	0.8	1.6
América Latina *	9.2	12.6	15.5	32.6	32.7
México	3.8	4.0	2.7	2.9	3.0
Brasil	6.2	6.3	9.0	8.2	5.1
EAGLES **	5.2	4.6	4.4	4.1	4.0
Turquía	7.6	8.9	7.7	9.5	7.9
Asia-Pacífico	4.0	3.3	2.3	2.6	3.1
Japón	1.6	2.7	1.0	1.0	1.6
China	2.6	2.1	1.4	1.7	2.5
Asia (exc. China)	5.2	4.4	3.0	3.4	3.6
Mundo	4.2	3.9	3.7	5.0	5.3

\* 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: 5 de febrero de 2016

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.3

## Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2014	2015	2016	2017	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
<b>Indicadores Macroeconómicos</b>												
PIB (variación % real)	2.4	2.4	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	0.6	3.9	2.0	0.7	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>
Consumo personal (var. % real)	2.7	3.1	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	1.7	3.6	3.0	2.2	<b>3.1</b>	<b>3.6</b>	<b>3.3</b>	<b>2.8</b>
Consumo gobierno (var. % real)	-0.6	0.8	<b>1.7</b>	<b>0.9</b>	-0.1	2.6	1.8	0.7	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>
Inversión fija bruta (var. % real)	5.3	4.0	<b>5.6</b>	<b>6.5</b>	3.3	5.1	3.7	0.2	<b>8.4</b>	<b>7.5</b>	<b>6.5</b>	<b>7.1</b>
Construcción	5.2	5.8	<b>4.9</b>	<b>5.6</b>	7.4	8.3	-0.8	1.6	<b>7.8</b>	<b>7.0</b>	<b>5.3</b>	<b>4.9</b>
Producción industrial (var. % real anual)	3.7	1.3	<b>-0.4</b>	<b>1.9</b>	3.5	1.5	1.1	-0.8	<b>-1.2</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.9</b>
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-3.0	<b>-2.6</b>	<b>-2.9</b>	<b>-3.1</b>	-2.7	-2.5	-2.8	<b>-2.7</b>	<b>-2.8</b>	<b>-2.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.0</b>
Inflación anual (fin de periodo)	0.8	0.7	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	-0.1	0.1	0.0	0.7	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>
Inflación anual (promedio de periodo)	1.6	0.1	<b>1.3</b>	<b>1.9</b>	-0.1	0.0	0.1	0.5	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>
Balance fiscal primario (% del PIB)	-2.8	<b>-2.6</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.0</b>				<b>-2.6</b>				<b>-3.1</b>

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research



Cuadro 5.4

## Indicadores y Pronósticos México

	2014	2015	2016	2017	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
<b>Actividad Económica</b>												
<b>PIB (series desestacionalizadas)</b>												
Variación % real anual	2.3	2.5	2.2	2.6	2.5	2.2	2.3	1.9	2.2	2.3	2.5	3.0
Por habitante en dólares	10,619	9,347	8,774	9,583	9,763	9,550	8,962	9,092	9,189	9,491	9,642	9,923
Miles de millones de dólares	1,271	1,131	1,073	1,184	1,181	1,156	1,085	1,100	1,124	1,161	1,179	1,213
<b>Inflación (% , prom.)</b>												
General	4.02	2.72	2.91	3.04	3.07	2.94	2.62	2.27	2.78	2.94	3.00	2.91
Subyacente	3.18	2.36	2.72	3.10	2.39	2.32	2.33	2.40	2.66	2.73	2.72	2.78
<b>Mercados Financieros (% , prom.)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	3.00	3.02	3.40	4.35	3.00	3.00	3.00	3.08	3.58	3.75	3.75	3.83
Cetes 28 días	3.00	3.25	3.41	4.31	2.94	3.01	3.05	3.04	3.55	3.71	3.71	3.79
TIIE 28 días	3.35	3.44	3.72	4.66	3.30	3.31	3.32	3.39	3.89	4.05	4.05	4.14
Bono 10 años (% , prom.)	6.01	5.96	6.18	6.57	5.92	6.09	6.13	6.22	6.05	6.15	6.25	6.37
<b>Tipo de cambio (prom.)</b>												
Pesos por dólar (prom.)	13.4	16.0	17.9	16.7	15.1	15.5	16.6	16.8	18.2	18.4	17.8	17.2
<b>Finanzas Públicas</b>												
*RFSP (% del PIB)	-4.6	-4.1	-3.5	3.0	-	-	-	-4.1	-	-	-	-3.5
<b>Sector Externo<sup>3</sup></b>												
Balanza comercial (mmd)	-2.8	-14.5	-17.5	-21.0	-2.2	-1.9	-6.5	-2.5	-2.6	-3.0	-6.5	-5.2
Cuenta corriente (mmd)	-24.8	-32.4	-33.7	-37.0	-8.6	-8.0	-7.9	-8.0	-8.4	-8.5	-9.0	-9.4
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.0	-2.9	-3.1	-3.1	-2.9	-2.8	-2.9	-2.9	-3.0	-2.9	-3.1	-3.1
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.5	4.3	4.2	3.8	4.5	4.4	4.4	3.5	4.2	3.6	3.6	3.3
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.8	4.4	4.6	4.6	4.2	4.3	4.6	4.5	4.7	4.5	4.7	4.6

Continúa en la siguiente página

## Indicadores y Pronósticos México

	2014	2015	2016	2017	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
<b>Demanda Agregada <sup>4</sup> (Var % anual, desestacionalizada)</b>												
Demanda Agregada Total	3.1	2.9	<b>2.2</b>	<b>3.3</b>	3.5	3.1	2.8	2.2	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>
Demanda interna	1.9	1.2	<b>1.8</b>	<b>2.5</b>	0.7	1.1	1.1	1.8	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>
Consumo	1.9	2.7	<b>2.2</b>	<b>2.6</b>	3.3	2.5	2.6	2.5	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>
Privado	1.8	2.8	<b>2.3</b>	<b>2.7</b>	3.3	2.4	2.8	2.6	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.6</b>
Público	2.4	2.3	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	3.1	2.7	1.2	2.0	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.8</b>
Inversión	2.8	4.0	<b>0.5</b>	<b>2.9</b>	5.9	5.0	3.6	1.7	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.8</b>
Privada	4.7	5.9	<b>2.3</b>	<b>4.4</b>	8.0	6.5	6.1	3.1	<b>2.3</b>	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>	<b>2.9</b>
Pública	-4.5	-3.9	<b>-8.2</b>	<b>-4.6</b>	-2.8	-1.2	-7.1	-4.4	<b>-7.7</b>	<b>-7.1</b>	<b>-8.5</b>	<b>-9.4</b>
Demanda Externa	7.0	8.1	<b>3.5</b>	<b>5.6</b>	12.5	9.2	7.9	3.3	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>	<b>5.0</b>
Importaciones	5.9	4.1	<b>2.3</b>	<b>5.3</b>	6.7	5.2	3.2	1.2	<b>2.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>3.5</b>
<b>PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)</b>												
Primario	4.6	3.1	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	2.9	2.8	4.0	2.9	<b>2.6</b>	<b>4.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>
Secundario	2.6	1.0	<b>1.7</b>	<b>2.4</b>	1.7	0.7	1.2	0.2	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>
Minería	-1.5	-5.7	<b>-1.1</b>	<b>-0.4</b>	-5.3	-7.9	-5.6	-4.1	<b>-1.6</b>	<b>-1.6</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.6</b>
Electricidad	8.2	3.8	<b>3.6</b>	<b>2.9</b>	5.7	2.3	3.7	3.6	<b>3.8</b>	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>	<b>2.9</b>
Construcción	1.9	2.6	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	4.6	3.0	3.3	-0.5	<b>2.9</b>	<b>2.0</b>	<b>3.8</b>	<b>3.7</b>
Manufactura	4.0	2.7	<b>1.9</b>	<b>3.3</b>	3.8	2.7	3.0	1.4	<b>1.1</b>	<b>1.8</b>	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>
Terciario	1.9	3.3	<b>2.4</b>	<b>2.7</b>	2.9	3.2	3.4	3.7	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.0</b>
Comercio	3.1	4.5	<b>3.5</b>	<b>2.7</b>	5.9	3.6	4.7	4.0	<b>3.6</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>	<b>2.7</b>
Transporte, correos y almacenamiento	3.2	3.5	<b>3.0</b>	<b>2.8</b>	3.3	3.0	4.1	3.5	<b>2.9</b>	<b>4.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>
Información en medios masivos	0.2	10.0	<b>6.2</b>	<b>8.3</b>	5.2	4.6	11.7	18.8	<b>7.0</b>	<b>6.2</b>	<b>6.0</b>	<b>5.8</b>
Servicios financieros y de seguros	-0.9	0.9	<b>2.6</b>	<b>3.8</b>	-0.4	-0.4	1.9	2.5	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>2.8</b>
Serv. inmob. y alquiler de b. muebles e int.	2.0	2.3	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>	1.8	3.2	2.2	2.1	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>2.3</b>	<b>1.4</b>
Serv. profesionales, científicos y técnicos	1.3	3.8	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	2.9	5.8	3.2	3.2	<b>1.8</b>	<b>2.9</b>	<b>2.0</b>	<b>1.4</b>
Dirección de corporativos y empresas	7.2	1.9	<b>1.8</b>	<b>1.3</b>	-2.0	1.0	4.9	3.9	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>
Serv. apoyo a neg., serv. de remediación	-0.2	1.0	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	2.4	0.4	0.7	0.6	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.7</b>	<b>1.1</b>
Servicios educativos	0.1	0.7	<b>0.8</b>	<b>0.1</b>	0.1	0.7	0.4	1.6	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>
Servicios de salud y de asistencia social	-0.6	1.3	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	1.1	1.6	1.1	1.5	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>
Serv. de esparcimiento, culturales y depor.	-1.4	4.7	<b>3.1</b>	<b>2.2</b>	3.3	5.9	4.5	4.9	<b>3.5</b>	<b>3.0</b>	<b>3.6</b>	<b>2.3</b>
Serv. alojam. temp. y prep. de alim. y beb.	2.9	5.9	<b>4.7</b>	<b>4.8</b>	3.8	4.6	7.1	8.1	<b>5.6</b>	<b>5.5</b>	<b>5.3</b>	<b>2.5</b>
Otros serv. exc. actividades del gobierno	1.5	2.4	<b>0.9</b>	<b>2.0</b>	3.1	1.7	1.3	3.3	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>1.7</b>	<b>0.8</b>
Actividades del gobierno	2.9	2.6	<b>-1.7</b>	<b>1.5</b>	5.4	4.0	0.8	0.3	<b>-1.6</b>	<b>-1.4</b>	<b>-2.7</b>	<b>-1.0</b>

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

3: Acumulado, últimos 12 meses

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

mmd: miles de millones de dólares

dpb: dólares por barril

\*RFSP: Requerimientos Financieros del Sector Público

nd: no disponible

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

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

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BBVA Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

**"BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores".**

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

**Economista Jefe**

Carlos Serrano  
carlos.serrano@bbva.com

Javier Amador  
javier.amador@grupobbva.com

Iván Martínez  
ivan.martinez.2@bbva.com

Fco. Javier Morales  
francisco.morales@bbva.com

Con la colaboración:  
Escenarios Económicos

**BBVA Research**

**Economista Jefe del Grupo**  
Jorge Sicilia

**Economías Desarrolladas:**  
Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

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

**Europa**  
Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

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

**Economías Emergentes:**

**Análisis Transversal de Economías Emergentes**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiza@bbva.com

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

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

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

**Coordinación LatAm**  
Juan 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

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

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

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

**Regulación y Políticas Públicas**  
María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Regulación Digital**  
Alvaro Martín

**Áreas Globales:**

**Escenarios Económicos**  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Escenarios Financieros**  
Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

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

Otras publicaciones:

