

# Situación México

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



01

El bajo crecimiento de la economía mexicana en 1S16 induce una revisión a la baja en el crecimiento estimado para 2016 a 1.8%

02

Para 2017, el modesto ritmo de avance en EE.UU. y el Brexit reducen nuestra expectativa de crecimiento para México a 2.2%

03

Los retos fiscales son complicados, pero es indispensable enfrentarlos

04

La depreciación del tipo de cambio observada en los últimos dos años obedece en buena medida al deterioro en la cuenta corriente

## Índice

---

1. En resumen	2
2. Entorno global	4
3. En 2016 la tasa de crecimiento del PIB será menor a la de 2015	7
3.1 El menor dinamismo en 1T16 y su tasa negativa de 2T16 bajan a 1.8% el crecimiento del PIB para 2016	7
Recuadro 1. Expectativas positivas para la subasta de bloques en aguas profundas	22
3.2 Considerando la 1ª quincena de agosto, la inflación ha permanecido por debajo de 3.0% por más de 15 meses consecutivos	25
3.3 Tipo de cambio y desempeño de las cuentas externas en el centro de atención de Banxico	28
3.4 Búsqueda de rendimientos en los mercados financieros después del <i>Brexit</i>	30
4. Previsiones	34

**Fecha de cierre: 31 de agosto de 2016**

# 1. En resumen

---

La economía mundial continúa con una evolución moderada que mantiene su crecimiento en niveles por debajo de lo observado previo a la recesión económica global de 2008-09. A pesar de un incremento del comercio mundial en junio y de cierta mejoría en los datos de confianza del consumidor, las cifras del segundo trimestre señalan un crecimiento muy similar a la media de los últimos cinco años. La atonía en el ritmo de actividad económica global es un reflejo de lo que pasa en las diversas geografías, principalmente en el mundo desarrollado.

En Estados Unidos los datos de crecimiento de la primera mitad del año resultaron por debajo de lo esperado y estuvieron influidos por la continua debilidad tanto de la inversión no residencial como de la demanda externa. Por lo anterior, la tasa de crecimiento económico de Estados Unidos para 2016 se revisó de 2.0% a 1.6%.

Para la zona Euro el impacto del *Brexit* se empezará a notar, sobre todo para el próximo año, en un deterioro de la confianza que frenará las decisiones de consumo e inversión. En este contexto se mantiene la previsión de crecimiento del PIB de 1.6% para 2016 y se revisa a la baja en 0.4% a 1.5% el pronóstico correspondiente a 2017.

En el caso de las economías en desarrollo, éstas han mostrado mayor resistencia y se han visto favorecidas, en cierta medida, por el reciente incremento de los estímulos monetarios. En particular, para el caso de la economía China, si bien las preocupaciones sobre una abrupta desaceleración se han reducido en cierta medida, se mantienen los riesgos sobre la estabilidad financiera, la salida de capitales y el endeudamiento de las empresas. Todo esto mantiene la previsión de una desaceleración hacia 6.4% en 2016 y 5.8% en 2017.

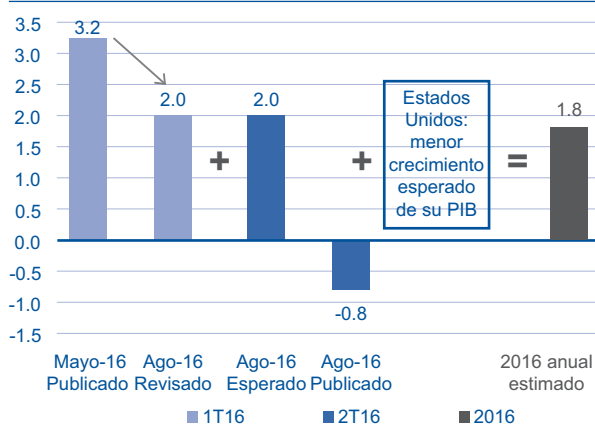
En este entorno de debilidad global, en particular de EE.UU., el sector externo de la economía mexicana se ha visto afectado. Las exportaciones totales en el periodo enero-julio retrocedieron alrededor de 10% a tasa anual, lo cual se ha reflejado en un crecimiento trimestral promedio de apenas 0.2% del sector industrial durante los primeros dos trimestres del año. Adicionalmente, en los últimos meses se ha observado una debilidad del sector servicios que representa dos tercios de la actividad económica. La tasa de crecimiento trimestral de este sector cayó de 1.1% durante el primer trimestre a -0.1% durante el segundo. En buena medida estas cifras explican la caída de 0.2% trimestral del PIB en el periodo abril-junio (-0.8% a tasa trimestral anualizada), lo cual aunado a la revisión a la baja del primer trimestre (de 3.2% a 2.0% a tasa trimestral anualizada) nos conduce a reducir nuestra expectativa de crecimiento de 2.6% a 1.8% para 2016.

La moderación en el crecimiento económico del país también se reflejó en los ingresos presupuestarios totales del sector público. Durante el periodo enero-julio de 2016, estos ingresos mostraron un crecimiento anual real de 0.1% al excluir el Remanente Operativo de Banxico. Por su parte, el gasto neto pagado del sector público en dicho periodo registró una caída anual real de 0.3% mientras que la deuda bruta se ubicó en 47.1% del PIB al primer semestre de 2016, mostrando un incremento de 2.6 puntos porcentuales respecto al cierre de 2015.

El menor crecimiento de la economía en un contexto de bajos precios del petróleo y un ajuste tardío al gasto público se ha reflejado en un relevante incremento en el déficit de cuenta corriente que al momento se encuentra en alrededor de 3.1% del PIB. El rápido incremento de este indicador (en 2011 el déficit se encontraba en alrededor de 1.2% del PIB) y las dificultades para su financiamiento, dada la escasez de flujos de cartera en un contexto de volatilidad en los mercados financieros y de normalización monetaria en EE.UU., lo han convertido en una de las preocupaciones principales del banco central. En efecto, Banxico ha señalado que la reducción en el gasto público es más eficiente para lograr el ajuste de la cuenta corriente, considerando que se debe complementar con una disminución del gasto privado y es ahí donde cobra relevancia el incremento de la tasa de política monetaria decidido en la reunión del 30 de junio.

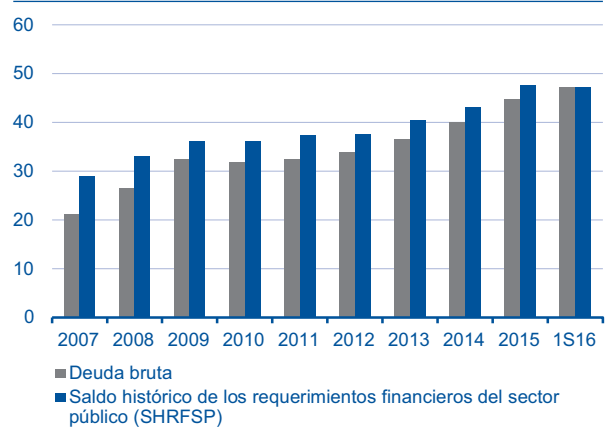
El incremento de la deuda pública y el déficit de las cuentas externas no sólo han atraído la atención del banco central, sino también de las agencias calificadoras. En las últimas semanas S&P colocó en perspectiva negativa la calificación de deuda soberana de México. La calificador menciona al crecimiento de la deuda pública y el servicio de ésta como los principales riesgos, por lo que de continuar el deterioro de estos indicadores, podría generar una modificación a la baja en la calificación soberana del país en los siguientes 24 meses.

Gráfica 1.1  
**Tasa de crecimiento del PIB (Var. % a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 1.2  
**Saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público y deuda bruta (% PIB)**



Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

En los mercados financieros, la búsqueda por rendimientos, el comportamiento de los mercados accionarios y de las divisas de economías emergentes, y cierta reactivación de flujos hacia estas economías por parte de extranjeros se han visto favorecidos por el incremento de los estímulos monetarios por parte de algunos bancos centrales de países desarrollados y las perspectivas de una normalización monetaria más gradual en EE.UU. En el caso particular del peso mexicano, en un entorno de menor aversión al riesgo tras el *Brexit*, tanto el precio del petróleo como los comentarios de los miembros de la Reserva Federal retomaron su poder explicativo. Si bien se ha registrado cierta apreciación, el tipo de cambio se mantiene en alrededor del 18.50 ppd en promedio, influido en cierta medida por la incertidumbre hacia el segundo semestre del año (la reunión de la OPEP en septiembre, las elecciones de EE.UU. en noviembre, etc.). En caso de que se presentara un nuevo episodio de diferenciación negativa del peso en relación a otras monedas de economías emergentes, Banxico se podría desligar nuevamente de la Reserva Federal e incrementar la tasa de referencia.

## 2. Entorno global

---

La economía global ha continuado en los tres últimos meses la evolución moderada de los trimestres precedentes, con tasas de crecimiento en torno al 3%, claramente por debajo de los ritmos anteriores a la crisis. En este periodo los datos agregados a nivel global han mejorado parcialmente o han frenado su deterioro, pero se ha materializado uno de los riesgos que se mencionaban para mitad de año -el resultado en favor del *brexít* en junio- que nos lleva a revisar a la baja nuestras previsiones en Europa. Por otro lado, el trimestre ha estado también marcado por el retraso de la Fed en el proceso de normalización de las tasas de interés ante las dudas sobre la situación coyuntural de la economía americana, su crecimiento a largo plazo y los riesgos globales.

### Los datos de coyuntura globales han mejorado ligeramente

Nuestras primeras estimaciones basadas en el indicador BBVA-GAIN para el segundo trimestre (0.78% t/t) apuntan a que el crecimiento mundial se habría mantenido cercano a la media de los últimos 5 años. De esta forma, y al igual que en el primer trimestre, a la economía mundial le cuesta superar un crecimiento reducido. Y los indicadores más recientes parecen confirmar este diagnóstico. La producción industrial muestra una tendencia neutra que sólo se quiebra durante los meses de abril y mayo, en los cuales pasa a ser ligeramente positiva. Esta situación se da como resultado del comportamiento de las economías emergentes, más precisamente las asiáticas, ya que los países desarrollados no muestran signos de recuperación. Los datos de confianzas son algo más optimistas ya que en junio se observa un impulso proveniente de las respuestas de los países desarrollados, mientras que nuestro indicador de comercio global de bienes muestra un fuerte aumento en junio, tras meses de debilidad.

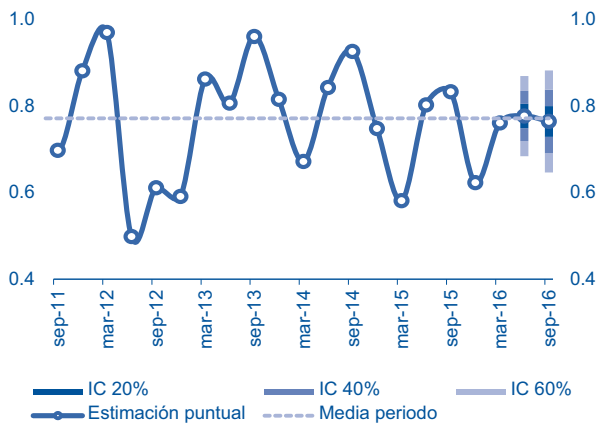
Todo ello, junto a una reducción de las tensiones financieras tanto en países desarrollados como en emergentes, nos hace proyectar un tercer trimestre no muy diferente a los dos primeros. En efecto, nuestro indicador BBVA-GAIN estima un avance de la economía mundial en el tercer trimestre nuevamente en torno a la tendencia de crecimiento de los últimos años (0.76% t/t), lo cual es consistente con un crecimiento global para 2016 del 3.1%.

### El *brexít* tendrá un impacto en la confianza y el comercio exterior europeos

A pesar de que las encuestas apuntaban a un empate o incluso una victoria del *brexít* en el Reino Unido, el resultado final del referéndum supuso una cierta sorpresa, que llevó a los mercados a reaccionar con aumentos de la volatilidad y caídas de bolsa (sobre todo en el sector bancario y en Europa), aunque la magnitud y sobre todo la persistencia de este período de stress financiero no han sido muy pronunciados, por lo que el *brexít* no ha constituido un evento sistémico.

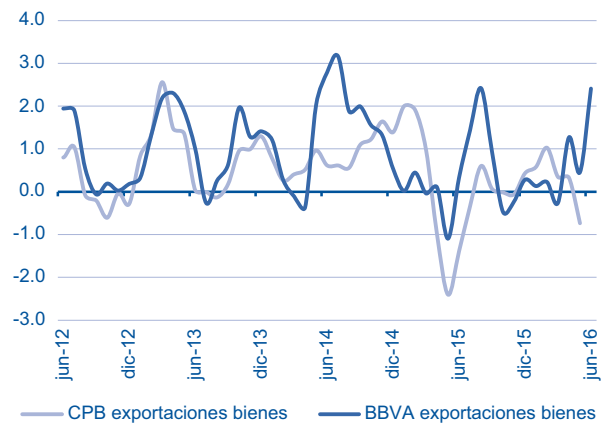
No obstante, el shock político sí ha sido importante en el Reino Unido, y probablemente su impacto sobre la confianza llevará a la economía británica a una recesión puntual, pero su efecto estimado a corto plazo sobre el resto de Europa será relativamente contenido (entre tres y cuatro décimas de menor crecimiento en 2017), sobre todo por el canal comercial, mientras que en el resto del mundo el impacto será casi inapreciable. El mayor riesgo de incidencia global derivado del referéndum es su potencial contagio político al resto de Europa, está aún por determinarse.

Gráfica 2.1  
Crecimiento del PIB global: datos observados y previsiones del modelo BBVA-GAIN (% t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.2  
Volumen de comercio global, bienes. BBVA Research e índice CPB (% t/t)



Fuente: BBVA Research y CPB

## Los mercados financieros han estado afectados por el *brexít* y las políticas monetarias

La incertidumbre asociada al impacto potencial del *brexít* y el refuerzo del sesgo bajista en las políticas monetarias de los principales bancos centrales han marcado la dinámica de los mercados financieros durante el último trimestre. El *brexít* trajo consigo un aumento sustancial de la volatilidad financiera, común al grueso de activos, y un castigo particularmente intenso a las cotizaciones del sector corporativo europeo en bolsa. Su efecto, sin embargo, fue transitorio y no sistémico (los índices BBVA de tensiones financieras para economías desarrolladas y emergentes corrigieron en las primeras semanas de julio todo el deterioro observado entre mayo y junio). La respuesta de los bancos centrales, retrasando el proceso de normalización de las tasas de interés (es el caso de la Fed) o manteniendo la predisposición a reforzar su esquema de estímulos (BCE, BoE y Banco de Japón), ha ayudado a amortiguar el efecto del *brexít* y ha sido determinante para explicar la fuerte caída de rentabilidades de los bonos soberanos a largo plazo de países como EE.UU. o Alemania (ambas, en niveles mínimos de los últimos años, y la del bono alemán, estable en terreno negativo).

En esta ocasión, y a diferencia de otros episodios de inestabilidad financiera, los mercados emergentes han mostrado una mayor resistencia. La búsqueda de rentabilidad, en un contexto de tasas de interés muy reducidas, y el alivio generado por el retraso de la Fed sobre las condiciones de financiamiento, han fomentado la reorientación de flujos de capital hacia el bloque emergente. De hecho, en las primeras semanas de julio, los países emergentes recibieron las mayores entradas de capital extranjero desde 2013. Por el contrario, los mercados de acciones, sobre todo los desarrollados, continuaron sufriendo las dudas sobre la recuperación del ciclo de beneficios empresariales y el peor comportamiento relativo del sector bancario en regiones como Europa.

## Crecimiento revisado a la baja en EE.UU. y retraso en el proceso de normalización de tasas de la Fed

En EE.UU., los malos datos del primer trimestre (1.1% anualizado) han sido seguidos por datos volátiles de empleo en el segundo y una debilidad persistente de la inversión no residencial, frente a un crecimiento robusto del consumo privado. Todo ello, junto con otros factores de incertidumbre ligados a las elecciones en la segunda mitad del año y a los riesgos globales (*brexít* y otros riesgos en Europa y China más a largo plazo) nos llevan a reducir nuestra previsión para 2016 de cerca de 2.0% a 1.6%.

La Reserva Federal ha mostrado en sus últimas reuniones mayores dudas sobre el potencial de crecimiento de la productividad y el PIB de la economía americana a largo plazo, lo que implica también dudas sobre los

tasas de interés de equilibrio. Esto, unido a los riesgos de la economía global le ha hecho retrasar su proceso de normalización de tasas. En este contexto, ahora prevemos una subida adicional este año (probablemente en diciembre, dado el calendario electoral), y dos en 2017 (frente a las dos y cuatro, respectivamente, que preveíamos hace tres meses).

## China sigue marcada por una desaceleración y riesgos a largo plazo

En China, los temores a una desaceleración brusca de la economía se han disipado en parte tras registrar un crecimiento del PIB estable de 6.7% en el segundo trimestre del año, algo mejor de lo esperado, apoyado en un consumo sólido y el aumento del crédito. Señales menos optimistas provienen de la debilidad de la inversión (sobre todo privada), que por otro lado podría ser el principio del esperado desendeudamiento, ya que además parece que ha afectado a aquellos sectores con sobrecapacidad. La política monetaria mantendrá una postura acomodaticia y podría bajar otras tres veces el coeficiente de reserva de capital y llevar a cabo un recorte adicional de la tasa de interés en lo que queda de año. Con todo, se mantiene la previsión de una desaceleración del crecimiento a 6.4% en 2016 (desde 6.9% 2015) y 5.8% en 2017. Continúan los riesgos a corto plazo sobre la estabilidad financiera, la depreciación del renminbi y la salida de capitales, así como el mercado inmobiliario y el endeudamiento de las empresas, mientras que a largo plazo continúan las dudas sobre las perspectivas de crecimiento debido al lento progreso de las reformas estructurales en algunas áreas clave, en particular las empresas públicas.

## La eurozona se verá afectada de manera limitada por el *brexit*, pero con numerosos riesgos de carácter político y geopolítico

En la zona euro, el fuerte crecimiento registrado en el primer trimestre respondió a factores transitorios, pero la recuperación continúa a un ritmo moderado en el segundo trimestre (0.3% t/t). El *brexit* pesará sobre las perspectivas para el conjunto de la zona euro en el horizonte de previsión, y su impacto se dejará notar sobre todo en un deterioro de la confianza que frenará las decisiones de consumo e inversión, a lo que se une el aumento del precio del petróleo. Con todo ello, se espera que el crecimiento del PIB continúe desacelerándose ligeramente en la segunda mitad del año, aunque el mejor desempeño de la economía durante el primer semestre nos lleva a mantener la previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2016 en 1.6%, mientras que se revisa a la baja en 0.4pp el de 2017 a 1.5%.

Los riesgos en Europa continúan sesgados a la baja, y son predominantemente de carácter político, más allá de los riesgos ligados al crecimiento global: a la incertidumbre sobre el proceso de salida de Reino Unido de la UE se une el posible contagio político a otros estados miembros, con elecciones en varios países en 2017 (Holanda, Francia y Alemania), y sobre todo un referéndum constitucional en Italia en octubre que puede dar lugar a una fuerte inestabilidad política, a lo que se une la situación delicada del sistema bancario italiano. Los riesgos también persisten (aunque menores) en Grecia, y con riesgo de que se reanuden las llegadas de refugiados si las relaciones con Turquía se deterioran.

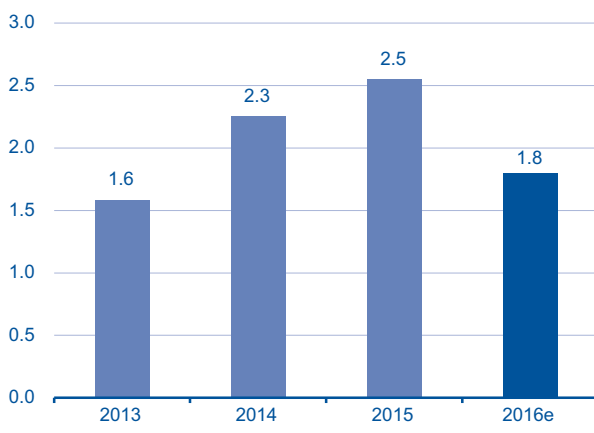
En cuanto al BCE, la postura más acomodaticia del resto de bancos centrales desarrollados y las potenciales repercusiones del *brexit* sobre la economía de la eurozona han reforzado la disposición del banco central a adoptar nuevas medidas de estímulo en caso de ser necesario. El hecho de que las compras de bonos corporativos y la primera subasta TLTRO II hayan entrado en vigor todavía el pasado mes de junio le concede al BCE cierto margen de maniobra para analizar sus efectos antes de considerar un cambio sustancial del programa de expansión cuantitativa (QE). Lo que no resulta descartable es la extensión de su duración hasta, al menos, septiembre de 2017 (vence en marzo de ese año), y la introducción de algunos ajustes, como el incremento de los límites de adquisición por emisor en el caso de bonos sin cláusulas de acción colectiva, para sortear la escasez de títulos en plazos que ya ofrecen rentabilidades negativas. En principio, recortes adicionales de la facilidad marginal de depósito (en -0.4%) son menos probables.

### 3. En 2016 la tasa de crecimiento del PIB será menor a la de 2015

#### 3.1 El menor dinamismo en 1T16 y su tasa negativa de 2T16 bajan a 1.8% el crecimiento del PIB para 2016

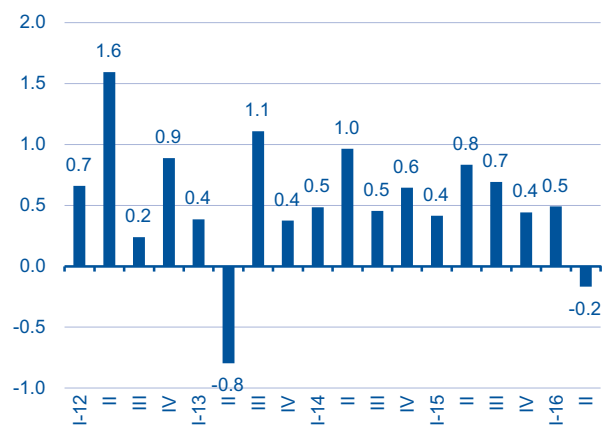
En agosto de 2016 el INEGI informó que la tasa de crecimiento trimestral del PIB del segundo trimestre de ese año (2T16) fue -0.2%. Este crecimiento equivale a una tasa de crecimiento trimestral anualizada de la actividad económica negativa de -0.8% para ese trimestre. Si bien el desempeño del PIB en 2T16 representó una mala noticia en sí misma y para la tasa de crecimiento esperada de la actividad económica, también hay que tener en cuenta que el INEGI redujo el dato del crecimiento del PIB de 1T16. De esta forma, la nueva información del INEGI hizo que se pasara de tener una tasa de crecimiento trimestral del PIB en 1T16 de 0.8% (equivalente a un crecimiento trimestral anualizado de 3.2%) a una menor de 0.5% (tasa equivalente a un crecimiento trimestral anualizado del PIB de 2.0%).

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



e = estimado  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.2  
**Evolución del PIB (Var. % t/t, ae)**



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

El hecho de que el INEGI haya revisado a la baja el crecimiento del PIB del 1T16 y que además este haya registrado un crecimiento negativo de 2T16 son factores que hacen que ahora se espere una menor tasa de crecimiento del PIB para 2016. Es decir, la combinación de menor crecimiento al inicio del año junto con la caída de la actividad en el segundo trimestre hacen que las perspectivas económicas para 2016 ahora sean menos favorables que al inicio del año o que en el momento en que se dio a conocer una alta tasa de crecimiento del PIB para el 1T16, la cual se ajustó a la baja recientemente con los datos actualizados del INEGI.

Dado los dos puntos anteriores, consideramos que el crecimiento del PIB en 2016 será de 1.8% siempre y cuando durante el tercer y cuarto trimestre del año la actividad económica registre tasas de crecimiento



trimestrales que estén, en promedio, dentro del rango de 0.7% en cada uno de estos. Cabe mencionar que de 1T12 a 2T16 la tasa de crecimiento trimestral promedio del PIB fue de 0.5%, y que tasas de crecimiento trimestrales en promedio menores al 0.7% referido implican un menor dinamismo de la actividad económica en 2016. Este punto indica que en el transcurso del segundo semestre del año la actividad económica tiene que crecer a tasas trimestrales relativamente altas o a tasas trimestrales anualizadas de alrededor del 3% en la segunda parte del año.

Cuadro 3.1

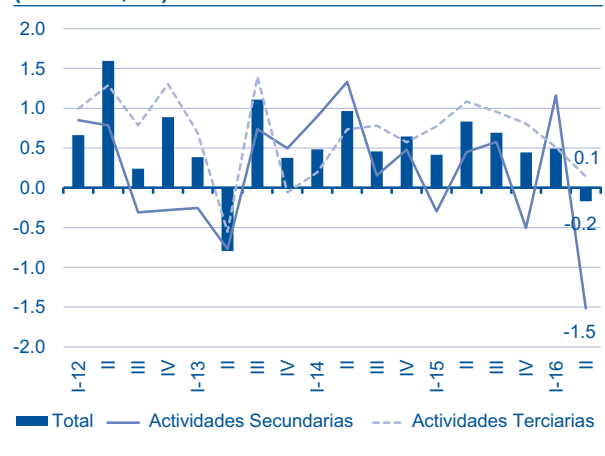
**PIB: segundo trimestre 2016**  
**(Tasas de crecimiento)**

	Serie desestacionalizada		Serie original	
	t/t	t/t anualizada	a/a	a/a
<b>PIB Total</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.8</b>	<b>1.5</b>	<b>2.5</b>
Actividades Primarias	-0.3	-1.2	3.9	3.8
Actividades Secundarias	-1.5	-5.9	-0.3	1.0
Actividades Terciarias	0.1	0.4	2.4	3.2

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

Gráfica 3.3

**PIB trimestral por componentes**  
**(Var. % t/t, ae)**



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

Al analizar el desempeño de los sectores que integran al PIB por el lado de la oferta, se tiene que en 2T16 el sector secundario o sector industrial destaca debido a su crecimiento trimestral negativo (-1.5%). Este desfavorable desempeño del sector industrial puede deberse en parte al también desfavorable desempeño que han tenido las exportaciones de mercancías, en particular las exportaciones de manufacturas. Este tema se comenta con mayor detalle en la sección del sector externo de este apartado. En este sentido, es posible que el bajo crecimiento del PIB de Estados Unidos que se ha observado a lo largo de 2016, esté afectando, por la vía de las exportaciones, al desempeño del sector industrial. Además, Estados Unidos es el principal socio comercial del país al que se destina alrededor del 80% de las exportaciones totales.

Cabe tener presente que de 1T12 a 2T16 la tasa de crecimiento promedio trimestral del PIB del sector secundario fue de 0.2%. Además, el PIB de este sector representa alrededor del 33% del PIB total del país. Tanto su tasa de crecimiento trimestral promedio como su peso relativo en el PIB indican que este sector no es el más dinámico de la economía ni el que tiene la mayor contribución al crecimiento de la actividad económica del país. Por esta razón se puede pensar que aunque en el futuro próximo este sector vuelva a registrar tasas de crecimiento trimestrales positivas, su dinamismo no será alto, o si lo llegara a ser este no lo sería por mucho tiempo dado su comportamiento histórico. Este punto indica que el principal impulso a la expansión del PIB seguirá proviniendo del sector terciario o sector servicios, como ha sucedido en los últimos cuatro años.

Por su parte, en 2T16 el sector terciario registró un crecimiento trimestral reducido de 0.1%. Del 1T12 a 2T16 la tasa de crecimiento trimestral promedio de este sector de actividad económica fue de 0.7%. Es más, de 2T15 a 2T16 este sector ha desacelerado su dinamismo al momento en que este pasó de registrar una tasa de crecimiento trimestral de 1.1% en el primer periodo a una de 0.1% en el segundo. Además, el sector terciario representa alrededor del 63% del PIB total, lo cual al combinarse con su relativa alta tasa de crecimiento trimestral promedio de 0.7% hace que este sector sea el que más ha contribuido a la expansión del producto. En este sentido, una abrupta desaceleración del ritmo de crecimiento del sector terciario se verá reflejada en una significativa desaceleración del ritmo de expansión del PIB total. Por lo tanto, si el sector terciario no logra

crecer a tasas relativamente altas en el segundo semestre del año, entonces será difícil que el PIB total del país pueda crecer al 1.8% en 2016.

En lo concerniente al sector primario, el cual contribuye con alrededor del 4% del PIB y de 1T12 a 2T16 su tasa de crecimiento promedio trimestral fue de 0.8%. En la medida en que esta actividad económica tenga una reducida participación dentro del PIB hace que su aportación al crecimiento de la actividad económica total del país sea reducida por más dinámico que este sector sea. Es decir, las características de este sector de actividad económica también corroboran que la parte más importante del impulso a la actividad económica del país provendrá por el desempeño favorable del sector servicios.

En resumen, se tiene que el poco favorable desempeño de la actividad económica durante el primer semestre del año hace que en la segunda parte del mismo el PIB debe de crecer a tasas trimestrales anualizadas alrededor de 3%. Si esto no sucede, la tasa de crecimiento de 1.8% que esperamos no se alcanzará.

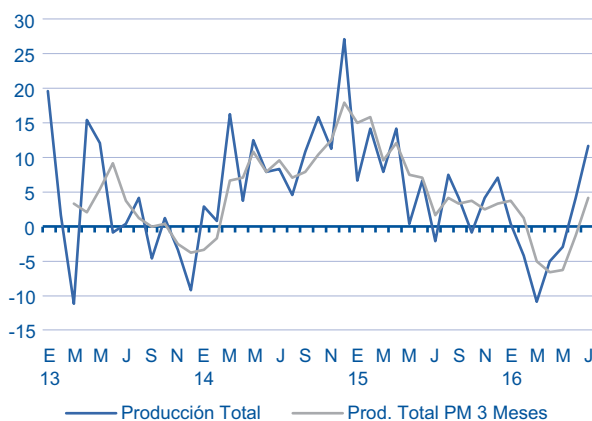
### 3.1.1 Indicadores de actividad recientes del tercer trimestre de 2016

Hasta el momento hay pocos indicadores que hagan referencia al comportamiento de la actividad económica en 3T16. Uno de estos es el indicador que está dado por la producción total automóviles de julio de 2016. Este indicador es relevante debido a que un alto porcentaje de producción automotriz se exporta y por la alta importancia que el sector automotriz tiene dentro del sector manufacturero. De acuerdo con los últimos datos disponibles de julio, se puede pensar que se está al inicio de una nueva etapa de expansión de este sector de acuerdo con lo que señala su tasa de crecimiento anual promedio móvil de tres meses. Sin embargo, la expansión sostenida de este sector dependerá de que éste siga presentando tasas de crecimiento anuales positivas en los siguientes meses.

Por otra parte, el Índice IMEF del Entorno Empresarial Mexicano de julio de 2016 señala que las perspectivas del sector manufacturero en su total no son del todo favorables como lo sugiere el caso de la producción del sector automotriz de ese mismo mes. Es decir, estas señales mixtas del sector manufacturero indican la posibilidad de que continúe una débil expansión de la actividad económica a lo largo del año, la cual a su vez puede mejorar si persiste el desempeño positivo que el indicador del entorno empresarial del IMEF para el sector no manufacturero que se observó en julio. Es decir, los datos anteriores indican que en tanto que en el corto plazo el mejor desempeño del sector no manufacturero compense al del sector manufacturero y que en los siguientes meses también mejore el de este último sector. Estos factores harán posible esperar que el crecimiento del PIB en el segundo semestre de 2016 sea más dinámico, lo cual a su vez permitirá que el crecimiento anual del producto sea de 1.8%.

Gráfica 3.4

#### Producción total de automóviles (Var. % anual, ae)



PM = promedio móvil.

Fuente: BBVA Research con información de AMIA

Gráfica 3.5

#### Índice IMEF del Entorno Empresarial de México (Índice)



Expansión si Índice > 50 puntos; Contracción si índice < 50 puntos

Fuente: BBVA Research con información del Indicador IMEF del Entorno empresarial Mexicano

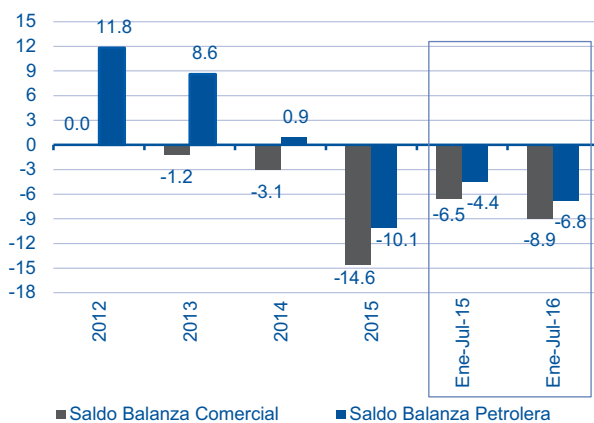
### 3.1.2 Sector Externo: persiste el aumento del saldo deficitario de la balanza comercial como consecuencia del saldo deficitario de la balanza petrolera

En lo que va de 2016 la economía mexicana ha enfrentado importantes retos, y uno de estos es el comportamiento desfavorable del sector externo. En este contexto se tiene que el saldo de la balanza comercial acumulado de enero a julio de 2016 fue deficitario por 8.9 mil millones de dólares (mmd). Este déficit fue mayor en 37% al que esta balanza registró en el mismo periodo de 2015. La principal razón del déficit de la balanza comercial del país se debe al déficit que la balanza petrolera ha registrado. Por ejemplo, en los primeros siete meses de 2016, el déficit de esta cuenta petrolera con el exterior fue de 6.8 mmd, cifra mayor en 52.9% al déficit que ésta registró en el mismo lapso de 2015.

Detrás del déficit de la balanza petrolera y, por tanto de la balanza comercial del país, está la rápida disminución del precio del barril de petróleo crudo que el país exporta. En este contexto, cabe mencionar que fue a partir de octubre de 2014 cuando se presentó la primera posición deficitaria de la balanza petrolera, la cual ascendió a 123 millones de dólares (md). En ese mes el precio del barril de petróleo crudo de exportación fue de 75.2 dólares cuando en enero de 2014 el precio promedio del barril de petróleo crudo de exportación fue de 90.7 dólares. Es decir, la disminución de 15 dólares en el precio del barril de exportación generó la primera posición deficitaria de la balanza petrolera. Los datos anteriores indican que el monto del déficit de la balanza petrolera aumentó rápidamente como consecuencia también de la rápida disminución del precio del barril de crudo de exportación. Por ejemplo, en julio de 2015 este precio bajó a 46.6 dólares, en enero de 2016 se redujo hasta alcanzar 23.9 dólares, y para julio de 2016 aumentó a 38.3 dólares (un precio que apenas es el 51% del precio de 75.2 dólares que tuvo el barril de petróleo en octubre de 2014).

Gráfica 3.6

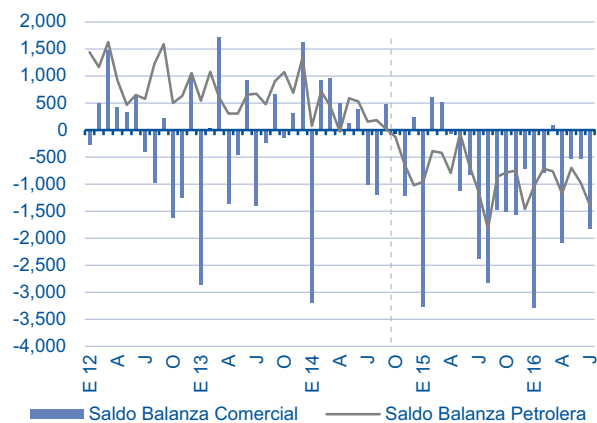
Saldo de la balanza comercial y de la balanza petrolera (Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.7

Saldo mensual de la balanza comercial y de la balanza petrolera (Miles de millones de dólares)



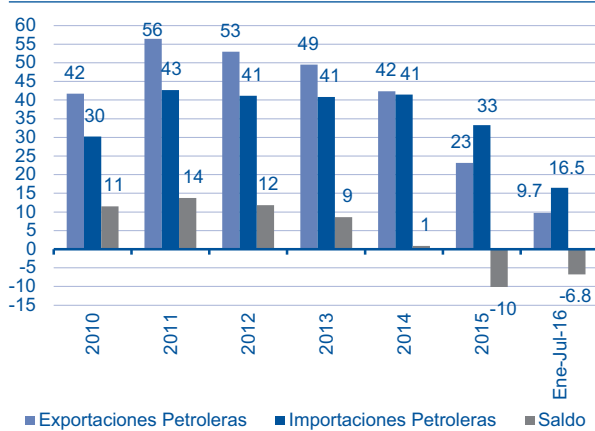
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

La importante reducción del precio del barril de petróleo de exportación explica por qué el saldo deficitario promedio mensual de la balanza petrolera en 2015 fue de 843 md y todavía aumentó a 967 md para los primeros siete meses de 2016. El punto anterior indica que en la medida en que el país tenga la necesidad de continuar realizando cuantiosas importaciones de gasolinas y otros productos derivados del petróleo al mismo tiempo que el precio del barril de petróleo crudo que el país exporta esté substancialmente por debajo de los 75 dólares, entonces el déficit de esta cuenta con el exterior persistirá. Incluso, el precio promedio del barril de petróleo de exportación en 2014, en 2015 y los primeros siete meses de 2016 fue de 86, 43 dólares y 32 dólares, respectivamente.

Las cifras anteriores indican que la brecha que tiene el precio actual del petróleo de exportación con el que había en octubre de 2014 es muy grande y posiblemente persista por mucho tiempo. Este punto también se ilustra si se tiene en cuenta que la cobertura del precio internacional del barril de petróleo que el gobierno federal adquirió recientemente para 2017 por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público fue de 38 dólares en tanto que la cobertura que se adquirió en 2015 para 2016 fue de 49 dólares.

Gráfica 3.8

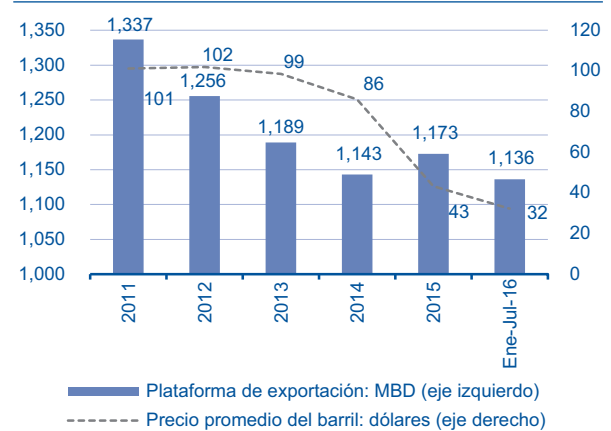
**Balanza petrolera del país: exportaciones petroleras – importaciones petroleras (Miles de millones de dólares)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.9

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



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Por otra parte, para 2014 y 2015 el déficit de la balanza comercial de productos no petroleros ascendió a 3.9 y 4.5 mmd, respectivamente. Este déficit para los primeros siete meses de 2015 y 2016 ascendió a 2.1 y 2.2 mmd, respectivamente. Estos montos corroboran que hasta el momento la balanza comercial de mercancías no petroleras no representa un importante desequilibrio de las cuentas del país con el exterior como sí es el caso de la balanza comercial petrolera.

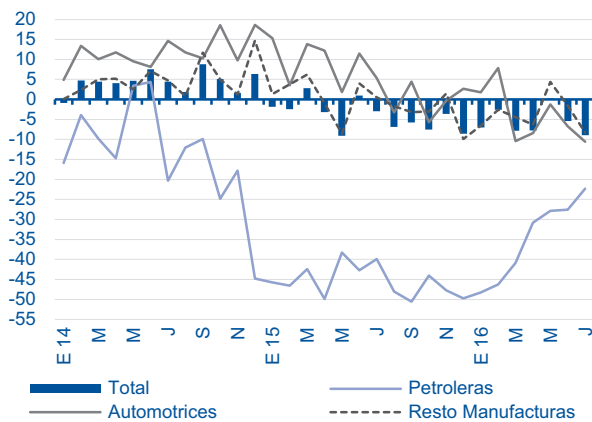
**3.1.2.1 Exportaciones de mercancías por tipo de bien: de enero a julio de 2016 hay mayor deterioro de las exportaciones que en el mismo lapso de 2015**

Las exportaciones totales de mercancías acumuladas de enero a julio de 2016 registraron un mayor deterioro de lo que lo hicieron en los mismos meses de 2015, pues la tasa de crecimiento anual de las exportaciones acumuladas en los primeros siete meses de 2016 fue negativa (-5.7%) y menor a la registrada en el mismo lapso de 2015 (-2.3%). Además, en los primeros siete meses de 2016 se ha observado una contracción de las exportaciones manufactureras (-3.6%) en tanto que en 2015 estas reportaron un crecimiento positivo (3.2%). Cabe mencionar que el deterioro de las exportaciones de manufacturas en 2016 también se ha llevado a cabo en las exportaciones automotrices. Este punto es relevante, pues en 2015 se consideraba que la fortaleza del sector externo en gran parte estaba dada por las exportaciones del sector automotriz. En 2016 esto ha dejado de suceder, lo cual en el fondo implica que el sector exportador manufacturero del país también se ha debilitado.

Una causa del deterioro del sector exportador no petrolero tiene que ver con el comportamiento de la economía estadounidense en lo que va de 2016. En el primer y segundo trimestres del año, el PIB de Estados Unidos registró tasas de crecimiento trimestrales anualizadas de 0.8 y 1.2%, respectivamente. Este bajo ritmo de crecimiento de la economía de ese país se refleja en un desfavorable desempeño del sector exportador mexicano, máxime si se tiene en cuenta que alrededor del 80% de las exportaciones totales del país se diri-

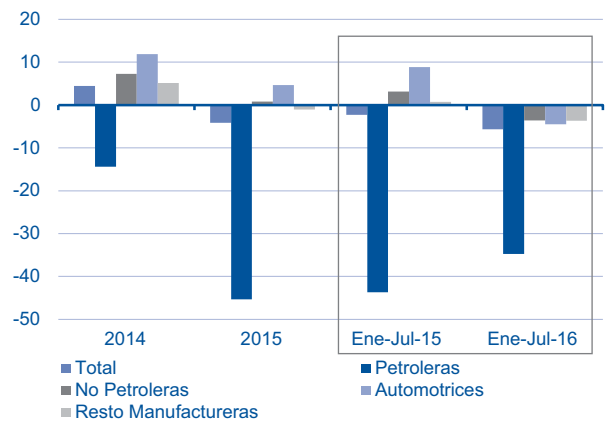
gen al mercado estadounidense. En este sentido, es de esperar que el mayor ritmo de crecimiento que el PIB de Estados Unidos registre en el futuro pueda favorecer la expansión de las exportaciones no petroleras del país, particularmente las manufactureras.

Gráfica 3.10  
**Exportaciones mensuales de mercancías por tipo de bien (Var % anual)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

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

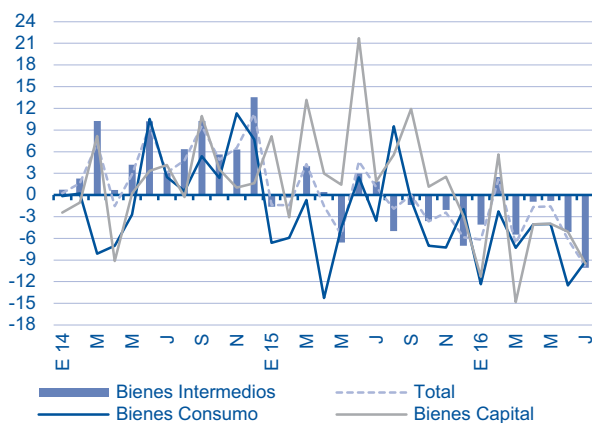


Fuente: BBVA Research con información del INEGI

### 3.1.2.2 Importaciones de mercancías por tipo de bien: el deterioro de las importaciones totales de mercancías refleja el poco favorable entorno macroeconómico del país

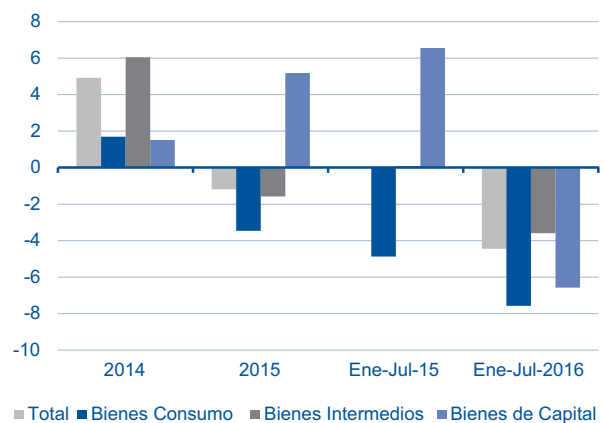
Las importaciones totales de mercancías acumuladas de enero a julio de 2016 también registraron tasas de crecimiento anuales negativas (-4.4%), las cuales reflejan un mayor deterioro del que éstas reportaron en los mismos meses de 2015 (-1.2%). Cabe mencionar que las importaciones acumuladas de bienes de capital de enero a julio de 2015 registraron una tasa de crecimiento positiva (6.6%), y en cambio en ese mismo lapso de 2016 la tasa de crecimiento de este tipo de importaciones fue negativa (-6.6%).

Gráfica 3.12  
**Importaciones mensuales de mercancías por tipo de bien (Var % anual)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

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



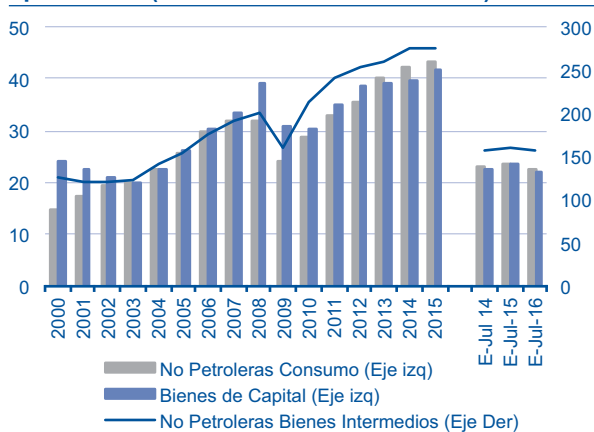
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

El comportamiento negativo de las importaciones de bienes de capital de 2016 podría estar reflejando, entre otros factores, el menor dinamismo que tiene la inversión fija bruta total del país debido a que posiblemente en la actualidad, dado el reducido dinamismo de la actividad económica, no hay muchas oportunidades rentables para realizar nuevas inversiones. Otra razón que también puede explicar el comportamiento de las importaciones de mercancías puede deberse al ajuste que ha tenido el tipo de cambio. En julio de 2014 el tipo de cambio del peso por el dólar estadounidense fue de 13.0 pesos; en diciembre de ese año aumentó a 14.7 pesos y al final de 2015 aumentó a 17.2 pesos y en julio de 2016 éste se ubicó en 18.9 pesos. Este ajuste en tipo de cambio ha encarecido todo tipo de importaciones, incluidas las de bienes de capital. Si bien las dos razones anteriores podrían explicar en gran medida la contracción de las importaciones de bienes de capital a lo largo del año, no hay que olvidar que este tipo de compras al exterior en 2015 representaron el 10.6% de las importaciones totales. Esto último hace que el efecto de la disminución de las importaciones de bienes de capital en la reducción de las importaciones totales de mercancías que se ha observado en los primeros siete meses del año sea limitado.

En 2015 las importaciones de bienes consumo representaron el 14.2% de las importaciones totales (3.3% bienes de consumo de origen petrolero y 10.9% bienes de consumo de origen no petrolero). El monto acumulado de estas importaciones de enero a julio de 2016 registró una contracción anual de 7.8%, la cual fue mayor a la de 4.9% que este tipo de importaciones reportó en el mismo lapso de 2015. Es decir, este tipo de importaciones lleva dos años consecutivos contrayéndose. Posiblemente una parte importante de la reducción de estas importaciones se deba al ajuste del tipo de cambio que se ha dado particularmente en los dos últimos años. En este sentido, llama la atención que el monto y e importancia relativa de las importaciones de bienes de consumo no petroleras sean mayores al monto e importancia relativa que tienen las importaciones de bienes de capital.

Gráfica 3.14

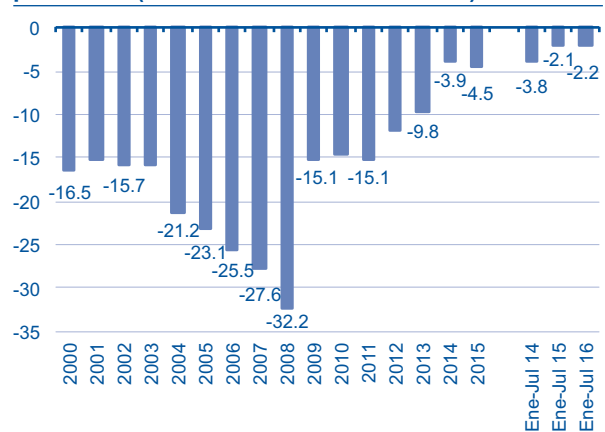
**Importaciones de mercancías no petroleras por tipo de bien (Miles de millones de dólares)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.15

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



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

En 2015 las importaciones de bienes intermedios representaron el 75.2% del total de las importaciones, de las cuales el 5.1% es de origen petrolero y restante 70.1% es de origen no petrolero. De enero a julio de 2015 el monto acumulado de este tipo de importaciones registró un crecimiento positivo de 0.1%, tasa que contrasta con la tasa negativa que éstas reportaron en los mismos meses de 2016 (-3.6%). Este comportamiento de las importaciones de bienes intermedios en gran medida puede hacer referencia a una alta vinculación al comportamiento del sector exportador (parte de las exportaciones de manufacturas requieren de piezas importadas), y al bajo dinamismo que ha registrado la actividad económica del país en los últimos dos años. Esto puede

explicar la razón por la cual el monto total de este tipo de importaciones no petroleras de 2015 prácticamente fue igual al de 2014.

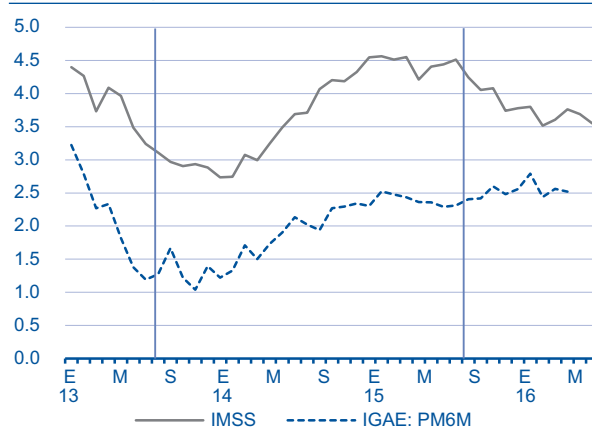
Como se comentó en párrafos anteriores, la balanza comercial no petrolera del país durante 2014 y 2015 y en lo que va de enero a julio de 2016 no ha sido una fuente importante de desequilibrio externo. Es posible que este comportamiento se deba al menor ritmo de crecimiento o a la contracción que han registrado los diversos tipos de importaciones no petroleras. Dado lo anterior se tiene que, dado que el desequilibrio de la balanza petrolera es el más importante, la posición deficitaria de la balanza comercial se mejorará o corregirá hasta que suceda lo mismo en la balanza petrolera.

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

El número total de trabajadores registrados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) representa al empleo formal del sector privado del país. De esta forma, el aumento mensual en el número de estos trabajadores indica la magnitud de expansión del empleo formal del sector privado. Además, este dato es un importante indicador adelantado de la actividad económica del país. Como se aprecia en la gráfica 3.16, las tasas de crecimiento anuales del empleo IMSS y del Indicador Global de Actividad Económica (IGAE) muestran una alta correlación positiva entre sí. Por ejemplo, de enero de 2000 a mayo de 2016 el coeficiente de correlación entre estas dos variables fue de 0.77 y de enero de 2013 a mayo de 2016 fue de 0.80.

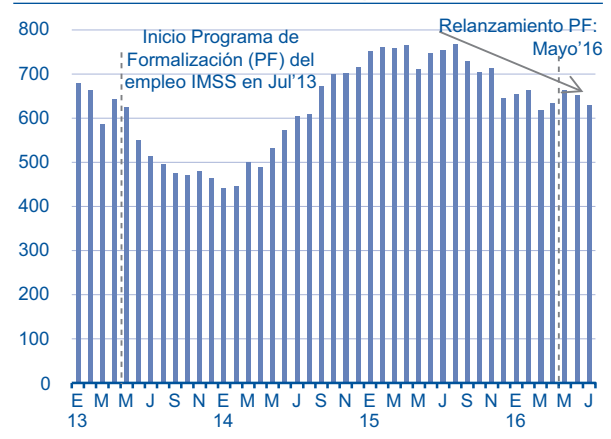
Cabe mencionar que los coeficientes de correlación referidos indican que la alta relación positiva que existe entre actividad económica (IGAE) y el empleo formal IMSS hace referencia a una relación de largo plazo entre estas dos variables. En este sentido se tiene que el dinamismo del empleo formal del IMSS es consecuencia y reflejo del dinamismo de la actividad económica, pues mayor actividad económica puede expandir la planta laboral además de inducir mayores inversiones que consoliden al proceso de expansión económica.

Gráfica 3.16  
**Número total e trabajadores registrados en el IMSS e IGAE (Var % anual)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.17  
**Aumento en el número total de trabajadores registrados en el IMSS en 12 meses (Número en miles de personas)**



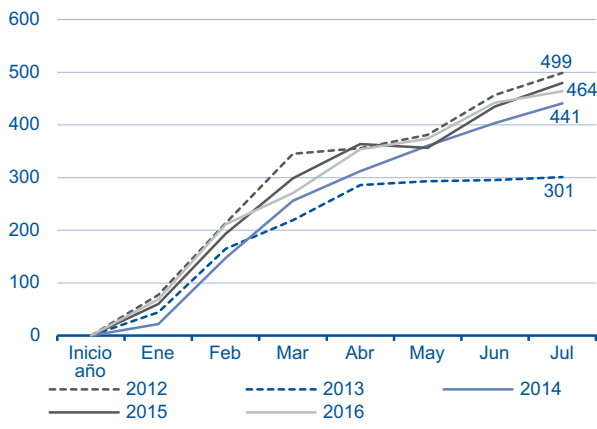
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

El punto anterior cobra especial importancia si se tiene en cuenta que el dato del empleo IMSS de un mes es una información que se publica con un retraso que puede ser de hasta 12 días naturales. En cambio, el dato de un mes en particular del IGAE se publica con retraso de 50 días naturales o más. Por ejemplo, hasta el 22

de agosto el INEGI publicó el dato del IGAE de junio. Este importante rezago en la difusión de la información de la actividad económica contrasta con la oportunidad de la información del empleo IMSS, lo cual hace que este indicador pueda considerarse hasta cierto punto como un indicador adelantado de la actividad económica. Este indicador a su vez bien puede ser complementado con información adicional para vislumbrar una tendencia de la actividad económica, además de que puede ser usado como indicador de muy corto plazo de lo que está sucediendo en la actividad económica. Asimismo, se puede pensar que los incrementos mensuales de gran magnitud de esta categoría de empleo están asociados a un gran dinamismo de la actividad económica o a una alta tasa de crecimiento del IGAE. De igual forma, aumentos moderados o reducidos del empleo IMSS son consecuencia de una actividad económica cuyo dinamismo también es moderado o reducido.

Gráfica 3.18

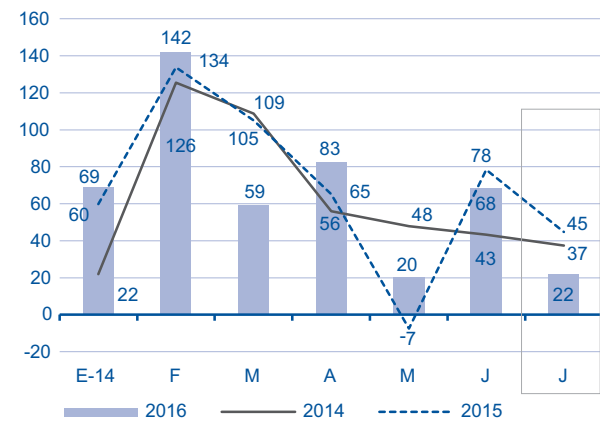
**Incremento mensual acumulado del número de trabajadores totales registrados en el IMSS de enero a julio (Cifras en miles de personas)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.19

**Incremento mensual del empleo IMSS (Cifras en miles de personas)**



Fuente: BBVA Research con información de STPS

Es importante mencionar que a partir de la segunda mitad de 2013 las autoridades laborales llevaron a cabo un Programa de Formalización del Empleo. Éste consistió en que las personas que tenían un empleo pero carecían de seguridad social por no estar afiliados al IMSS pasaran a estar registrados en este instituto. Esto hizo que a partir de la segunda mitad de 2013 la tasa de crecimiento del empleo formal IMSS aumentara porque esta tasa, además de reflejar el empleo generado por la actividad económica, también pasó a reflejar el aumento en el número de trabajadores formalizados al IMSS. Este punto se aprecia en la gráfica 3.17 al mostrar que el número de trabajadores registrados en el IMSS en un lapso de 12 meses aumentó de manera importante particularmente de enero de 2014 hasta agosto de 2015 como consecuencia de la mayor actividad económica y del programa de formalización del empleo. Por ejemplo, de septiembre de 2014 a agosto de 2015 el aumento de 12 meses de los empleados registrados en el IMSS en promedio fue de 733 mil personas, y de septiembre de 2015 a julio de 2016 se redujo a 664 mil personas. Estas cifras reflejan que desde el último trimestre de 2015 se ha observado un menor ritmo de aumento en el número de nuevos trabajadores registrados ante el IMSS. Este menor dinamismo en el aumento del empleo formal del sector privado llamó la atención de las autoridades laborales, lo cual se reflejó en que en la segunda mitad de mayo de 2016 éstas realizaron el relanzamiento del Programa de Formalización del Empleo.

Ahora bien, si se considera al aumento del número de trabajadores registrados en el IMSS desde enero a julio del año se tiene que los datos de 2016 no mejoran a los de 2015, como se aprecia en la gráfica 3.18. Cabe mencionar que también se puede interpretar al relanzamiento del Programa de Formalización el Empleo efectuado en mayo como un indicador de que la mayor parte de los resultados y beneficios de este Programa ya se habían dado a casi tres años de su lanzamiento.

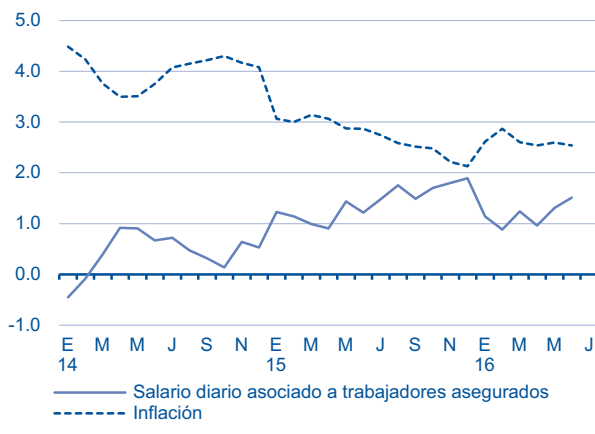


El menor número de trabajadores registrados en el IMSS en el lapso de 12 meses que se ha registrado desde septiembre de 2015 a la fecha es consecuencia de un menor aumento mensual del empleo en ese instituto. Este punto cobra especial importancia para el caso del aumento mensual del empleo IMSS de julio de 2016, pues el incremento en el número de trabajadores registrados en ese instituto en ese mes fue de 22,060. Esta cifra es substancialmente menor a la del mes anterior y también menor al aumento mensual del empleo IMSS del mismo mes de 2014 y 2015. Además, llama la atención que el dato del aumento mensual del empleo IMSS se dio después del relanzamiento del Programa de Formalización del Empleo.

Una posible e importante implicación del limitado aumento mensual del número de trabajadores registrados en el IMSS de julio de 2016 es que éste también pueda reflejar un reducido dinamismo de la actividad económica (IGAE) de ese mes. Esto significaría que la tasa de crecimiento del IGAE de julio, o de inicio del tercer trimestre de 2016 (3T16), puede ser reducida. Este aspecto a su vez influirá en que la tasa de crecimiento del PIB de ese trimestre y, por tanto, la tasa anual de 2016 pudiera ser más baja de lo esperado.

La situación descrita en el párrafo anterior podría modificarse de manera favorable si se registrara un mayor dinamismo del IGAE y del empleo a partir de agosto. Esto podría suceder de darse una reactivación importante del sector exportador del país, además de que el consumo privado continúe con el mismo dinamismo que ha registrado desde 2014. La carencia de eventos positivos que generen mayor dinamismo de la actividad económica dentro del contexto de una reducida expansión mensual del empleo formal IMSS hace pensar que el crecimiento de la actividad económica en 3T16 puede ser moderado y, por tanto, también contribuir a que el crecimiento anual del PIB del país para 2016 sea menor al esperado.

Gráfica 3.20  
**Salario real e inflación anual**  
(Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.21  
**Masa salarial IMSS**  
(Var % real anual: número total de trabajadores registrados por salario real)



Fuente: BBVA Research con información de STPS

Desde el segundo trimestre de 2014 el salario medio real asociado a los trabajadores asegurados en el IMSS ha crecido en términos reales como consecuencia de la menor inflación. Ese incremento en términos reales del salario de estos trabajadores también se reflejó en una mayor tasa de crecimiento anual de la masa salarial (número total de trabajadores multiplicado por el salario real asociado a trabajadores asegurados). El proceso del aumento del ritmo de crecimiento anual de la masa salarial de los trabajadores registrados en el IMSS empezó a partir de febrero de 2014 (tasa de crecimiento anual de 2.7%) y llegó a su máximo en agosto de 2015 (tasa de crecimiento anual de 6.3%). A partir de septiembre de 2015 empezó a moderarse el ritmo de crecimiento de la masa salarial, y en julio estimamos que fue de 4.9%, como se aprecia en la gráfica 3.21.

La desaceleración de la tasa de crecimiento anual de la masa salarial IMSS que se ha observado a lo largo de 2016 puede propiciar un menor dinamismo del consumo privado. Cabe mencionar que en los últimos dos años el consumo privado es uno de los componentes de la demanda agregada del PIB que ha registrado un comportamiento favorable, además de que también ha impulsado el crecimiento del PIB. En este sentido, el menor ritmo de crecimiento de la masa salarial, al propiciar un menor consumo privado, podrá influir en disminuir la tasa de crecimiento del PIB que esperamos para 2016.

### 3.1.4 Finanzas públicas: el gasto corriente contribuyó con 49.0% a la caída anual de 2.6% en el gasto programable del periodo enero-julio de 2016, reflejando así parte de los recortes al gasto público total anunciados en este año

Los ingresos presupuestarios totales del sector público mostraron un crecimiento anual real de 9.8% durante el periodo enero-julio de 2016 en relación al mismo lapso del año pasado. Es importante mencionar que esta comparación interanual incluye el monto de 239.1 mil millones de pesos correspondientes al remanente operativo del Banco de México. Al excluir este componente de los ingresos presupuestarios, su tasa de crecimiento real habría sido de 0.1% en la comparación interanual mencionada.

En la desagregación de los ingresos presupuestarios totales por componentes, los ingresos no tributarios mostraron un crecimiento anual real de 20.2% en el periodo enero-julio de 2016. La exclusión del remanente operativo del Banco de México implicaría una caída anual real en este componente de 34.7%. Por su parte, los ingresos tributarios exhibieron un crecimiento anual real de 12.0% en dicho lapso. Al interior de estos ingresos se destacó el rubro de ISR, cuya recaudación se incrementó en 13.0% en términos anuales reales en ese lapso. Con este aumento anual en ISR, y dada su participación de 53.0% en la estructura de los impuestos tributarios durante enero-julio de 2015, la contribución del ISR al crecimiento anual real de los ingresos tributarios fue 57.4%.

El IVA es otro componente de los ingresos tributarios que se destaca por su peso en la estructura de estos últimos (27.9% de participación en enero-julio de 2016). En el periodo enero-julio del año en curso, el IVA mostró una variación anual real de 7.2%, lo cual se compara de manera favorable al 3.3% de crecimiento anual observado en el mismo lapso de 2015. Indiscutiblemente, la evolución del IVA está muy vinculada a la actividad económica del país, aunque también los esfuerzos de fiscalización parecen estar mostrando su impacto favorable sobre este componente.

Los ingresos petroleros del sector público solamente representaron 14.0% de los ingresos presupuestarios totales en el periodo enero-julio de 2016 (la cifra correspondiente fue 19.6% para el mismo lapso de 2015). No obstante, los ingresos petroleros continuaron cayendo en términos anuales reales a una tasa de 21.2%.

Cuadro 3.2

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

			Var. %	Estr.
	2015	2016	real	%
<b>Total</b>	<b>2,400.2</b>	<b>2,705.2</b>	<b>9.8</b>	<b>100.0</b>
Gobierno Federal	1,839.9	2,149.8	13.9	79.5
Tributarios	1,415.1	1,625.9	12.0	60.1
ISR	750.2	870.0	13.0	32.2
IVA	412.2	453.7	7.2	16.8
No Tributarios	424.8	523.8	20.2	19.4
Org. y emp. control presup.	176.0	188.2	4.1	7.0
Emp. Productiv. del Edo.	384.2	367.3	-6.9	13.6
Pemex	211.1	204.5	-5.6	7.6
CFE	173.1	162.8	-8.4	6.0
<b>Total</b>	<b>2,400.2</b>	<b>2,705.2</b>	<b>9.8</b>	<b>100.0</b>
Ingresos petroleros	469.7	379.9	-21.2	14.0
Ingresos no petroleros	1,930.5	2,325.4	17.4	86.0

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Cuadro 3.3

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

			Var. %	Estr.
	2015	2016	real	%
<b>Total</b>	<b>2,804.9</b>	<b>2,868.7</b>	<b>-0.3</b>	<b>100.0</b>
Gasto Programable	2,168.7	2,167.4	-2.6	75.6
Gasto corriente	1,626.6	1,640.7	-1.7	57.2
Gasto capital	542.1	526.7	-5.3	18.4
No Programable	636.2	701.3	7.4	24.4
Participaciones a Edos.	372.8	415.5	8.6	14.5
Costo financiero	234.6	266.1	10.5	9.3
Adefas* y otros	28.8	19.7	-33.2	0.7

Adefas: Adeudos de ejercicios fiscales anteriores.

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

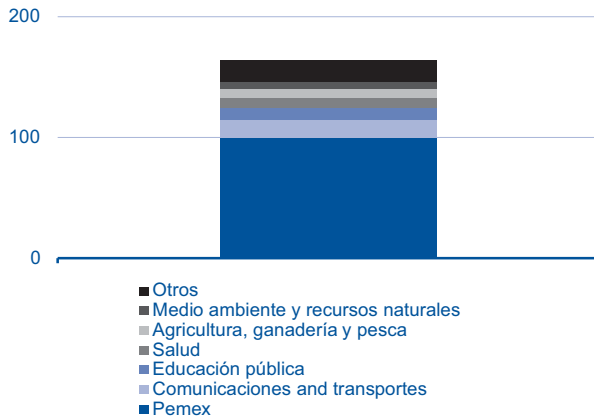
En lo referente al gasto neto pagado del sector público en el periodo enero-julio de 2016, éste registró una caída anual real de 0.3% en comparación con el mismo lapso del año pasado. Ello se debió principalmente al desempeño negativo del rubro del gasto programable (el cual participó con 77.3% en el total del gasto neto pagado del sector público durante enero-julio de 2015), con una tasa de crecimiento anual real de -2.6% en dicho lapso. Al interior del gasto programable, el gasto corriente cayó 1.7% en términos anuales reales, contribuyendo así con alrededor de 49.0% a la caída porcentual anual observada en el gasto programable dado que participó con alrededor de 75.0% en el gasto programable de enero-julio de 2015. El resto de la contribución (51.0%) a la caída del gasto programable provino del gasto en capital. Si bien esta aportación fue similar a la del gasto corriente, el gasto en capital registró una mayor contracción al decrecer a una tasa anual real de 5.3%.

La evolución observada en el gasto programable en el periodo enero-julio de 2016 ya parece estar reflejando una parte de los recortes al gasto público por 164 mil millones de pesos (100 mil millones de pesos de este recorte se aplicará al gasto de Pemex) anunciados en febrero y junio de este año. Por lo anterior, se prevé que el gasto programable del resto de 2016 siga incorporando dichos recortes. No obstante, estos recortes (equivalentes a 0.9% del PIB) ya se han visto compensados por mayores gastos.

En el documento de "Medidas para continuar fomentando la transparencia en las finanzas públicas" de la SHCP, se indica que hay una desviación positiva en el gasto neto total (excluyendo erogaciones en inversiones financieras) de 0.2% del PIB en relación al Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF). Ello se explica por: i) el mayor gasto de Pemex por adeudos liquidados con proveedores y contratistas (0.4% del PIB); ii) el mayor gasto no programable (0.3% del PIB) por incrementos en los costos financieros y en las participaciones transferidas a los estados; iii) el mayor gasto en pensiones del IMSS, ISSSTE y Pemex (0.3% del PIB); iv) el mayor gasto en programas de apoyo al desarrollo (0.1% del PIB); y v) los ajustes al gasto anunciados este año (-0.9% del PIB).

Gráfica 3.22

**Registros presupuestales anunciados para 2016 por dependencia (Miles de millones de pesos)**



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Cuadro 3.4

**Situación financiera del sector público en enero - julio (Miles de millones de pesos)**

	2015	2016	Var. % real
Balance público	-380.0	-157.2	n.s.
Bal. púb. sin inver. productiva	-93.3	135.5	n.s.
Balance presupuestario	-404.7	-163.5	n.s.
Ingreso presupuestario	2,400.2	2,705.2	9.8
Gasto neto pagado	2,804.9	2,868.7	-0.3
Balance Gobierno Federal	-288.9	-103.9	n.s.
Balance org. y empresas	-115.8	-59.6	n.s.
Balance primario	-148.9	121.4	n.s.
Balance presupuestario	-170.1	102.6	n.s.
Gobierno Federal	-114.0	98.1	n.s.
Organismos y empresas	-56.0	4.5	n.s.
Pemex	-124.4	-86.7	n.s.
Otras entidades	68.3	91.2	30.0
Entidades bajo control indirect.	21.1	18.8	-13.5

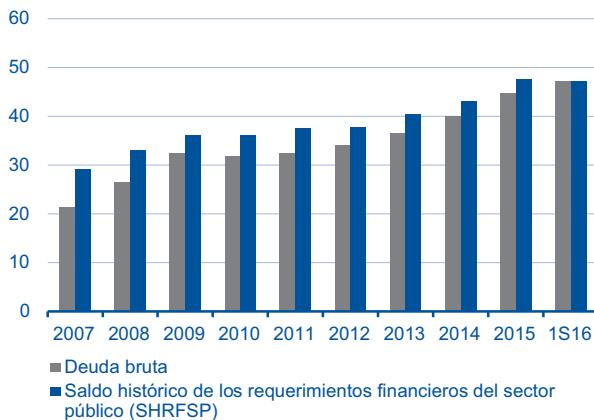
n.s. = no significativo

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

En contraste con lo ocurrido en enero-julio de 2015, el balance primario del sector público (el cual no incluye las inversiones en las empresas productivas del Estado) fue superavitario por un monto de 121.4 mil millones de pesos. La mayor parte del balance primario se vio reflejado en el balance del gobierno federal. Los mayores ingresos presupuestarios y, en mucha menor medida, las reducciones anuales al gasto público del periodo enero-julio de 2016 parecen estar reflejándose en dicho balance. La generación de balances primarios positivos del sector público es una condición necesaria mas no suficiente para ir aminorando el ritmo de endeudamiento público de los años recientes como también para ir construyendo espacios fiscales que le permitan al gobierno federal hacer frente a choques económicos adversos en un futuro.

Gráfica 3.23

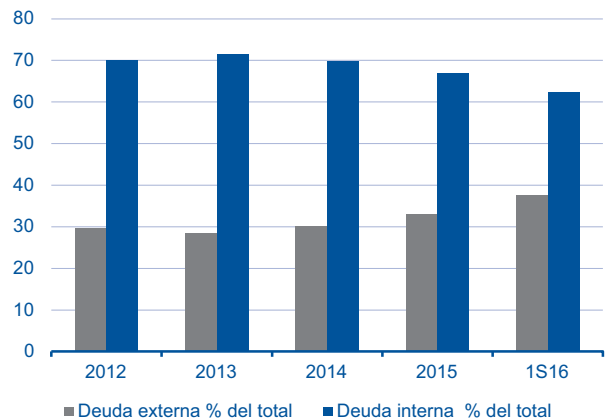
**Deuda bruta y saldo de los requerimientos financieros del sector público\* (% del PIB)**



\*La deuda bruta como % del PIB se obtuvo usando el PIB nominal del último trimestre disponible del año mientras que para el cálculo del SHRFSP se usó el PIB promedio trimestral del año.  
Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Gráfica 3.24

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



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

En cuanto al tema de la deuda pública, el saldo de la deuda bruta fue de 47.1% del PIB al primer semestre de 2016. Este nivel de deuda es 2.6 puntos porcentuales mayor al cociente de deuda pública a PIB observado al cierre de 2015. La depreciación del tipo de cambio en el primer semestre del año es un factor que en gran medida explica este mayor nivel de endeudamiento público como proporción del PIB. Esta situación también se ve reflejada en la mayor participación de la deuda pública externa dentro de la deuda pública total al pasar de 33.1% en el cierre de 2015 a 37.7% en el primer semestre de 2016.

Al primer semestre de 2016, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) se encuentra 18 puntos porcentuales de PIB por encima de su nivel alcanzado en 2007. Para que sea posible iniciar una trayectoria descendente en el cociente del SHRFSP a PIB es necesario que los requerimientos financieros del sector público (RFSP) como porcentaje del PIB sea menor al mínimo entre el deflactor del PIB y el crecimiento anual real del PIB. En este sentido, es importante mencionar que la SHCP tiene la intención de reducir el déficit anual de los RFSP a 3.0% del PIB en 2016 (después de 4.1% del PIB en 2015), 3.0% en 2017 y 2.5% a partir de 2018.

En el documento anteriormente mencionado de la SHCP, se señala que el SHRFSP pasará a 50.5% del PIB al finalizar este año. Para que dicho saldo muestre una trayectoria descendente a partir de 2017 asumiendo el déficit anual de 3.0% para los RFSP, la economía mexicana tendría que crecer por lo menos 3.1% el próximo año considerando un deflactor del PIB de 3.3%. No obstante, nuestra previsión para 2017 señala que el PIB crecerá 2.2%. De cumplirse este pronóstico, el SHRFSP como porcentaje del PIB sería de 50.8%.

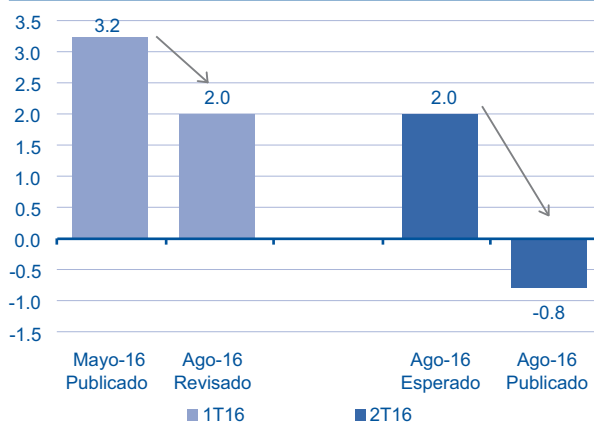
### 3.1.5 Perspectivas de la economía mexicana para 2016

Como se ha comentado, esperamos que la tasa de crecimiento del PIB en 2016 sea de 1.8%. Esto es el resultado de la revisión del PIB de 1T16, la cual hizo que el dato de la tasa de crecimiento trimestral que el INEGI anunció en mayo de 2016 de 0.8% (la cual equivale a una tasa de crecimiento trimestral anualizada de 3.2%) se redujera en agosto a 0.5% (o a una tasa de crecimiento anualizada de 2.0%). Además de este evento, en agosto se dio a conocer el dato del crecimiento económico trimestral del PIB de -0.2% (o tasa de crecimiento trimestral anualizada de -0.8%). Para esa fecha esperábamos que el crecimiento trimestral del PIB fuera positivo y de 0.5% (2% de tasa de crecimiento trimestral anualizada).

Estos dos factores afectaron de manera importante la tasa de crecimiento del PIB que esperábamos de 2.6% para 2016 e hicieron que en nuestro nuevo pronóstico esa tasa se redujera en ocho décimas de punto porcentual. El menor crecimiento trimestral observado del PIB de 0.5% 1T16 que se dio a conocer en agosto de 2016 implicó una reducción de 0.3 décimas al momento que se revisó el dato de 0.8% de crecimiento trimestral que el INEGI había dado a conocer en mayo de 2016. Por otra parte, nosotros esperábamos que la tasa de crecimiento trimestral del producto en 2T16 fuera de 0.5% y resultó ser de -0.2%. Esto significó una disminución de 7 décimas de la tasa de crecimiento trimestral. Como lo indican los datos anteriores, estos dos eventos influyeron de manera significativa para que ajustáramos el pronóstico del crecimiento del PIB de 1.8% para 2016.

Gráfica 3.25

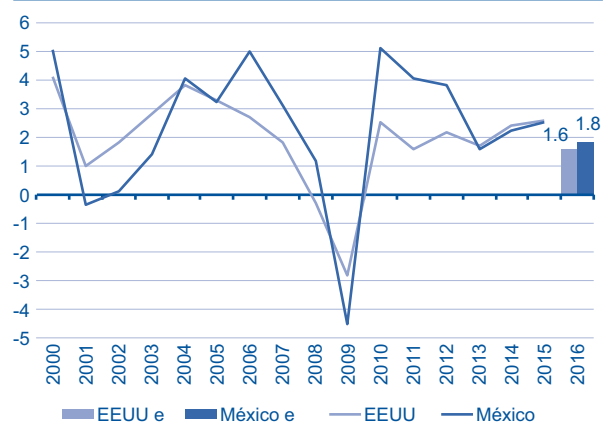
**Tasas de crecimiento trimestrales anualizadas del PIB: observadas, revisadas y esperadas (Var. % a/a, ae)**



a/a=año a año; ae = ajustado por estacionalidad  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.26

**PIB anual 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

Otro factor que también ha influido en el ajuste de nuestra tasa de crecimiento del PIB de 2016 de 2.6% a 1.8% se debe al desempeño reciente de la economía estadounidense a lo largo del primer semestre del año. Al inicio del año esperábamos que el PIB de Estados Unidos creciera 2% en 2016, y el menor ritmo de crecimiento que ese país ha registrado a lo largo del año ha hecho que ahora esperemos que su crecimiento en 2016 sea menor y de 1.6%. Dada la fuerte vinculación del sector exportador del país con la economía estadounidense, el menor ritmo de expansión económica que esperamos para ese país repercutirá en el nuestro. Este último punto indica que en el momento en que la actividad económica de Estados Unidos crezca a tasas más altas, el PIB de nuestro país también lo hará.

## Recuadro 1. Expectativas positivas para la subasta de bloques en aguas profundas

### Esperamos que la Fase 4 de la Ronda 1 sea la que atraiga más inversión y le dé el mayor impulso a la producción de hidrocarburos

En diciembre de 2016 se licitarán 10 bloques en la Fase 4 de la Ronda 1. Esperamos que se logren licitar exitosamente por lo menos 6 de ellos, lo cual podría significar una inversión de alrededor de 40 mil millones de dólares en el transcurso de los siguientes años.

Es importante mencionar que 4 de los 10 bloques se encuentran en el Cinturón Plegado Perdido, cerca de la parte estadounidense del Golfo de México donde se ha demostrado el potencial de producción de crudo (la formación arenisca es de gran calidad gracias a los sedimentos provenientes de los ríos Bravo y Mississippi que las corrientes turbidas han depositado por miles de años). De hecho, se han encontrado pozos que han llegado a producir hasta 100 mil barriles diarios de petróleo, lo cual ayuda considerablemente a reducir los costos unitarios de producción por barril y, consecuentemente, vuelve rentables a este tipo de proyectos aunque los precios del petróleo estén relativamente bajos.<sup>1</sup> Prevemos que todos los bloques del Cinturón Plegado Perdido serán exitosamente subastados.

Los otros seis bloques se encuentran ubicados en la Cuenca Salina, a varios kilómetros de las costas de Tabasco. No obstante, no se cuenta con estudios de pozos exploratorios que revelen el potencial de hidrocarburos del subsuelo marino en dicha cuenca. Adicionalmente, existen gruesas capas de sal en cuatro de estos bloques, lo cual haría mucho más costosa la construcción de pozos petroleros.<sup>2</sup> Finalmente, esta región del Golfo de México no se ha visto favorecida por sedimentos depositados por ríos, lo cual anticipa que la formación de arenisca no sea de gran calidad. Estimamos que 2 de los 6 bloques la Cuenca Salina terminarán siendo adjudicados en la subasta.

### Formación de consorcios para compartir costos de inversión y riesgos en aguas profundas

Es muy probable que veamos una fase 4 en donde los ganadores de los bloques sean consorcios de compañías que permitan compartir los costos de inversión pero sobre todo el riesgo de no encontrar nada (*dry holes*) o muy poco petróleo durante la exploración. Un ejemplo anticipado de ello es el *farmout* que Pemex quiere hacer para el campo Trión, cuyo potencial de producción se encuentra estimado en aproximadamente 485 millones de barriles de petróleo crudo equivalente (a un ritmo de extracción constante de 50 mil barriles diarios, alcanzaría para 27 años de producción). Para poner este potencial de hidrocarburos en contexto, las tres fases anteriores de la Ronda 1 representan conjuntamente alrededor de 500 millones de barriles. Por su parte, Pemex estima inversiones por 11 mil millones de dólares derivadas sólo de este proyecto de aguas profundas. De cumplirse una inversión por 486 millones de dólares por parte del consorcio que gane la licitación, Pemex tendría una participación de 45% tanto en los costos del proyecto como en los ingresos derivados del mismo.

### La evaluación financiera de un proyecto petrolero en aguas profundas: clave para orientar las expectativas sobre la Fase 4 de la Ronda 1

Para tener un mejor entendimiento de los factores económicos que pudieran estar detrás de las decisiones de las compañías de participar en proyectos petroleros de aguas profundas, hicimos una evaluación financiera de proyecto bajo los siguientes supuestos: i) una inversión (capex) de 4 mil millones de dólares; ii) costos operativos (opex) de 11 dólares por barril en promedio y ajustados con un incremento anual de 5%; iii) un potencial de producción de 285 millones de barriles de petróleo a desarrollarse comercialmente; iv) la producción comenzará en el año 2022 siguiendo un incremento lineal en los primeros tres

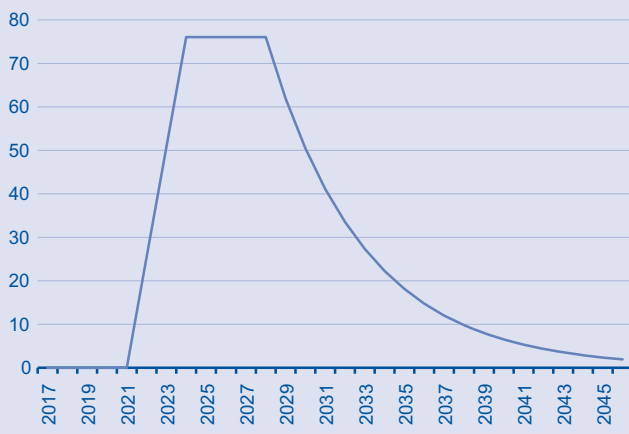
1: Para más información sobre las relativas mayores áreas de succión de hidrocarburos en el Golfo de México por pozo perforado, por favor ver Leffler *et al.* (2003).

2: En el artículo "*Brazil's gamble on deep water oil*" publicado el 25 de junio de 2015 en el periódico *The Guardian*, se menciona que el costo de un pozo petrolero puede llegar a 300 millones de dólares cuando existen capas de sal anteriores al yacimiento.

años, alcanzará un máximo de 76 mil barriles diarios que se mantendrá por los siguientes cuatro años y decrecerá de manera exponencial hacia el año 2046; v) un porcentaje de regalías que se ubicará en 0%, 5%, 10%, 15% ó 20%; vi) un precio promedio para el barril de petróleo que podrá ser de 50, 60, 70, 80, 90 ó 100 dólares; y vii) una tasa de rendimiento mínima esperada (*hurdle rate*) de 10%.

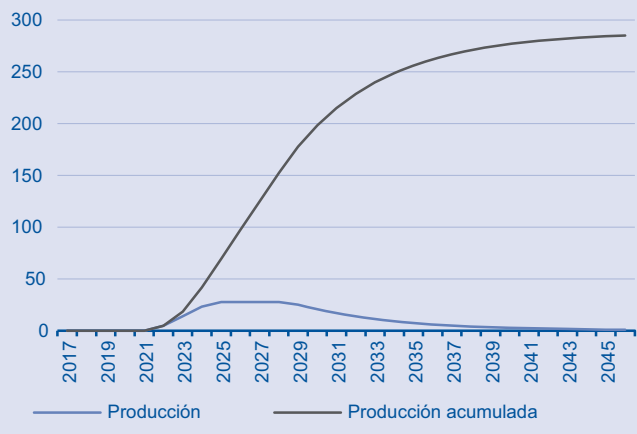
La evolución de los costos operativos a través del tiempo será una pieza de información clave para determinar en qué año los flujos netos de caja pasan a ser negativos. Dados los supuestos mencionados anteriormente para el perfil de estos costos, este momento en el tiempo dependerá principalmente de tres factores: 1) la producción anual de petróleo; 2) el precio del barril de petróleo; y 3) el porcentaje de regalías que irán al Estado.

Gráfica 3.27  
Producción petrolera estimada de un yacimiento en aguas profundas (Miles de barriles por día)



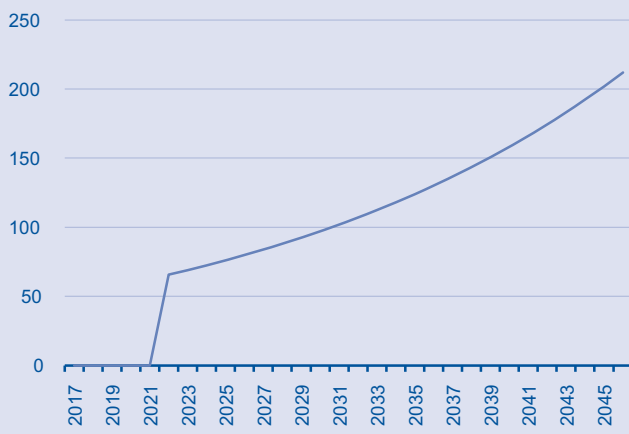
Fuente: BBVA Research

Gráfica 3.28  
Producción petrolera y acumulada estimadas de un yacimiento en aguas profundas (Millones de barriles por año)



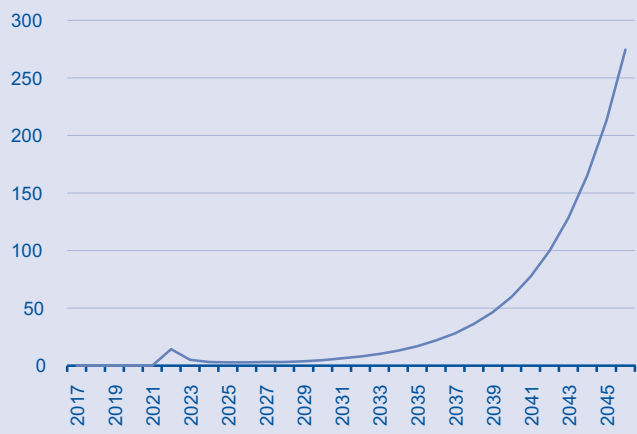
Fuente: BBVA Research

Gráfica 3.29  
Evolución esperada para los costos operativos de un yacimiento de aguas profundas (Millones de USD)



Fuente: BBVA Research con datos de US EIA

Gráfica 3.30  
Evolución esperada para los costos operativos de un yacimiento de aguas profundas (Costo por barril producido en USD)



Fuente: BBVA Research con datos de US EIA

3: Los supuestos contenidos en i) y ii) son muy similares a los del proyecto Big Foot en aguas profundas del Golfo de México. Para mayor información, por favor ver el documento "Trends in U.S. Oil and Natural Gas Upstream Costs" de la U.S. Energy Information Administration, marzo de 2016.



Como se puede ver en la gráfica 3.29, los costos operativos por barril producido excederían hasta los 100 dólares a partir del año 2043. Es decir, aún para el caso de un precio de barril de 100 dólares, el proyecto dejaría de ser rentable en el año 2043 e inclusive un año antes si el porcentaje de regalías hiciera que los flujos netos de caja fueran negativos en el año 2042.

Los resultados de la evaluación financiera del proyecto petrolero en aguas profundas se presentan en términos de la Tasa Interna de Retorno (TIR) y del Rendimiento Descontado sobre la Inversión (RDSI).<sup>4</sup> Las gráficas 3.31 y 3.32 muestran los resultados de la evaluación financiera según los criterios de la TIR y el RDSI, respectivamente. De estas gráficas se pueden derivar las siguientes conclusiones: 1) la TIR y el RDSI se incrementan cuando sube el precio del petróleo y/o baja el porcentaje de regalías; 2) si el porcentaje de regalías que impusiera el Estado fuera 20%, entonces el precio del barril de petróleo tendría que estar por encima de 60 dólares para que el RDSI fuera positivo o la TIR fuera mayor a 10%; 3) a un precio de 50 dólares por barril, una TIR mayor a 10% o un RDSI positivo solamente serían posibles con porcentajes de regalías cercanos a cero.

**Conclusiones**

La fase 4 de la Ronda 1 ofrecerá una gran oportunidad para incursionar en la extracción de petróleo y

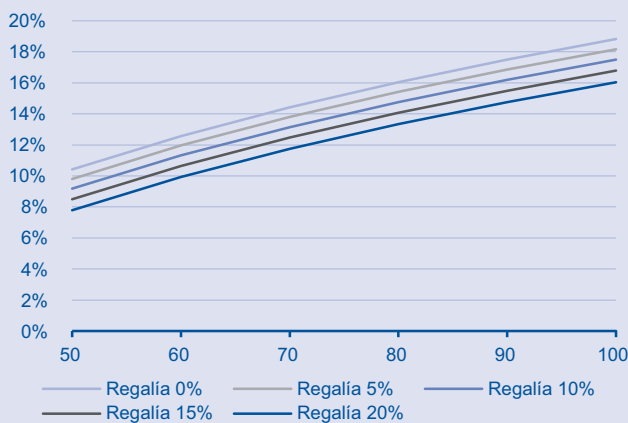
gas de aguas profundas por primera vez en la historia del país. El gran potencial de producción existente en la región del Golfo de México cercana a la parte estadounidense del mismo y los menores retos técnicos en el Cinturón Plegado Perdido servirán para compensar los relativos bajos precios del barril de petróleo. No obstante, la falta de exploración y las mayores complejidades técnicas en la Cuenca Salina dificultarán la subasta exitosa en dicha zona. Por su parte, los resultados de la evaluación financiera de un proyecto hipotético en aguas profundas del Golfo de México revelan que el precio del barril de petróleo tendría que estar por encima de 60 dólares si el Estado mexicano pretende cobrar un porcentaje de regalías de 20%. Finalmente, es importante tomar en cuenta que la producción de hidrocarburos proveniente de yacimientos en aguas profundas tardará varios años en materializarse. Ello implicará aún mayores plazos de tiempo para la recuperación de las inversiones que se hagan en este tipo de proyectos.

**Referencias**

Leffler, W.L., Pattarozzi, R. y Sterling, G. (2003). Deepwater Petroleum. Exploration & Production. A Nontechnical Guide. Segunda edición. PennWell.  
Seba, R.D. (2008). Economics of Worldwide Petroleum Production. Tercera edición. PS.  
US Energy Information Administration (2016). "Trends in U.S. Oil and Natural Gas Upstream Costs", marzo de 2016. US EIA.

Gráfica 3.31

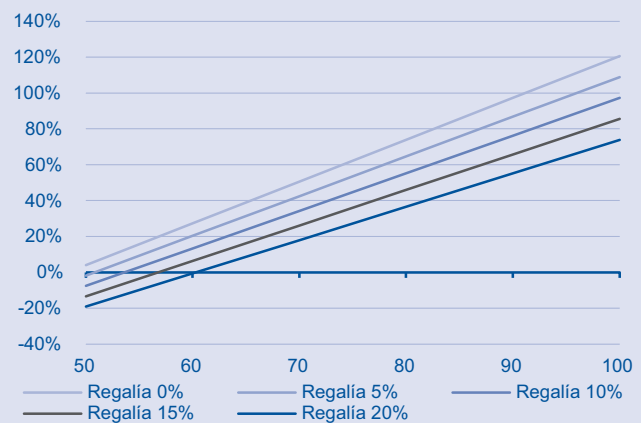
Tasa interna de retorno de un yacimiento en aguas profundas (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 3.32

Rendimiento descontado sobre la inversión de un yacimiento en aguas profundas (% sobre la inversión)



Fuente: BBVA Research

4: La TIR es usada como criterio para ordenar los proyectos de mayor a menor rentabilidad. Entre mayor sea este indicador, más rápidamente se recuperan los costos del proyecto. El otro criterio utilizado es el RDSI (Valor presente neto/Inversión), el cual podría dar un orden diferente al criterio de la TIR por el hecho de considerar el valor presente neto total. Es decir, los flujos de caja más cuantiosos podrían llegar mucho después.

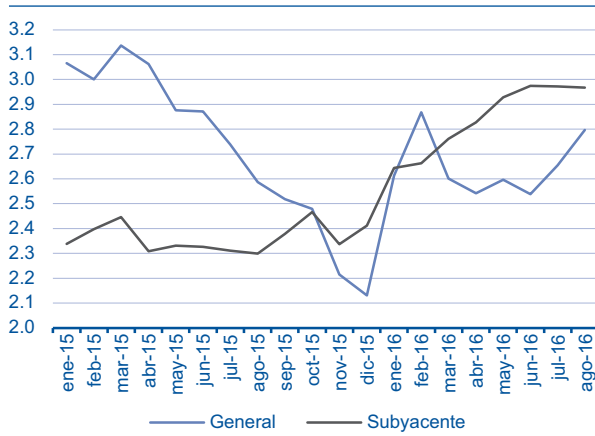
### 3.2 Considerando la 1ª quincena de agosto, la inflación ha permanecido por debajo de 3.0% por más de 15 meses consecutivos

La inflación general se ha mantenido por debajo de la meta permanente de Banxico (3.0%) durante quince meses consecutivos. En los primeros siete meses del año, la inflación general anual ha promediado 2.63% y la inflación acumulada a julio es de tan solo 0.57 puntos porcentuales (pp), el segundo menor nivel acumulado durante los primeros siete meses de un año, solo por encima del registrado en 2015. En la primera quincena de agosto, la inflación anual tuvo un repunte a 2.80%, en parte explicado por el aumento en los precios de la gasolina. No obstante, para todo el mes es previsible una moderación de dicho ritmo anual de aumento en los precios tras el anuncio de una disminución de 10% en los precios del gas LP a partir del 17 de agosto. Con ello, prevemos que la inflación anual se ubicará en agosto en 2.73%, con lo que serán 16 los meses en línea que la inflación se habrá ubicado por debajo de 3.0%. Así, se puede afirmar que la inflación general promedio se ubicará por debajo de 3.0% durante el 3T16 y también es ahora previsible, tras el anuncio de la reducción del precio del gas, que se ubicará en promedio por debajo de 3.0% en el 4T16. Con ello, prevemos que la inflación anual promedio durante 2016 será igual que la observada el año pasado: 2.7%. Para diciembre, anticipamos que la inflación anual cerrará el año en 2.9%, el mismo nivel que preveíamos en enero.

### Las perspectivas de inflación continúan siendo favorables

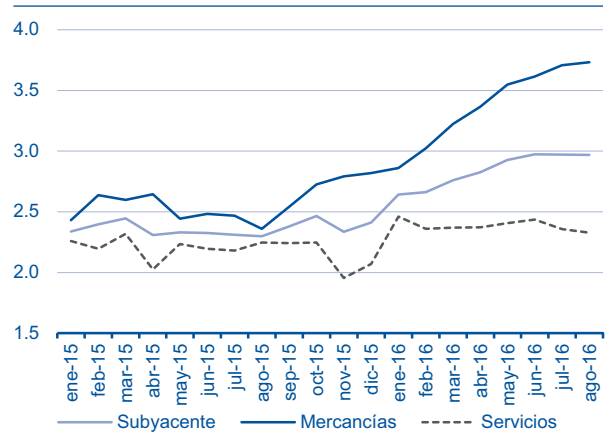
El escenario de inflación se ha mantenido positivo en los últimos dos años. De forma transitoria, entre junio y la primera quincena de agosto, el contexto parecía mantenerse positivo pero tornarse algo menos favorable. Ello resultado de los aumentos de los precios de la gasolina y la electricidad, la debilidad adicional del peso y un cierto repunte –que más tarde se volvió transitorio– en algunas medidas de instrumentos financieros de mercado que reflejan las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. No obstante, en torno a la mitad de la incidencia de los aumentos ya observados en los precios de la gasolina será revertido en la segunda quincena de agosto por la reducción de 10% en el precio del gas LP antes mencionada, que restará 0.15pp a la inflación general. De forma transitoria, los aumentos de precios energéticos y la mayor debilidad del peso nos hicieron revisar nuestra previsión de fin de año de 2.9% a 3.2%. Sin embargo, el anuncio de la disminución del precio del gas –por su importancia relativa–, sumado a que se alcanzaron los topes de precios de la gasolina para este año, y considerando que los precios de los servicios de telefonía móvil continúan mostrando caídas persistentes, nos hicieron regresar a la previsión de 2.9% que habíamos mantenido desde inicios de año.

Gráfica 3.33  
**Inflación general y subyacente**  
Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

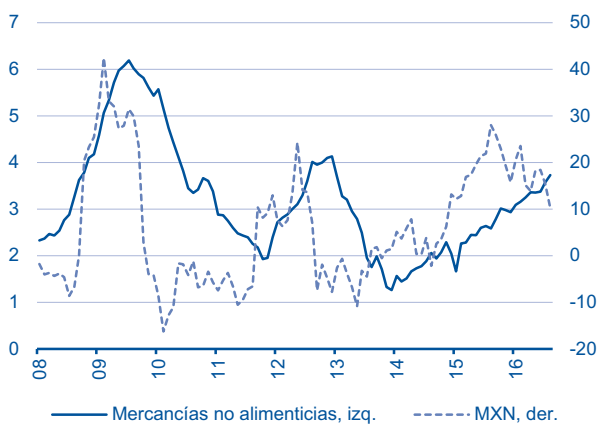
Gráfica 3.34  
**Inflación subyacente y componentes**  
Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

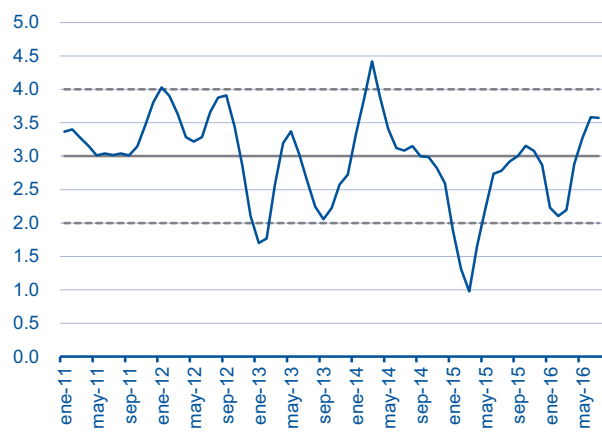
Si bien la inflación general se mantiene por debajo de la meta, la subyacente ya alcanza 3.0% tras cerrar 2015 en 2.4% (véase gráfica 3.33). La tendencia alcista de los precios subyacentes responde a la aceleración del componente de mercancías que ha aumentado de 2.8% al cierre de 2015 a 3.7% en julio y en la primera quincena de agosto. La significativa depreciación del MXN en lo que va del año implica una elevada probabilidad de que la aceleración de dicho componente continúe en lo que resta del año si como lo prevemos el MXN no revierte de forma notoria dicho debilitamiento en lo que resta de 2016 (véase gráfica 3.35). De hecho, el subíndice de otras mercancías, el más relacionado con la evolución del tipo de cambio por su composición de bienes, ha repuntado 0.8 puntos porcentuales (pp) en lo que va del año. Anticipamos que a dicha tendencia alcista todavía le resta recorrido y que la inflación anual de dicho subíndice podría ubicarse en niveles cercanos a 4.0% hacia el cierre de año. No obstante, el favorable comportamiento del componente de servicios ha evitado una mayor aceleración de la inflación subyacente (véase gráfica 3.36). La inflación de servicios excluyendo vivienda y educación (colegiaturas), la que mantiene una relación más estrecha con el ciclo económico, se ha mantenido baja y estable, e incluso disminuyó en el último mes. Tras mantenerse en 2.1% durante el periodo febrero-junio, disminuyó a 1.9% en julio, y registró un descenso adicional a 1.8% en la primera quincena de agosto, favorecida por dos factores principalmente: i) nuevas reducciones en los precios de la telefonía móvil por la mayor competencia en el sector, y ii) aumentos estacionales menores a los de los últimos años en los precios de los servicios turísticos. La persistencia de la caída en los precios de la telefonía móvil ha sido un factor con una incidencia muy favorable sobre la inflación subyacente durante los dos últimos años. De hecho, el ritmo anual de los precios de telecomunicaciones ha permanecido en niveles inferiores a -5.0% durante 2015-16.

Gráfica 3.35  
**Inflación de las mercancías no alimenticias y tasa de depreciación del peso (Var. % anual)**



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI y Bloomberg

Gráfica 3.36  
**Tendencia de la inflación subyacente (Var. % 3m/3m anualizada, ae)**



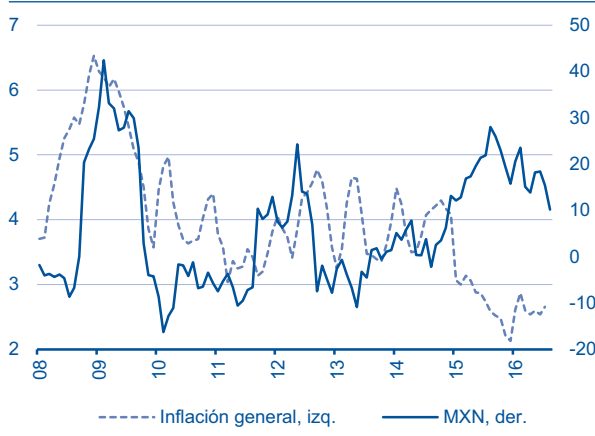
Fuente: BBVA Research, cálculos propios, e INEGI.

Así, la evolución de la inflación subyacente durante los dos últimos años ha respondido a un cambio en precios relativos, con las mercancías aumentando, reflejo del efecto directo de la depreciación del peso (ie, del *pass-through*), y los servicios manteniéndose en niveles bajos, y en algunos casos, como los de telecomunicaciones, experimentando disminuciones persistentes y relevantes. Con todo, es posible una estabilización de la tendencia de la inflación subyacente por debajo del límite superior de la meta de Banxico (4%) —véase gráfica 3.36—, favorecida no solo por las dinámicas favorables del componente de servicios antes mencionadas, sino también por las recientes señales de menor fortaleza del consumo, que seguirían limitando el poder de precio de las empresas en un contexto de amplia holgura de la economía. Con ello, prevemos que la inflación subyacente cerrará el año cerca de 3.0% (en 3.08%). Más relevante que el moderado nivel de la inflación subyacente previsto para fin de año es el hecho que los efectos de segundo orden sobre los precios

siguen ausentes, es decir, que la significativa y persistente debilidad del peso no ha afectado el proceso de formación de precios de la economía, lo que de continuar, garantiza que lo que sigamos observando sea solo una continuación del cambio en precios relativos antes descrito y no una tendencia generalizada de aumento en la inflación.

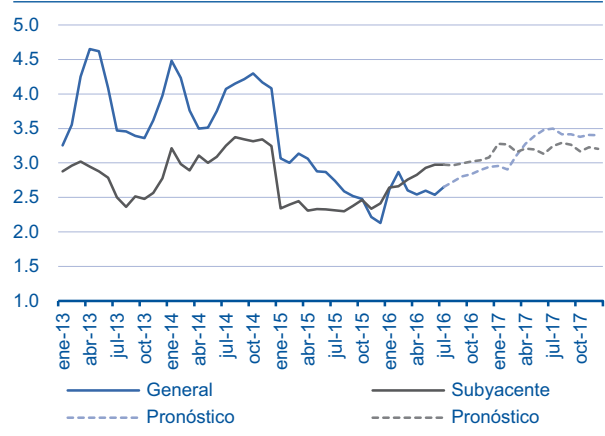
Consideramos que dos factores seguirán contribuyendo a este favorable impacto de la depreciación del peso sobre la inflación: i) la continua intensificación de la competencia en el sector de telecomunicaciones; y ii) la credibilidad de Banxico y los recientes aumentos en la tasa de referencia que evitarán un desanclaje de las expectativas de inflación. Consideramos que los riesgos están más o menos balanceados. Los principales riesgos para la permanencia de este contexto favorable son una mayor depreciación del peso, un cambio inesperado en la determinación de precios energéticos, o un aumento significativo en los precios agropecuarios. Por su parte, los principales factores que podrían incidir en una menor inflación están asociados al ciclo económico (ie, a la posibilidad de un menor dinamismo de la demanda interna) y a la competencia derivada de la reforma de telecomunicaciones que podría traducirse en descensos adicionales en los precios de esos servicios, principalmente de telefonía móvil.

Gráfica 3.37  
**Inflación general anual y tasa de depreciación del peso (%)**



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI y Bloomberg

Gráfica 3.38  
**Perspectivas de inflación**  
**Var. % anual**



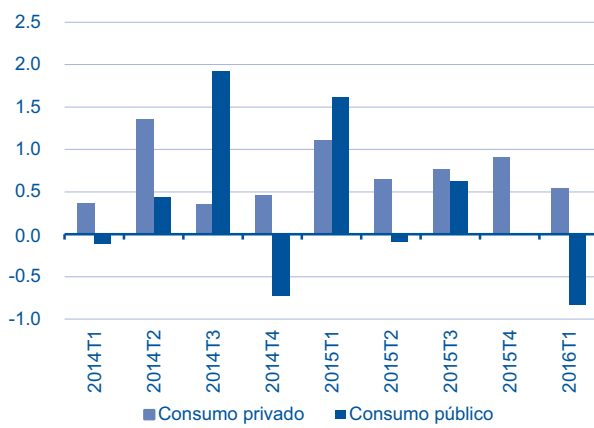
Fuente: BBVA Research con datos del INEGI y Bloomberg

### 3.3 Tipo de cambio y desempeño de las cuentas externas en el centro de atención de Banxico

La comunicación reciente del Banco Central después del incremento de 50pb de la reunión de junio ha dejado ver que entre los miembros de la Junta de Gobierno se han incrementado las preocupaciones sobre el deterioro de los fundamentales de la economía y sus posibles efectos sobre la inflación, más allá de la argumentación sobre los riesgos de traspaso del tipo de cambio a los precios que había predominado durante el último año. En efecto, la minuta de la reunión de política monetaria de junio señala que el incremento de la tasa de fondeo fue en parte remedial, dado que contribuye a moderar los riesgos de presiones sobre la inflación por el lado de la demanda agregada. Esta argumentación tiene que ver con la sostenibilidad del gasto actual de la economía mexicana y lo que está de fondo es el relevante incremento del déficit de cuenta corriente durante los últimos años. El dinamismo del consumo tanto público, como privado y el estancamiento de la inversión en un contexto de reducción del precio y la producción petrolera han llevado al déficit de las cuentas externas en unos cuantos años a un nivel, que si bien aun no es insostenible, sí representa un riesgo relevante. Esto más aun si se considera que el financiamiento depende de los flujos de cartera, que en un ambiente de normalización monetaria en EE.UU. se han detenido en los últimos meses. Todo esto ha llevado al banco central no sólo a insistir en medidas de consolidación de las finanzas públicas, sino a actuar desde su ámbito de acción. Y es que Banxico ha señalado que si bien la reducción en el gasto público es más eficiente para lograr el ajuste de la cuenta corriente, considera que se debe complementar con una disminución del gasto privado y es ahí donde cobra relevancia el incremento de la tasa de política monetaria. De acuerdo con la minuta "El ajuste de la tasa de PM contribuiría a realinear el gasto en la economía con el nivel de ingreso".

Gráfica 3.39

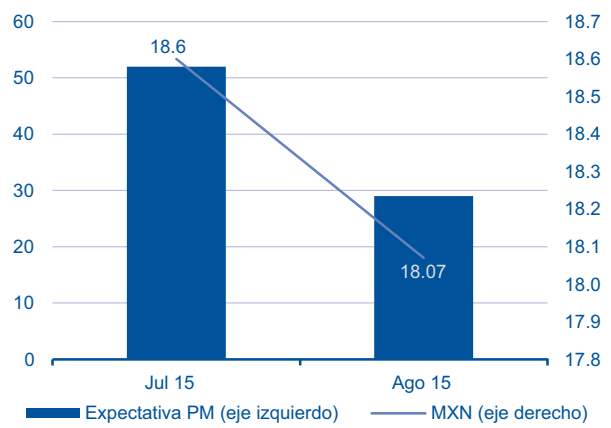
#### Consumo privado y público (Tasa de crecimiento trimestral, %)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.40

#### Expectativa implícita de la tasa de fondeo en la curva de swaps de tasa de interés y tipo de cambio (% ppp)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Toda esta argumentación acerca de los posibles efectos sobre la inflación del deterioro reciente de los fundamentales macroeconómicos está íntimamente relacionada con el tipo de cambio, que en sí mismo sigue constituyendo la principal fuente de riesgos para los precios. De hecho, en el último comunicado de política monetaria se hizo énfasis en los factores que podrían detonar un nuevo episodio de depreciación cambiaria entre los que se encuentran: la incertidumbre por las elecciones en EE.UU., nombrado por primera vez en la comunicación; un deterioro adicional en la cuenta corriente y el reinicio del proceso de normalización monetaria por parte de la FED. A tal punto ha llegado la relevancia del tipo de cambio en términos de política monetaria, sobre todo a la luz de las acciones recientes de Banxico, que las expectativas de la tasa de fondeo implícitas en los instrumentos de mercado varían con los movimientos de la paridad cambiaria (como muestra véase gráfica 3.40).

Como se puede notar a partir de las líneas anteriores, las condiciones domésticas al momento no han sido los catalizadores de las acciones de política monetaria. La debilidad del crecimiento económico se ha exacerbado (Banxico redujo su pronóstico de crecimiento para 2016 a un intervalo entre 1.7 y 2.5%) lo que reduce las probabilidades de observar presiones de demanda sobre los precios y, a su vez, efectos de segundo orden derivados de la depreciación cambiaria. La inflación se mantiene por debajo de 3.0%, el traspaso de la depreciación se mantiene contenido y la tendencia al alza de los precios de los servicios (alrededor del 60% del INPC) parece haberse detenido. Esto subraya la mayor relevancia que han adquirido variables como las cuentas externas y sobre todo el tipo de cambio en la función de reacción del banco central, lo que influirá en mantener un tono cauteloso en su comunicación durante lo que resta del año.

Hacia adelante y dado el interés del banco central en contribuir a reducir los riesgos sobre los fundamentales de la economía, consideramos que si no se observa un deterioro adicional de las cuentas externas y el tipo de cambio se mantiene relativamente estable, la política monetaria en México se alinearía con la de la Reserva Federal. En concreto, en el escenario más probable al momento, se espera un incremento de la tasa de referencia de 25 puntos base durante el último trimestre del año

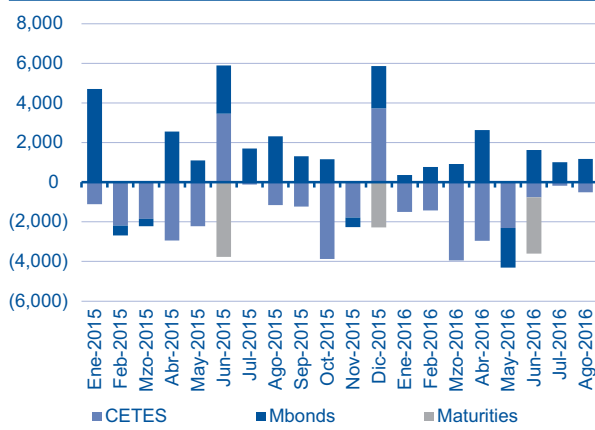


han ganado 3.5% respecto al dólar en lo que va del año, lo cual se explica en parte por un alza de 0.75% desde el 24 de junio. En línea con este comportamiento, el peso mexicano se apreció 0.75% contra el dólar tras el *Brexit*, luego de que en la madrugada del 24 de junio la moneda norteamericana alcanzara un nuevo máximo histórico de 19.51 pesos por dólar. En este contexto de menor aversión al riesgo y con menores preocupaciones por alzas de la FED en el corto plazo, el precio del petróleo retomó importancia como variable explicativa de los movimientos del tipo de cambio. De hecho cuando el precio de la mezcla mexicana de petróleo alcanzó los USD 33.6 dólares por barril, su menor precio desde abril, el tipo de cambio se depreció hasta los 18.93 pesos por dólar, mientras que cuando el precio del energético se ubicó por encima de los USD 42 por barril, el tipo de cambio se ubicó por debajo de los 18.1 pesos por dólar.

Ante los riesgos sobre el crecimiento y las bajas tasas de interés en los países industrializados, la demanda por instrumentos de renta fija de países como México se reactivó. Después de que en el mes de mayo se registraran reducciones significativas en la tenencia de bonos de mediano y largo plazo por parte de extranjeros, la búsqueda por rendimientos influyó en una mayor demanda por bonos M a tal grado que entre el 1 de julio y el 18 de agosto la tenencia de extranjeros de este tipo de instrumentos se incrementó en casi USD 2,200 millones, con lo cual en el acumulado del año la cifra asciende a alrededor de USD 6,000 millones. No obstante, la caída en la tenencia de CETES ante el desvanecimiento de las oportunidades de arbitraje continúa, aunque a un menor ritmo, con lo cual durante el año la tenencia de este tipo de instrumentos por parte de extranjeros ha registrado una disminución de casi USD 13,500 millones. En el neto la reducción en la tenencia ha sido de aproximadamente USD 7,500 millones en el año. Este dato resulta relevante, dado el incremento en el déficit de cuenta corriente en los últimos años y el hecho de que este no es financiable en su totalidad con la inversión extranjera directa. De tal manera que el comportamiento de los flujos extranjeros continuará siendo un factor de riesgo hacia adelante, sobre todo después de que la calificación de deuda soberana del país se pusiera en perspectiva negativa dados estos desequilibrios.

Gráfica 3.43

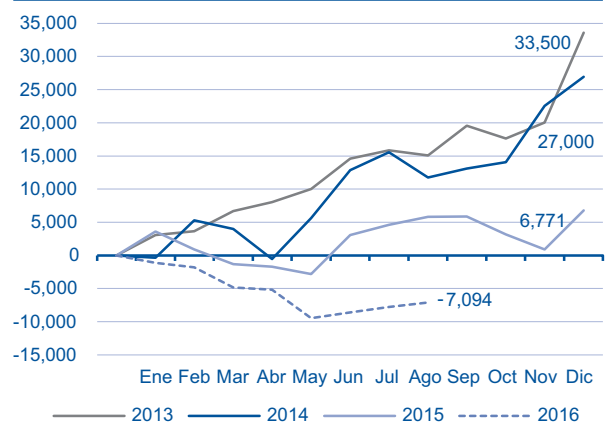
**Cambio en la tenencia de CETES y bonos M por parte de extranjeros (millones de dólares)**



Con información al 18 de agosto de 2016.  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 3.44

**Cambio acumulado de la tenencia de CETES y Bonos M por parte de extranjeros (millones de dólares)**



Con información al 18 de agosto de 2016.  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

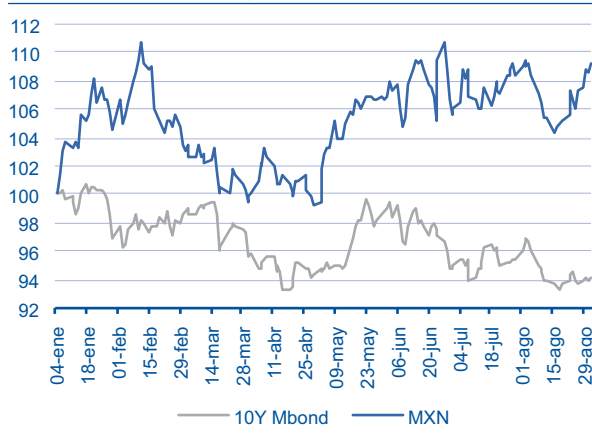
En este contexto complicado y de continua debilidad del peso mexicano (MXN) –con periodos de mayor intensidad o lapsos con cierta recuperación– destaca la favorable evolución de las tasas de interés de largo plazo. Si bien durante la segunda mitad de mayo, el regreso de las presiones sobre el peso parecía empezar a tener un impacto sobre las tasas de interés de largo plazo (véase gráfica 3.45), este movimiento fue transitorio y los bonos de largo plazo no solo han mantenido la notoria estabilidad, sino que han mostrado una tendencia de



revalorización a partir de principios de junio (véase gráfica 3.46). De hecho, dichas presiones sobre el MXN incidieron sobre las expectativas de política monetaria de corto plazo y en ese momento el mercado gradualmente empezó a asignar una mayor probabilidad de subida de la tasa de referencia, perspectiva que después validó Banxico al efectivamente aumentar su tasa de política monetaria para acotar los riesgos. El aumento de dichas expectativas de política monetaria, consecuencia principalmente de las presiones adicionales sobre el MXN, estuvo detrás de dicho movimiento alcista de la tasa a 10 años que se disipó tras ocurrido el aumento de la tasa de referencia (véase gráfica 3.45).

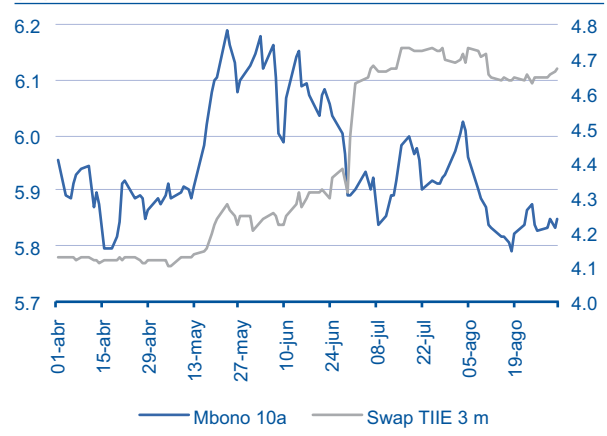
Las tasas de interés de largo plazo han enfrentado sin problemas los episodios de aversión al riesgo y/o de debilidad del MXN durante los dos últimos años. En los primeros ocho meses del año, el rendimiento del Mbono a 10 años ha promediado 6.01%, un nivel ligeramente mayor al observado en promedio durante 2015 (5.94%), pero marginalmente menor al observado en el 4T15 (6.10%). En este promedio de 2016 destaca la tendencia bajista a pesar de las persistentes presiones sobre el peso y de un contexto más adverso en cuanto al apetito de extranjeros por los bonos mexicanos. Así, mientras la tasa del Mbono a 10 años promedió 6.12% en el 1T16, durante el 2T16 disminuyó a 5.99% y registró un descenso adicional a 5.90% en los primeros dos meses del 3T16. Su nivel actual (1 de septiembre) es de 5.83%.

Gráfica 3.45  
**Mbono a 10 años y tipo de cambio**  
(Índice 4 ene 16 =100)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.46  
**Mbono a 10 años y Swap TIIE 28 a 3 meses**  
(%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Esta tendencia bajista se ha dado a pesar del aumento de 100 puntos base (pb) en la tasa de referencia. Si bien es normal esperar un aplanamiento de la curva de rendimiento cuando partiendo de niveles muy acomodaticios la tasa de política monetaria aumenta, el aplanamiento que se ha observado no solo ha obedecido al aumento de la parte corta de la curva, también es resultado de la disminución de las tasas de interés a 10 años (véase gráfica 3.46). Al cierre de enero de este año, es decir, antes de que Banxico hiciera su primer aumento de 50 pb en la tasa de fondeo, la pendiente entre el rendimiento a 10 años y a 1 año era de 259 pb. Al cierre de agosto, ya una vez observados los dos incrementos en la tasa de política monetaria realizados durante 2016 (por un acumulado de 100pb), esta pendiente había disminuido a 128 pb. Dicha reducción se explica principalmente por el aumento de 112 pb en la tasa de interés a 1 año, pero también responde a la disminución de 19 pb en la tasa a 10 años.

Consideramos que a la buena evolución de las tasas de largo plazo en México han influido principalmente dos factores. En primer lugar, la tendencia bajista de las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. La de la Nota del Tesoro a 10 años (NT 10a) inició el año 2.2% y en los dos meses del 3T16 ha promediado 1.53%, fluctuando entre 1.4 y 1.6%, dependiendo de las expectativas de del mercado sobre la política monetaria de

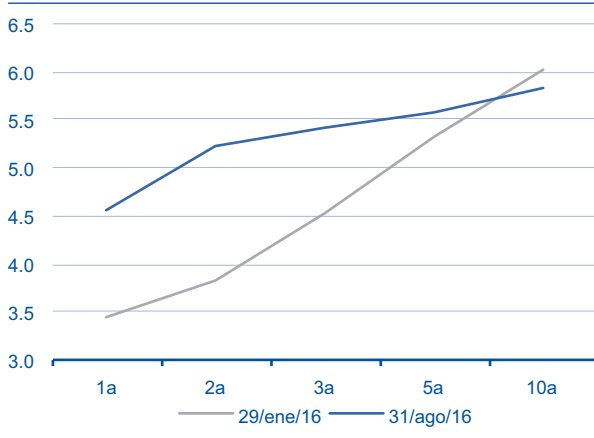
la Reserva Federal. Esa fuerte disminución de las tasas de largo plazo en EE.UU. es el primer factor. Una segunda razón es la disminución en las emisiones de bonos en moneda nacional que se traduce en una ralentización del ritmo de aumento en la oferta de bonos en el mercado, lo que le imprime presiones alcistas a los precios de los mismos, ie, una presión bajista sobre las tasas de interés.

Anticipamos que esos dos factores seguirán presentes en lo que resta del año, y es previsible que las tasas de interés de largo plazo en México se mantengan bajas en lo que resta del año. Para 2017, difícilmente se pueden anticipar significativos incrementos en las tasas de largo plazo en EE.UU. y el proceso de consolidación fiscal en el que ya está inmerso el gobierno federal, seguirá limitando la oferta de bonos de largo plazo. Así, revisamos a la baja nuestra previsión para la tasa de interés del Mbono a 10 años de 6.3% a 5.85% para el cierre de 2016 y ahora prevemos un aumento de solo 30 pb en 2017.

En lo que respecta a las expectativas del tipo de cambio, los riesgos durante la segunda mitad del año se mantienen sesgados al alza. En el ámbito externo la elección presidencial en EE.UU., el precio del petróleo y la continuación de la normalización monetaria por parte de la FED habrán de influir en la cotización cambiaria. En el plano doméstico las finanzas públicas y el déficit de cuenta corriente serán variables a seguir, sobre todo ante la reciente revisión de la calificación de deuda soberana de México. Con base en estos riesgos se espera que el tipo de cambio se mantenga presionado y cierre el año hacia los 18.9 pesos por dólar.

Gráfica 3.47

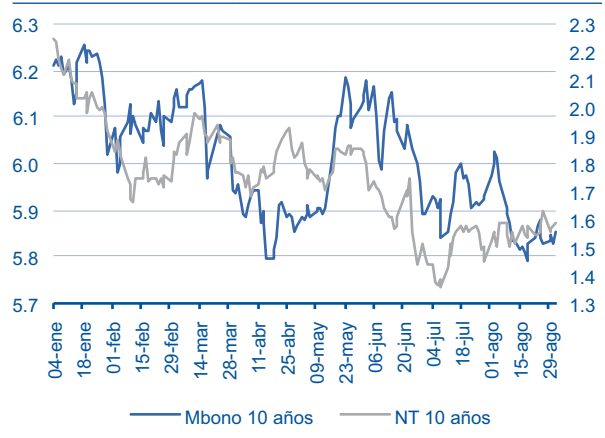
**Curva de rendimientos (%)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.48

**Tasas de bonos gubernamentales a 10 años (Plazo constante, %)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

## 4. Previsiones

Cuadro 4.1

### Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2013	2014	2015	2016	2017
Estados Unidos	1.7	2.4	2.6	1.6	2.1
UEM	-0.2	0.9	1.6	1.6	1.5
Alemania	0.4	1.6	1.4	1.4	1.5
Francia	0.7	0.2	1.2	1.5	1.4
Italia	-1.8	-0.3	0.6	1.0	1.1
España	-1.7	1.4	3.2	3.1	2.3
Reino Unido	1.9	3.1	2.2	1.5	0.4
América Latina *	2.7	0.6	-0.4	-0.9	1.8
México	1.3	2.3	2.5	2.6	2.6
Brasil	3.0	0.1	-3.9	-3.0	0.9
EAGLES **	5.6	5.2	4.5	4.7	4.8
Turquía	4.2	3.0	4.0	3.9	3.9
Asia-Pacífico	5.9	5.6	5.5	5.3	5.1
Japón	1.4	0.0	0.5	0.5	0.6
China	7.7	7.3	6.9	6.4	5.7
Asia (exc. China)	4.4	4.3	4.3	4.4	4.5
Mundo	3.3	3.4	3.1	3.1	3.2

\* 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 agosto de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.3

### 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	2.6	1.6	2.1	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8	1.1	3.1	2.8
Consumo personal (var. % real)	2.9	3.2	2.7	2.7	2.4	2.9	2.7	2.3	1.6	4.4	2.9	3.2
Consumo gobierno (var. % real)	-0.9	1.8	0.9	1.0	2.6	3.2	1.9	1.0	1.6	-1.5	1.2	0.4
Inversión fija bruta (var. % real)	5.5	4.0	0.2	2.1	3.7	4.3	5.7	-0.2	-0.9	-2.5	-1.1	2.3
Construcción	3.5	11.7	4.1	1.8	13.4	14.8	12.6	11.5	7.8	-7.7	-3.9	-2.8
Producción industrial (var. % real anual)	2.9	0.3	-0.5	3.2	2.4	0.4	0.1	-1.6	-1.6	-1.1	-0.4	1.0
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-3.0	-2.5	-2.9	-3.0	-2.6	-2.5	-2.7	-2.5	-2.7	-2.7	-2.9	-2.8
Inflación anual (fin de periodo)	0.8	0.7	1.9	1.9	-0.1	0.1	0.0	0.7	0.9	1.0	1.7	1.9
Inflación anual (promedio de periodo)	1.6	0.1	1.3	2.0	-0.1	0.0	0.1	0.5	1.1	1.1	1.3	1.7
Balance fiscal primario (% del PIB)	-2.8	-2.5	-3.0	-3.0				-2.5				-3.0

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.4

## 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	2.2	2.5	1.8	2.2	2.5	2.3	2.6	2.4	2.4	1.5	1.7	1.7
Por habitante en dólares	10,619	9343.0	8,333	8,635	9,772	9,569	8,996	9,035	8,585	8,495	8,130	8,123
Miles de millones de dólares	1,271	1130.6	1,019	1,067	1,182	1,158	1,089	1,093	1,050	1,039	994	993
<b>Inflación (% , prom.)</b>												
General	4.02	2.72	2.72	3.30	3.07	2.94	2.62	2.27	2.69	2.56	2.73	2.89
Subyacente	3.18	2.36	2.91	3.22	2.39	2.32	2.33	2.40	2.69	2.91	2.98	3.05
<b>Mercados Financieros (% , prom.)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	3.00	3.02	3.73	4.35	3.00	3.00	3.00	3.08	3.58	3.92	4.25	4.33
Cetes 28 días	3.00	3.25	3.41	4.31	2.94	3.01	3.05	3.04	3.61	3.88	4.04	4.29
TIIE 28 días	3.35	3.44	3.72	4.66	3.30	3.31	3.32	3.39	3.89	4.09	4.26	4.65
Bono 10 años (% , prom.)	6.01	5.94	6.00	6.10	5.66	6.00	6.05	6.20	6.00	6.00	6.00	5.90
<b>Tipo de cambio (prom.)</b>												
Pesos por dólar (prom.)	13.4	16.0	18.2	17.8	15.1	15.5	16.6	16.8	17.8	18.0	19.0	19.4
<b>Finanzas Públicas</b>												
*RFSP (% del PIB)	-4.6	-4.1	-3.0	-3.0	-	-	-	-4.1	-	-	-	-3.0
<b>Sector Externo<sup>3</sup></b>												
Balanza comercial (mmd)	-2.8	-14.5	-16.4	-21.1	-4.0	-3.5	-6.6	-5.5	-5.2	-4.7	-5.8	-5.4
Cuenta corriente (mmd)	-24.2	-31.4	-32.8	-37.0	-6.9	-8.7	-8.1	-9.1	-9.1	-9.4	-9.3	-9.2
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.9	-2.8	-3.2	-3.5	-2.8	-2.9	-2.8	-2.6	-2.6	-3.4	-3.3	-3.6
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.5	4.3	3.0	2.8	4.5	4.4	4.4	4.0	3.7	3.2	2.6	2.4
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.8	4.4	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.4	4.5	4.5	4.5	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	3.1	<b>1.0</b>	<b>2.1</b>	3.6	3.1	3.4	2.4	2.0	0.8	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>
Demanda interna	1.9	1.1	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>	0.8	1.0	1.3	1.4	1.7	0.6	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>
Consumo	1.8	3.0	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	3.3	2.6	2.8	3.3	2.0	1.7	<b>1.5</b>	<b>1.1</b>
Privado	1.8	3.1	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>	3.3	2.6	3.0	3.5	2.5	2.0	<b>1.8</b>	<b>1.3</b>
Público	2.2	2.4	<b>-0.5</b>	<b>1.2</b>	3.3	2.7	1.4	2.2	-0.7	-0.3	<b>-0.6</b>	<b>-0.4</b>
Inversión	2.9	3.9	<b>-1.2</b>	<b>0.5</b>	6.1	4.9	3.8	1.0	1.2	-1.8	<b>-2.6</b>	<b>-1.4</b>
Privada	4.8	6.3	<b>1.2</b>	<b>1.7</b>	8.3	6.3	7.2	3.7	4.6	1.0	<b>-0.8</b>	<b>0.1</b>
Pública	-4.7	-6.5	<b>-12.6</b>	<b>-6.3</b>	-2.8	-1.4	-10.4	-11.4	-14.0	-15.1	<b>-11.8</b>	<b>-9.1</b>
Demanda Externa	6.9	9.1	<b>1.5</b>	<b>3.8</b>	12.6	9.2	9.9	5.1	2.7	1.3	<b>1.3</b>	<b>0.8</b>
Importaciones	5.9	5.1	<b>-1.5</b>	<b>1.8</b>	6.9	5.4	6.0	2.2	0.7	-1.4	<b>-2.8</b>	<b>-2.6</b>
<b>PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)</b>												
Primario	4.5	0.5	<b>3.4</b>	<b>-0.1</b>	2.9	0.2	-0.3	-0.9	2.7	3.9	<b>2.6</b>	<b>4.6</b>
Secundario	2.7	1.0	<b>0.4</b>	<b>1.5</b>	1.7	0.8	1.2	0.2	1.7	-0.3	<b>-0.1</b>	<b>0.2</b>
Minería	-1.5	-5.7	<b>-4.4</b>	<b>-2.8</b>	-5.6	-7.7	-5.6	-4.0	-3.6	-4.3	<b>-5.1</b>	<b>-4.4</b>
Electricidad	8.2	4.1	<b>4.3</b>	<b>4.5</b>	6.7	2.4	3.6	3.6	2.0	6.4	<b>4.5</b>	<b>4.4</b>
Construcción	1.9	2.7	<b>1.5</b>	<b>2.6</b>	4.6	3.3	3.2	-0.3	3.3	1.5	<b>1.1</b>	<b>0.2</b>
Manufactura	4.1	2.6	<b>1.0</b>	<b>2.1</b>	3.7	2.6	2.9	1.3	1.2	0.5	<b>0.7</b>	<b>1.4</b>
Terciario	1.8	3.3	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	2.9	3.2	3.4	3.7	3.4	2.4	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>
Comercio	3.1	4.5	<b>1.7</b>	<b>2.7</b>	6.0	3.6	4.7	3.9	2.4	1.5	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>
Transporte, correos y almacenamiento	3.1	3.5	<b>1.5</b>	<b>2.1</b>	3.5	3.0	4.1	3.3	1.5	1.9	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>
Información en medios masivos	0.2	10.0	<b>5.8</b>	<b>4.5</b>	5.1	4.9	11.7	18.6	10.4	8.6	<b>6.0</b>	<b>-1.0</b>
Servicios financieros y de seguros	-0.8	0.9	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	-0.6	-0.4	1.9	2.8	6.4	7.3	<b>7.1</b>	<b>9.4</b>
Serv. inmob. y alquiler de b. muebles e int.	2.0	2.3	<b>2.2</b>	<b>2.6</b>	1.7	3.1	2.3	2.2	2.2	1.6	<b>2.3</b>	<b>2.6</b>
Serv. profesionales, científicos y técnicos	1.3	3.8	<b>5.6</b>	<b>0.9</b>	2.5	5.9	3.1	3.9	7.4	6.5	<b>5.6</b>	<b>3.2</b>
Dirección de corporativos y empresas	7.2	1.9	<b>3.5</b>	<b>3.4</b>	-1.8	0.9	4.8	3.9	4.9	4.3	<b>0.9</b>	<b>4.2</b>
Serv. apoyo a neg., serv. de remediación	-0.1	1.0	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>	2.2	0.4	0.7	0.8	2.7	3.1	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>
Servicios educativos	0.1	0.7	<b>1.2</b>	<b>0.4</b>	0.2	0.5	0.4	1.7	1.2	1.7	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>
Servicios de salud y de asistencia social	-0.6	1.3	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	1.3	1.5	1.1	1.3	0.4	1.9	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>
Serv. de esparcimiento, culturales y depor.	-1.4	4.7	<b>3.5</b>	<b>1.6</b>	3.9	5.7	4.4	4.7	2.2	4.0	<b>4.2</b>	<b>3.7</b>
Serv. alojam. temp. y prep. de alim. y beb.	2.9	5.9	<b>2.5</b>	<b>0.9</b>	3.6	5.0	7.0	7.8	6.1	3.1	<b>1.3</b>	<b>-0.2</b>
Otros serv. exc. actividades del gobierno	1.6	2.3	<b>5.3</b>	<b>1.3</b>	3.1	1.6	1.3	3.4	5.7	6.6	<b>5.3</b>	<b>3.8</b>
Actividades del gobierno	1.9	2.6	<b>-0.4</b>	<b>1.3</b>	5.2	3.9	1.0	0.5	-3.0	-0.5	<b>0.8</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

Arnulfo Rodríguez  
arnulfo.rodriguez@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  
alvaro.martin@bbva.com

**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 Ciudad de México  
Publicaciones:  
Correo electrónico: bbvaresearch\_mexico@bbva.com

Otras publicaciones:

