

# Situación México

1<sup>er</sup> TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE MÉXICO



01  
Mejoría del escenario global, pero con elevada incertidumbre, sobre todo por los riesgos de proteccionismo en EE.UU.

02  
Alza de la inflación, las tasas de interés y la menor inversión afectarán la demanda interna. La economía crecerá 1.0% en 2017

03  
La estrecha relación comercial entre México y EE.UU. es benéfica para ambas naciones, por lo que creemos que dicha relación no se alterará de forma estructural y permitirá una recuperación del crecimiento económico para 2018

# Índice

1. En resumen	2
2. Entorno global: más crecimiento, incertidumbre más elevada y riesgos a largo plazo	4
3. El crecimiento del PIB de 2017 será de 1% debido al contexto internacional esperado	8
3.1 El menor dinamismo esperado de las principales variables macroeconómicas también incidirá en el crecimiento del PIB en 2017	8
3.2 Rebote de la inflación por mayor ritmo de <i>pass-through</i> y aumento de precios energéticos	21
3.3 Postura monetaria restrictiva ante alza de las expectativas de inflación y la depreciación adicional del tipo de cambio	24
3.4 Las expectativas sobre la política económica de la administración Trump dominan los movimientos en los mercados financieros	26
4. Previsiones	29

Fecha de cierre: 10 de febrero de 2017

# 1. En resumen

El entorno global mejoró en los últimos meses de 2016 y continúa haciéndolo a principios de 2017. El crecimiento mundial se aceleró en el último trimestre de 2016, los indicadores de confianza han mejorado claramente en todas las áreas y los indicadores del sector industrial están creciendo junto a una incipiente mejora del comercio global. En particular, en EEUU anticipamos un crecimiento de 2.3% y 2.4% en 2017 y 2018. En China esperamos un crecimiento del 6.0% en 2017, que se reduciría a 5.2% en 2018, dadas las vulnerabilidades a las que se enfrenta la economía y una política económica más orientada a garantizar la estabilidad financiera que a mantener el crecimiento. De este modo, el crecimiento global debería aumentar ligeramente del 3.0% en 2016 al 3.2% en 2017 y 3.3% en 2018.

A pesar de esta aceleración, las perspectivas para 2017 y 2018 están plagadas de incertidumbre. La principal fuente de ellas es la política económica de la nueva administración estadounidense. Al momento, las promesas de estímulos fiscales, desregulación y un ambicioso plan de infraestructura han sido bien recibidas por los mercados de capitales en un entorno de baja aversión al riesgo. No obstante, las amenazas proteccionistas y en contra de la migración del nuevo presidente norteamericano sesgan los riesgos a la baja. Adicionalmente, hay que añadir que existe el riesgo de que las políticas de estímulo fiscal no tengan efectos sobre el crecimiento y generen un incremento inesperado en la inflación, lo que a su vez puede llevar al endurecimiento de la política monetaria de los grandes bancos centrales con consecuencias globales

Esta incertidumbre emanada de la nueva administración en EE.UU. se ve exacerbada en el caso de México. El inesperado resultado de la elección presidencial de noviembre pasado modificó el escenario económico en México hacia uno de naturaleza menos favorable, aunque con mucha incertidumbre respecto al grado de adversidad que pudiera presentarse. La amenaza de modificar las relaciones comerciales por parte del nuevo presidente norteamericano pone en riesgo el modelo de crecimiento vigente en el país durante las últimas dos décadas. No obstante, a pesar de la relevancia del tema, los efectos finales sobre la economía dependerán de hasta qué punto se cambien las condiciones de intercambio entre los dos países. Al momento, y tomando en cuenta que los tratados comerciales vigentes representan beneficios para ambas naciones, consideramos que lo más probable es que estos efectos terminen siendo sólo cíclicos y no estructurales. Sin embargo, la sola amenaza y la incertidumbre derivada de ella ya tiene manifestaciones negativas en algunas variables de mercado que harán del 2017 un año retador.

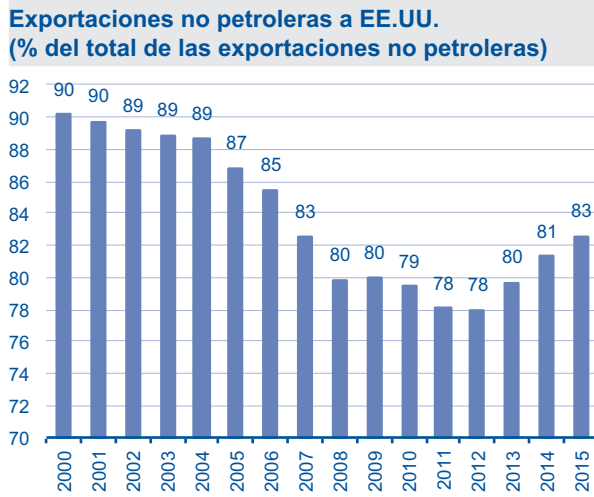
Las variables financieras reflejan ya la mencionada incertidumbre sobre los posibles escenarios de desempeño futuro de la economía mexicana. El tipo de cambio ha registrado una relevante depreciación desde la elección que lo ha llevado a sobrepasar los 20 pesos por dólar. Relacionado en buena medida con esta depreciación se incrementaron las expectativas de inflación implícitas en los mercados de bonos, lo que inmediatamente se tradujo en expectativas de una política monetaria más restrictiva y un incremento de hasta 100 puntos base de los rendimientos de bonos gubernamentales de largo plazo.

Ante esta nueva depreciación del tipo cambio y la liberalización del precio de las gasolinas, la inflación se incrementó por encima del 4.0% y se espera que continúe con esta tendencia hasta alcanzar un máximo de 6.0%. Si bien al momento siguen sin presentarse efectos de segundo orden sobre los precios, los riesgos de observarlos hacia adelante se han incrementado. Como una consecuencia lógica, dado su mandato único de estabilidad de precios, el banco central inició el año con un incremento de 50 puntos base en su tasa de referencia y se espera que continúe restringiendo su postura, con la finalidad de anclar las expectativas de inflación y evitar los efectos de segundo orden en los precios, hasta alcanzar una tasa de 7.50% a finales de año. En resumen, se esperan condiciones financieras más astringentes para este año.

Los movimientos descritos en las variables nominales se espera se transmitan al dinamismo de la economía principalmente vía el consumo. El incremento en la inflación se traducirá en un menor poder de compra, lo cual aunado al alza de las tasas de interés impactará a la baja el consumo privado. Si a esto se añade la

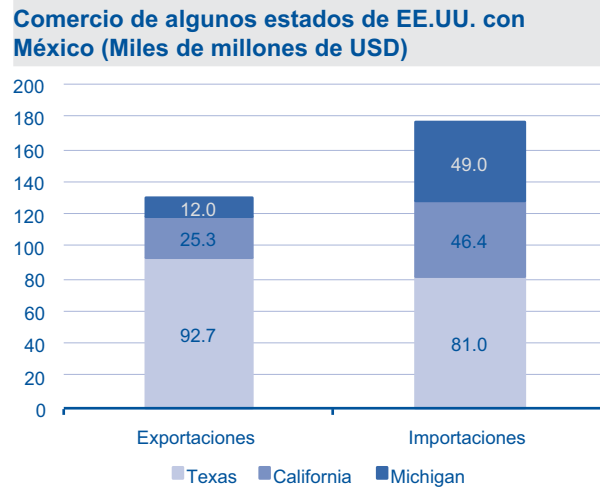
menor inversión esperada como consecuencia de la incertidumbre que priva en la relación comercial de México con EE.UU. se tiene que una buena parte de la demanda agregada experimentará una desaceleración del crecimiento respecto a lo observado en 2016. Ahora bien, es posible esperar un buen comportamiento del sector externo. Dejando de lado por un momento el tema de la relación comercial, se espera una mejoría de las exportaciones mexicanas ligada a un mayor crecimiento de la economía de EE.UU., sin embargo este incremento no será suficiente para compensar la caída en los otros componente, por lo que estimamos que la economía crecerá 1.0% durante el 2017.

Gráfica 1.1



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 1.2



Fuente: BBVA Research con datos de US Census

Si bien el escenario descrito dista de ser benigno, es de suma importancia destacar que con la información con la que se cuenta al momento, lo más probable es que los efectos de las políticas de la recién electo presidente de EE.UU. sobre la economía mexicana sean cíclicos y no estructurales. Esta expectativa se fundamenta en el hecho de que la estrecha relación comercial entre México y EE.UU. conviene a ambas economías. La suma de exportaciones e importaciones de estas dos naciones ascendió a 525 mil millones de dólares y su integración mediante cadenas de valor hace que la región de Norteamérica esté considerada entre las más competitivas a nivel global. El 16 por ciento de las exportaciones de EE.UU. tiene a México como destino, lo que lo ubica a nuestro país como el segundo mayor importador de productos norteamericanos, tan sólo detrás de Canadá. De hecho, México es el principal socio comercial de estados como California, Texas y Arizona, y el segundo de otros 20 estados de la Unión Americana. Cabe destacar que California y Texas son los dos estados más importantes en términos económicos. Adicionalmente, es China y no México con quien la economía norteamericana tiene un mayor déficit comercial, pues este asciende a 347 mil millones de dólares, 5.5 veces el déficit con México.

En suma es el interés mutuo de las naciones lo que nos hace pensar que la relación comercial no será trastocada desde su raíz, por lo que los efectos adversos de la presente coyuntura se mantendrán en el plano cíclico y podrían disiparse hacia el futuro. De hecho, con base en las expectativas expuestas y la menor incertidumbre hacia adelante, esperamos que tras el moderado crecimiento de 1.0% este año la economía se recuperará durante 2018 y crecerá 1.8%.

## 2. Entorno global: más crecimiento, incertidumbre más elevada y riesgos a largo plazo

El entorno global mejoró en los últimos meses de 2016 y continúa haciéndolo a principios de 2017, pero las incertidumbres de cara al resto del año son más elevadas y aconsejan precaución en las previsiones económicas.

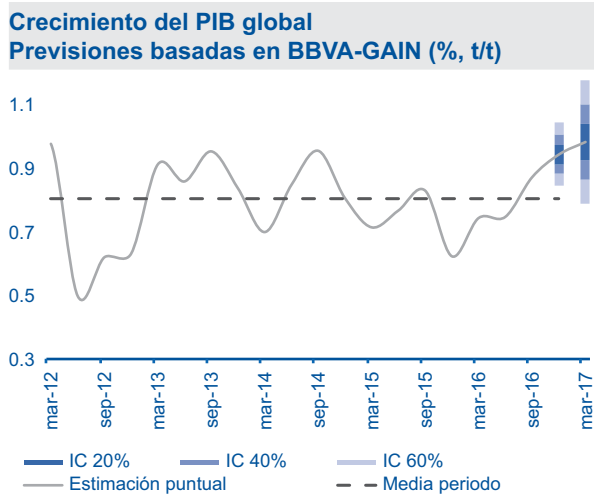
### La economía global se acelera

El crecimiento del PIB a nivel global se aceleró en el último trimestre de 2016 hasta el 0.9% en tasa trimestral, y apunta a tasas algo mayores en el primer trimestre de este año, lo que contrasta con tasas por debajo del 0.8% durante la mayor parte del año pasado. Las confianzas han mejora-

do claramente en todas las áreas, y los indicadores del sector industrial están creciendo junto a una incipiente mejora del comercio global.

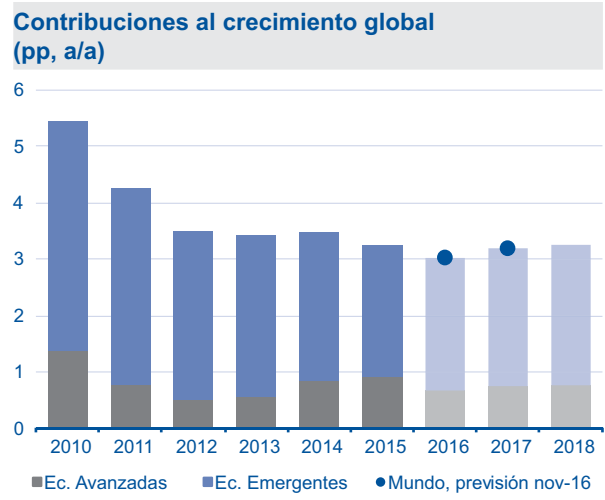
El desempeño de los países avanzados ha estado detrás de esta mejora, con EE.UU. recuperándose en la segunda mitad del año (tras una primera mitad muy débil) y Europa consolidando tasas de crecimiento de algo más del 1.5% a/a, por encima de su potencial. China también ha avanzado algo más de lo previsto, gracias a los estímulos monetarios y fiscales puestos en marcha durante el año pasado, lo que en parte ha arrastrado a otros países asiáticos. En los países de Latinoamérica las tendencias recientes son más dispares. En conjunto, la economía global habría crecido un 3% en 2016, por debajo del 3.3% de 2015, pero con una tendencia a la aceleración a lo largo del año.

Gráfica 2.1



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.2



Fuente: BBVA Research con datos de FMI

A pesar de esta aceleración, las perspectivas para 2017 y 2018 están plagadas de incertidumbres. La principal está asociada a la política económica de la nueva administración estadounidense, todavía por definir en buena parte. Se han anunciado medidas de estímulo fiscal y desregulación en diversos sectores, lo que fue recibido positivamente por los mercados tras las elecciones. Desde la victoria de Trump las tasas de interés a

10 años en Estados Unidos han subido 63 puntos básicos hasta el 2.50%, con un efecto arrastre global (tanto en Europa como en mercados emergentes); los índices bursátiles se han revalorizado globalmente (+6.6% en USA, +8.5% en Europa); y el dólar se ha apreciado en torno a un 2% tanto frente a las principales divisas, como frente al euro. Los mercados emergentes se vieron negativamente afectados por el resultado electoral en EE.UU., registrando salidas de capitales y experimentando presiones depreciatorias en sus divisas, particularmente México.

Sin embargo, los anuncios de medidas proteccionistas (retirada del tratado comercial TPP en Asia, muchas dudas sobre el TTIP con Europa y peticiones de renegociación del TLCAN, con preanuncios de posibles subidas de aranceles), pueden dañar gravemente el comercio internacional a mediano y largo plazo y afectar a la confianza en un futuro más cercano, sobre todo fuera de EE.UU. En cuanto al impulso fiscal, está aún por definir su magnitud y en qué forma se materializará (mayor gasto en infraestructuras o, más probablemente, rebajas impositivas en el impuesto sobre sociedades) y sobre todo, hasta qué punto puede estimular la actividad o generar más inflación, dado que la economía estadounidense parece estar próxima a su crecimiento potencial. Por ello, desde principios de año, el optimismo de los mercados se está moderando y las dinámicas se han corregido ligeramente. Los mercados se muestran más cautos intentando evaluar el impacto negativo de medidas proteccionistas a mediano y largo plazo. Hacia adelante, no parece sostenible el desacoplamiento entre la elevada incertidumbre sobre política económica y la baja volatilidad a nivel agregado.

### El repunte de la inflación genera presión sobre la política monetaria

La magnitud de las presiones inflacionarias es otra incógnita que se abre a nivel global. Los precios de las materias primas han repuntado en los últimos meses algo más de lo previsto, tras el acuerdo de la OPEP y la mejora de la actividad. El precio del Brent ha rondado los 56 USD/barril a principios de 2017, cuando esperábamos una transición algo más lenta a su nivel de equilibrio a largo plazo (de 60 USD/barril, que esperamos que se alcance a finales de 2018). A esto se une que los efectos base de los precios de la energía están empujando la inflación anual a tasas más cercanas a los objetivos de inflación de los bancos centrales, lo que ha movido al alza las expectativas de inflación a largo plazo descontadas por los mercados. Si a ello se une el tamaño de los balances acumulados en los últimos años por los programas de expansión cuantitativa y las perspectivas de estímulos fiscales, el resultado es que los riesgos de deflación de hace pocos trimestres han sido sustituidos por presiones inflacionarias, lo que genera interrogantes sobre la reacción de política monetaria.

En principio, la Reserva Federal mantiene una actitud cauta y sigue apuntando a una normalización de tasas relativamente lenta (aunque recientemente han corregido ligeramente al alza sus expectativas de tasas en 2017, con tres subidas de 0.25% en 2017, hasta el 1.50%). En sus últimos comunicados reconoce una ligera mejora de las perspectivas de crecimiento e inflación, sustentada en las perspectivas de expansión fiscal, aunque mantiene un tono equilibrado entre los riesgos al alza y a la baja. Nuestra previsión es que se produzcan dos subidas de tasas este año y otras dos en 2018.

El BCE aprobó a finales de 2016 una extensión del QE hasta diciembre de 2017, pero reduciendo la compra mensual de activos desde 80 mM hasta 60 mM de euros a partir de marzo y enfatizando que no estamos ante una retirada gradual del programa. Con todo, las presiones para adelantar la normalización de la política monetaria ya han comenzado con la aceleración de los precios en Alemania, y previsiblemente se intensificarán en los próximos meses cuando la inflación de la eurozona se acerque al 2% por el efecto de la energía. En nuestras previsiones, esperamos que el BCE comience el proceso de retirada del QE a principios de 2018 y decida la primera subida de tasas de interés a finales de ese año.

En conjunto, nuestras proyecciones de crecimiento para 2017 no se han revisado sustancialmente, aunque están sometidas a un mayor grado de incertidumbre de lo habitual. El efecto base de un mayor crecimiento a finales de 2016 y su efecto inercial, junto al impulso fiscal esperado en EE.UU., nos hacen revisar ligeramente al alza las previsiones de EE.UU. y Europa, y algo más en China, mientras que las previsiones para los países latinoamericanos se ven revisadas a la baja principalmente por factores idiosincráticos.

---

### El escenario no está libre de riesgos, especialmente el proteccionismo

---

Los riesgos son mayoritariamente a la baja y se ven dominados por la mencionada incertidumbre ligada al proteccionismo en EE.UU., una actitud menos amigable hacia la inmigración y al peligro de que las políticas de estímulo fiscal no tengan efectos sobre el crecimiento y generen inflación, o que la desregulación anunciada en diversos sectores no sea bien gestionada. A esto se añade la posible reacción de otros países o regiones a estos impulsos proteccionistas. Un aumento inesperado de la inflación puede llevar al endurecimiento de la política monetaria de los grandes bancos centrales, con consecuencias globales. A largo plazo, los riesgos de acumulación de desequilibrios en China, junto a la falta de reformas estructurales y reestructuración de las empresas públicas, pueden tener un impacto sobre sus flujos de capital, su moneda y llevar a un ritmo brusco de desaceleración. En Europa, el riesgo político es elevado, en un año cargado de citas electorales y donde algunos partidos al alza proponen la reversión de reformas estructurales o medidas para abandonar la zona euro o la Unión Europea. Y, en general, los riesgos geopolíticos continúan siendo elevados.

### Estados Unidos: sin grandes cambios a la espera de las primeras medidas de política económica

El crecimiento del PIB en 2016 se cerró en un 1.6%, tras una segunda mitad del año (3.5% anualizado en 3T16 y 1.9% en 4T16) netamente más positiva que la primera (0.8% y 1.4%). La probabilidad de que la nueva administración pueda poner en marcha las reformas fiscales y de regulación barajadas y que tengan un efecto significativo este año no es muy elevada, dada su ambición y el reducido margen de crecimiento por encima del potencial, pero sí pueden estar impulsando la confianza empresarial y la inversión a corto plazo, por lo que hemos revisado marginalmente nuestras previsiones al alza hasta el 2.3% este año, y esperamos un 2.4% para 2018. Sobre la inflación, prevemos que sobrepase el objetivo y alcance una media del 2.3% este año para revertir al 2% en 2018.

### China: desaceleración más lenta de lo previsto gracias al impulso fiscal

El crecimiento en el cuarto trimestre fue de 6.8% a/a, lo que llevó a cerrar 2016 en un 6.7% de media, algo por encima de lo previsto. Varios indicadores de actividad, entre ellos la producción industrial y las ventas al por menor, mejoraron en diciembre y apuntan a un mejor momento a principios de este año. Para el conjunto de 2017 esperamos un crecimiento del 6% (revisado dos décimas al alza desde nuestra anterior previsión), y de un 5.2% para 2018, dadas las vulnerabilidades a las que se enfrenta la economía y una política económica más orientada a garantizar la estabilidad financiera que en mantener el crecimiento. Nuestras previsiones de inflación se mantienen sin cambios en el 2.7% y 3.0% en 2017 y 2018, respectivamente.

### Eurozona: resistencia antes los numerosos shocks

El crecimiento en 2016 se cerró en un 1.7%, algo por encima de lo esperado, tras un cuarto trimestre positivo (0.5% t/t) que refleja la recuperación de la actividad industrial y, en menor medida, de las exportaciones. Los indicadores de confianza se encuentran en valores relativamente elevados, pese a los shocks de carácter político experimentados en los últimos meses (*Brexit* y referéndum sobre la reforma constitucional italiana). Para 2017 y 2018 se esperan tasas de crecimiento similares (1.6% en ambos años), por encima del crecimiento potencial, apoyadas por unas condiciones monetarias muy relajadas, un euro depreciado y políticas fiscales no restrictivas. Los factores que juegan en contra de la estabilidad son los precios del petróleo (ligeramente mayor de lo previsto) y los riesgos políticos que afectan a muchos países de la zona. La inflación debería en principio mantenerse en ambos años bien por debajo del objetivo del 2%, aunque alcanzará un pico a principios de este año cercano a ese valor por efectos base y subida de la energía, para luego revertir ligeramente. La clave, en este sentido, será observar la evolución de la inflación subyacente, actualmente estable por debajo del 1%, y que debería acercarse a tasas por encima del 1.5% al final del período de predicción.

## Economías emergentes: es determinante la gestión de vulnerabilidades por factores domésticos y externos

En Turquía, han aumentado las presiones inflacionarias por la depreciación de la lira, lo que puede provocar un endurecimiento de la política monetaria en 2017 en un entorno de crecimiento más bajo de lo previsto, de alrededor del 2.5% en 2016 y 2017, para recuperar algo de tracción en 2018. En México, el avance de la economía se moderó hasta algo más del 2% en 2016 y podría intensificarse hasta alrededor del 1% en 2017 por la incertidumbre asociada a las medidas comerciales que podrían adoptar en EE.UU y el endurecimiento de la política monetaria para anclar las expectativas de inflación. Para 2018, se estima que el crecimiento del PIB podría volver a acelerarse hasta alrededor del 2%. Para el conjunto de América del Sur, el PIB podría haberse contraído más del 2% en 2016, aunque se debería recuperar y crecer ligeramente entorno al 1% en 2017, gracias a la mayor contribución del sector exterior, el final de la contracción en Brasil, la inversión privada en Argentina y los planes de inversión pública en países como Colombia.

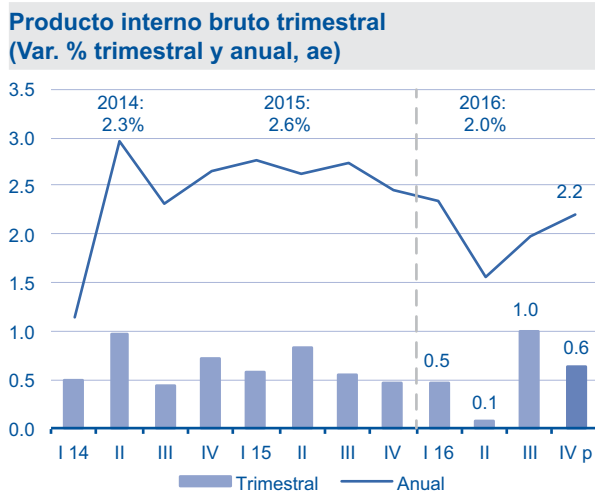


# 3. El crecimiento del PIB de 2017 será de 1% debido al contexto internacional esperado

## 3.1 El menor dinamismo esperado de las principales variables macroeconómicas también incidirá en el crecimiento del PIB en 2017

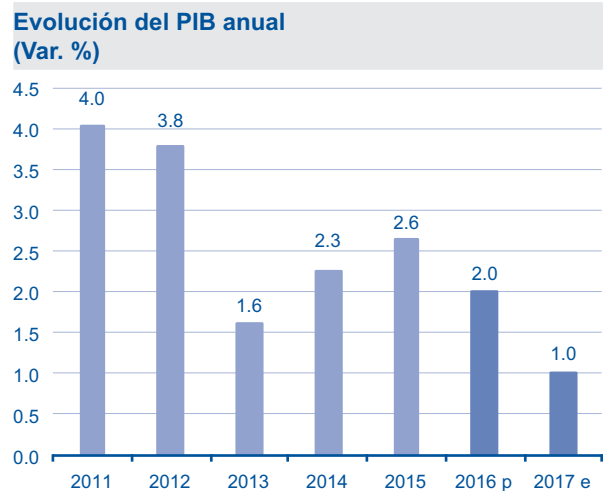
En 2015 la tasa de crecimiento anual del PIB fue de 2.6% y de acuerdo con la estimación preliminar de INEGI para 2016, el crecimiento será de 2%. Desde la perspectiva del patrón temporal del PIB se tiene que el menor dinamismo de la actividad económica de 2016 se debió al desfavorable desempeño que esta registró en el segundo trimestre de 2016 (2T16). En ese periodo el crecimiento trimestral del PIB fue reducido y de 0.1% (gráfica 1). Esta reducida tasa de crecimiento fue consecuencia de la contracción trimestral de la inversión fija bruta total (-0.5%), y de la caída de las exportaciones (-2.1%), que no fue compensada por la caída de las importaciones (-0.4%). Por su parte, la expansión del consumo total (0.4%) no fue suficiente para contrarrestar el desfavorable desempeño de las variables macroeconómicas referidas. En el 3T16 el desempeño de los componentes de la demanda agregada mejoró y se espera que esto también sea cierto en menor medida en 4T16 para que de esta forma se logre el crecimiento del PIB del 2% en su serie desestacionalizada en 2016.

Gráfica 3.1



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

Gráfica 3.2



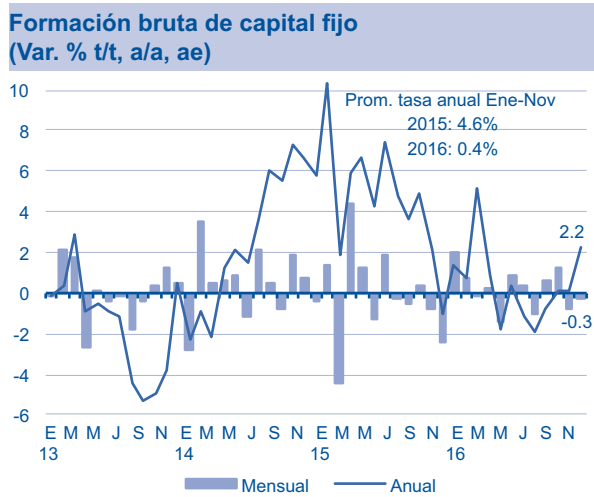
ae= ajustado por estacionalidad; p = dato preliminar; e = dato estimado  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Por otra parte, la evolución de los principales componentes del PIB por el lado de la demanda agregada desde la perspectiva de su evolución anual con base en los datos disponibles de enero a noviembre también explican el menor dinamismo del PIB en 2016. Por ejemplo, el desempeño de la formación bruta de capital fijo en los primeros 11 meses del año fue desfavorable pues en ese lapso de 2016 la tasa de crecimiento promedio

anual fue de solo 0.4% en tanto que en el mismo lapso de 2015 fue mayor y de 4.6% (gráfica 3). Dentro de las razones que explican el menor crecimiento de la inversión se encuentra el hecho de que el componente de inversión fija bruta del sector público a lo largo de 2016 se contrajo y si bien la inversión del sector privado creció, su dinamismo fue limitado. Por su parte, el componente de inversión fija bruta en maquinaria y equipo de origen importado se vio afectado por el aumento del tipo de cambio. Estos factores se han reflejado en la baja tasa de crecimiento anual promedio de la inversión fija bruta referida de 0.4%.

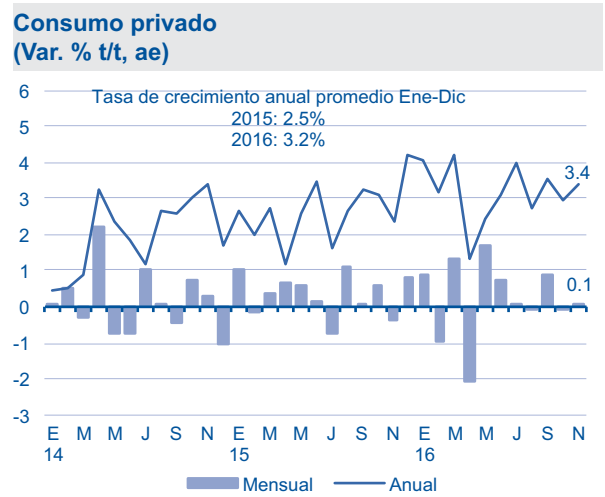
Por su parte, el desempeño del consumo privado en los primeros once meses de 2016 (3.2% de crecimiento promedio anual) fue más favorable al que esta variable registró en el mismo lapso de 2015 (2.5%). Sin embargo, el efecto del mayor dinamismo del consumo, en términos proporcionales, fue menor al efecto que la desaceleración de la inversión, lo cual influyó para que el crecimiento del PIB en 2016 haya sido menor al de 2015.

Gráfica 3.3



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

Gráfica 3.4



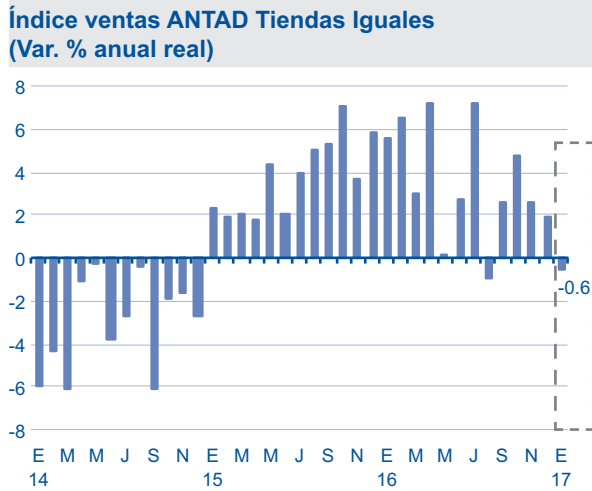
ae= ajustado por estacionalidad; t/t = tasa de crecimiento trimestral  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

### 3.1.1 Crecimiento esperado para 2017, menor al de 2016

Como se comentó, el crecimiento del PIB de 2016 fue menor al de 2015. Esto se explica por el comportamiento de los componentes de la demanda agregada. Para 2017 estimamos que el crecimiento anual del PIB todavía sea menor al de 2016 y que sea de 1%.

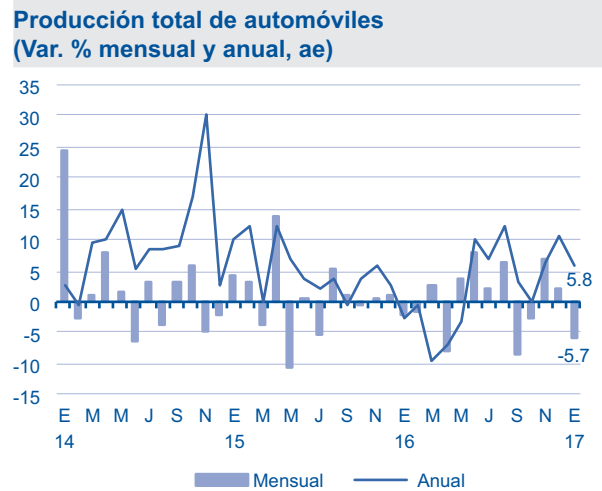
Uno de los pocos datos disponibles de actividad económica del inicio de 2017 también apunta a que el crecimiento del PIB en este año sea menor al de 2016, como es el caso de la tasa de crecimiento anual real del índice de ventas de tiendas iguales de los comercios que forman parte de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD). En enero de 2017 esta tasa de crecimiento fue negativa (-0.6%), y posiblemente ya esté reflejando el efecto de la mayor inflación registrada en ese mes sobre el poder de compra del salario real. Esto sugiere que el consumo privado durante el año tendrá un menor dinamismo al que tuvo en 2016 (gráfica 5).

Gráfica 3.5



Fuente: BBVA Research con información del INEGI y de ANTAD

Gráfica 3.6



ae= ajustado por estacionalidad

Fuente: BBVA Research con información de la AMIA

Otro dato relevante es el de la producción total del número de automóviles de enero de 2017. Las tasas de crecimiento anual y mensual de esa serie ajustada por estacionalidad en ese mes son 5.8% y -5.7%, respectivamente. Cabe mencionar que la tasa de crecimiento mensual de enero, al ser negativa, también señala la posibilidad de que el dinamismo de la actividad económica del país en 2017 sea menor al de 2016.

Los puntos anteriores ya presentan la evolución de la actividad económica del país en enero y no recogen los eventos en los flujos comerciales y en los montos de la inversión extranjera directa (IED) que se pudieran presentar debido a las declaraciones e intención del actual presidente de Estados Unidos de renegociar el Tratado de Libre Comercio (TLC) que México y ese país tienen. Es decir, el tema de las modificaciones a la relación comercial de México con Estados Unidos es otro factor que apunta a un menor ritmo de crecimiento de la actividad económica del país en 2017 en relación a 2016.

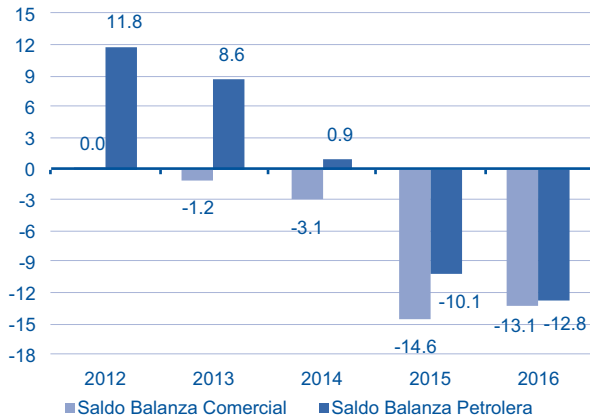
### 3.1.2 Sector Externo: el saldo deficitario de la balanza comercial de 2016 fue menor al de 2015

En 2015 el saldo deficitario de la balanza comercial del país fue de 14.6 mil millones de dólares (mmd) y para 2016 este se redujo a 13.1 mmd (gráfica 7). Cabe mencionar que las exportaciones e importaciones de mercancías se dividen en petroleras y no petroleras. En 2015 el déficit de la balanza comercial total de 14.6 mmd se debió a un saldo negativo de la balanza petrolera de 10.1 mmd y a un déficit de casi 4.5 mmd de la balanza de mercancías no petroleras. Para 2016 aumentó el déficit de la balanza petrolera a 12.8 mmd en tanto que el déficit de la balanza no petrolera disminuyó y fue de 0.3 mmd.

Las cifras anteriores indican que el déficit de la balanza comercial de 2016 se debió al déficit de la balanza petrolera. Cabe mencionar que en 2015 el precio promedio del barril de exportación de petróleo crudo fue de 43 dólares y en 2016 bajó a 35 (gráfica 9). La disminución en el precio del petróleo de exportación de 2015 se presentó de manera pronunciada a partir de octubre de ese año cuando se ubicó en 37.5 dólares por barril, y para enero de 2016 este precio bajó a 23.91 dólares. A partir de febrero evolucionó de manera favorable para llegar a 40 dólares en junio. Durante el segundo semestre de 2016 el precio promedio del barril de exportación fue de casi 40 dólares y en enero de 2017 este aumentó a 45.51 dólares.

Gráfica 3.7

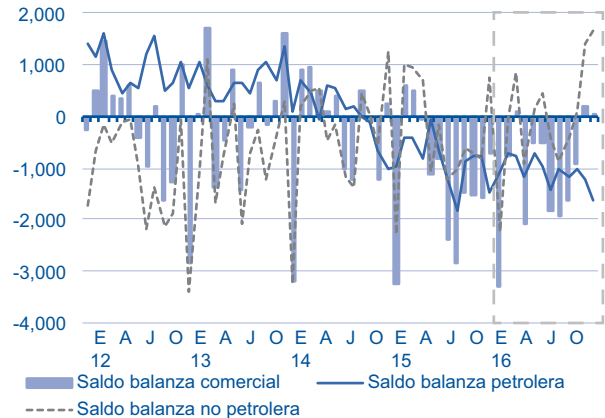
**Saldo de la balanza comercial y de la balanza petrolera**  
(Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 3.8

**Saldo mensual de la balanza comercial, de la balanza petrolera y de la balanza no petrolera**  
(Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Si el mercado petrolero internacional no presenta nuevas presiones provenientes de desequilibrios acentuados entre la oferta y la demanda de crudo, entonces es posible esperar que el precio de la mezcla del barril de petróleo crudo de exportación del país se ubique en alrededor de 45 dólares. Este precio estaría indicando que en 2017 se podría presentar un nivel similar de déficit de la balanza petrolera al de 2015, ya que en ese año el precio promedio del barril de petróleo crudo de exportación fue de 43 dólares y el monto del déficit de esa balanza fue de 10.1 mmd.

Gráfica 3.9

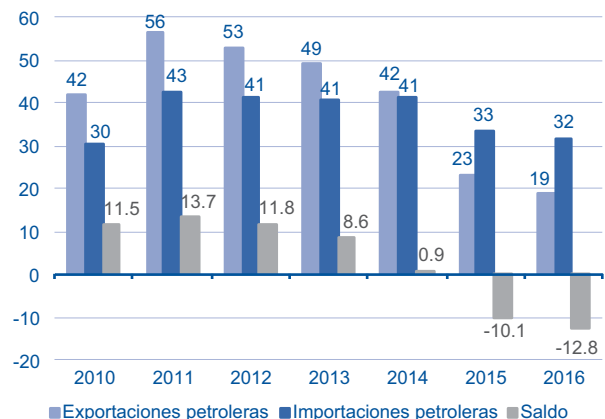
**Exportaciones petroleras**  
(Cifras en miles de millones de dólares y en miles de barriles diarios o MBD)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 3.10

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



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

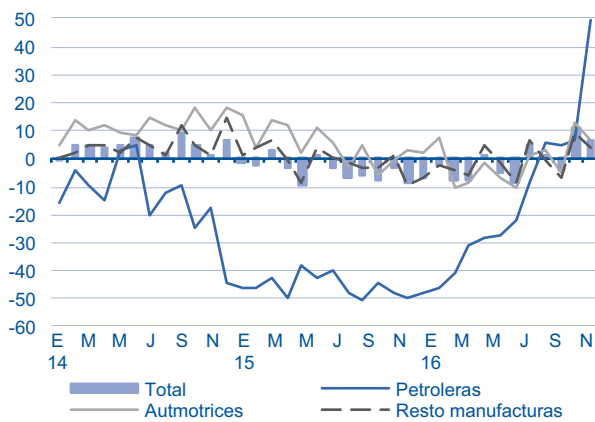
En gran medida el déficit de la balanza petrolera se explica por las crecientes importaciones de gasolinas, las cuales se han venido realizando desde hace varios años (gráfica 10) y por la abrupta disminución del precio del barril de petróleo crudo que empezó a darse a partir de 2014 (gráfica 9). Dados estos factores, mientras continúen los actuales niveles de importaciones petroleras junto con precios de la mezcla del barril de crudo de exportación menores a 80 dólares, persistirá el déficit de la balanza petrolera del país similar al observado en los últimos años.

### 3.1.2.1 Exportaciones de mercancías por tipo de bien: el menor deterioro en 2016 respecto a 2015 se debió en parte a una menor caída de las exportaciones petroleras

En 2015 el deterioro de las exportaciones totales de mercancías se reflejó en una tasa de crecimiento negativa de estas de 4.1%, el cual persistió en 2016, pero en menor grado al registrarse una tasa de crecimiento también negativa de -1.8. Otra diferencia relevante en el comportamiento de las exportaciones en 2015 y 2016 se encuentra en el hecho de que en 2015 las exportaciones no petroleras registraron un ligero crecimiento anual de 0.8% (automotrices, 4.7%; resto de exportaciones manufactureras, -1.1%) en tanto que ahora en 2016 la tasa de crecimiento anual de las exportaciones no petroleras fue negativa y de -0.6% (automotrices, -1.0%; resto exportaciones manufactureras, -1.2%). Es decir, en 2015 el sector automotriz tuvo una aportación positiva al crecimiento de las exportaciones en tanto que en 2016 esto no sucedió.

Gráfica 3.11

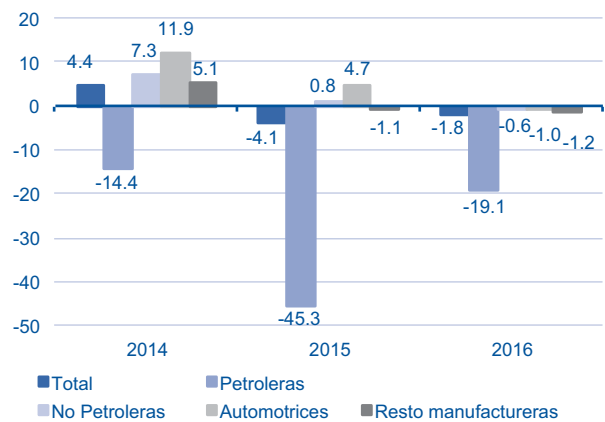
#### Exportaciones mensuales de mercancías por tipo de bien (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 3.12

#### Exportaciones de mercancías por tipo de bien (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

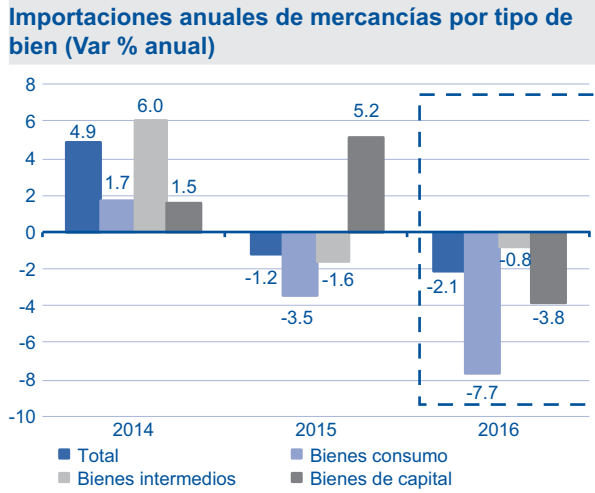
Una de las principales razones del limitado desempeño de las exportaciones no petroleras se refiere al comportamiento de la economía estadounidense. Esto se debe a que alrededor del 80% de las exportaciones no petroleras del país se dirigen a Estados Unidos. En 2016 el crecimiento anual del PIB de ese país fue 1.6%, además de que el crecimiento de la producción manufacturera estadounidense fue prácticamente nulo. En este sentido, el reducido crecimiento del PIB y la nula expansión del sector manufacturero estadounidense en 2016 afectaron el crecimiento de las exportaciones de mercancías no petroleras de ese año.

### 3.1.2.2 Importaciones de mercancías por tipo de bien: las menores importaciones son reflejo de menores exportaciones

Al igual que las exportaciones totales de mercancías, en 2016 las importaciones totales registraron una tasa de crecimiento anual negativa, la cual fue de -2.1%. Este comportamiento se explica porque alrededor del 75% de este tipo de importaciones corresponde a importaciones de bienes intermedios o de bienes que se

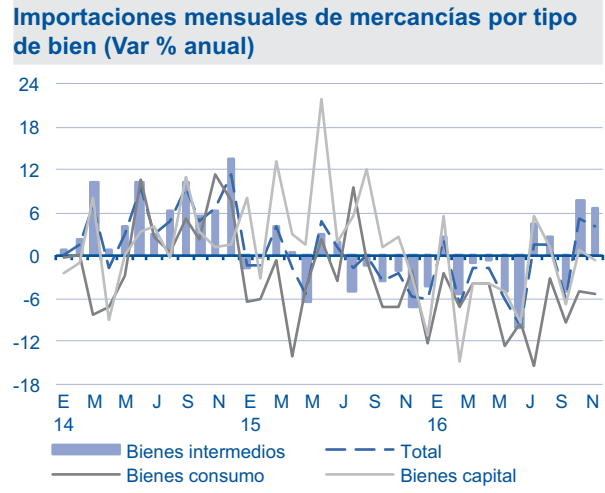
integran a los bienes finales que luego se pueden vender en el mercado interno o ser exportadas. En este sentido, si las exportaciones no crecen, entonces no se espera que las importaciones de bienes intermedios lo hagan.

Gráfica 3.13



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 3.14



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

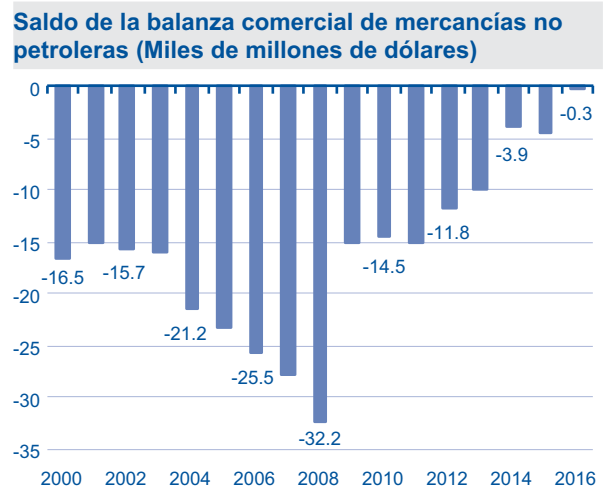
Ahora bien, en 2016 todas las categorías de bienes importados se redujeron (gráfica 13). Las importaciones de bienes de consumo (-7.7%) fueron las que registraron la mayor contracción seguidas de las importaciones de bienes de capital (-3.8%) y, por último, de las importaciones de bienes intermedios (-0.8%). Llama la atención el caso de las importaciones de bienes de capital, pues este tipo de compras al exterior está asociado a la inversión o formación bruta de capital fijo. En este sentido, la disminución de las importaciones de bienes de capital por un lado incide en la reducción de los volúmenes de inversión que se puedan realizar en el rubro de inversión en maquinaria y equipo de origen importado.

Gráfica 3.15



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 3.16



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

La evolución de las importaciones de bienes de capital también es reflejo del comportamiento general de la formación bruta de capital fija, y si esta última no registra dinamismo, entonces tampoco se espera que las importaciones de bienes de capital muestren un alto dinamismo. Este punto es relevante, pues, como se señaló, la tasa de crecimiento promedio anual del índice de la formación bruta de capital fijo de enero a noviembre de 2016 fue de 0.4%. Es decir, el nulo dinamismo de la inversión en 2016 también permite entender por qué las importaciones de bienes de capital registraron una tasa de crecimiento negativa en ese año.

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

Como se comentó, el saldo de la balanza comercial no petrolera de 2016 fue de solo 0.3 mmd (gráfica 16). Cabe mencionar que la balanza comercial no petrolera de 2000 a 2013 fue deficitaria por montos altos. Es decir, en esos años el monto déficit fue mayor a los 10 mmd, e incluso en 2008 llegó a ser de 32.2 mmd. En gran medida el efecto adverso del déficit de la balanza comercial no petrolera en ese lapso fue mitigado o contrarrestado por el superávit que la balanza petrolera registró en esos años.

Por ejemplo, en 2010 el superávit de la balanza petrolera fue de 11.5 mmd, monto que permitió compensar en gran medida al déficit de 14.5 mmd que en ese año registró la balanza no petrolera. En cambio, en 2016 se tuvo un cuantioso déficit de la balanza petrolera de 12.1 mmd, que no fue compensado por una importante posición superavitaria de la balanza comercial no petrolera. La ausencia de un superávit de gran magnitud en la balanza comercial no petrolera hace que la debilidad que genera la balanza petrolera en las cuentas externas persista.

No se vislumbra que la economía en un plazo relativamente corto de años pueda generar un superávit en la balanza comercial no petrolera. El punto anterior indica que se debe de entender al déficit de la balanza petrolera como una debilidad estructural del país que si bien puede afectar al mercado cambiario, también se vuelve un pesado lastre para la actividad económica del país. En este sentido, la mejora de las cuentas externas del país requiere de la mejoría de las balanzas comerciales petrolera y no petrolera para reducir las posiciones deficitarias de gran magnitud que tienen efectos negativos en la actividad económica.

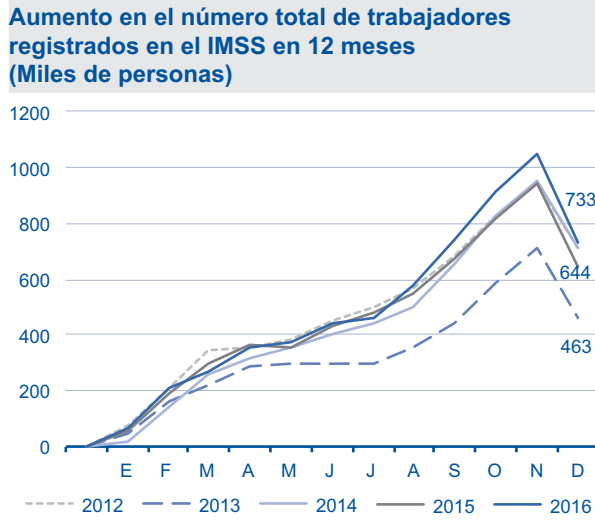
### 3.1.3 Evolución reciente del empleo formal de los trabajadores del sector privado (IMSS) y del salario real promedio de cotización

Durante 2016 la evolución del número de trabajadores registrados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) fue positiva, pues en ese año el aumento del número de trabajadores registrados en ese instituto fue de casi 733 mil personas (gráfica 17). Esta cifra fue mayor a la de 2015 (644 mil) y a la de 2014 (714 mil). Cabe mencionar que desde el inicio de la segunda mitad de 2013 la expansión del empleo formal en el sector privado vista a través del aumento en el número de trabajadores registrados en el IMSS dejó de estar estrechamente relacionada con la evolución de la actividad económica o con el índice Global de Actividad Económica o IGAE (gráfica 18).

El punto anterior se debe a que a partir de julio de 2013 empezó a operar el Programa de Formalización del Empleo (PFE), el cual estuvo auspiciado por las autoridades laborales del país y consistió en que quien laborara en una empresa y no estuviera registrado en el IMSS pasara a hacerlo. El PFE fue la respuesta que dieron las autoridades laborales ante el hecho de que en el transcurso del primer semestre de 2013 el aumento mensual del empleo en el IMSS estuvo disminuyendo de manera sustancial reflejando una fuerte desaceleración de la actividad económica. Por ejemplo, en junio de 2012 el aumento mensual del número de trabajadores registrados en el IMSS fue de 75,274 y en junio de 2013 ese número disminuyó sensiblemente y fue de solo 2,519 personas.

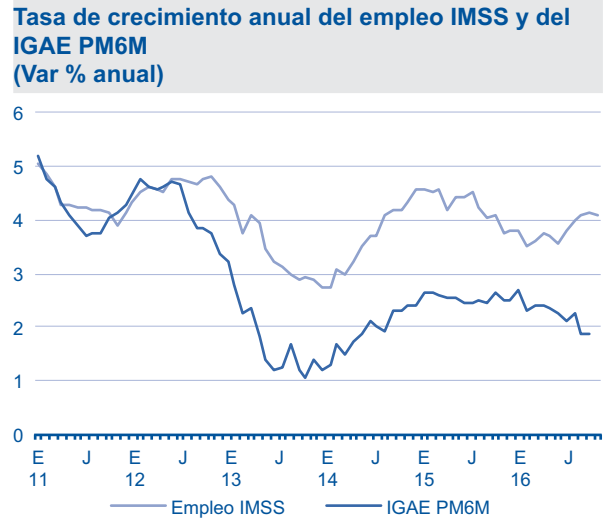
Ahora bien, el PFE dio buenos resultados durante sus primeros 24 meses de operación al hacer que el incremento anual del número de trabajadores registrados en el IMSS pasara de 463 mil en diciembre de 2013 a 746 mil en junio de 2015. Posteriormente los resultados del PFE se redujeron. Esto hizo que en mayo de 2016 las autoridades relanzaran este programa, el cual ha seguido dando resultados favorables inclusive hasta enero de 2017, pues en ese mes el aumento anual del número de trabajadores registrados en el IMSS fue de casi 747 mil (gráfica 19).

Gráfica 3.17



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 3.18



PM6M = Promedio móvil de 6 meses

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

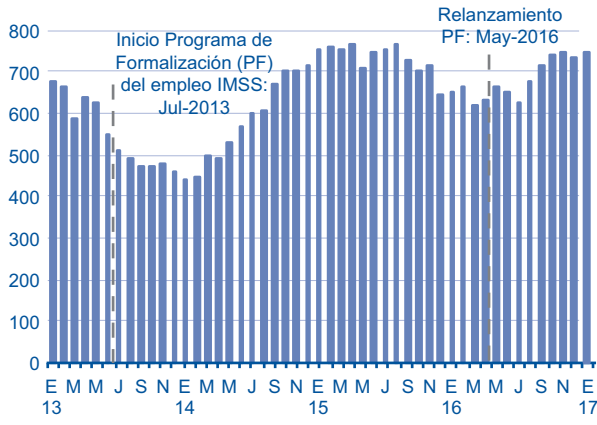
Como se comentó, una consecuencia importante del PFE ha sido que la tasa de crecimiento del empleo formal IMSS sea mayor a la tasa de crecimiento del IGAE. Consecuentemente, se hizo que el crecimiento del número de trabajadores registrados en el IMSS pasara a depender de dos factores: i) del crecimiento del IGAE; y ii) de los avances que las autoridades laborales realicen en el contexto del PFE al continuar aplicando este programa. Actualmente se estima que alrededor de dos terceras partes del empleo formal IMSS provienen del PFE y solo una tercera parte resulta de la mayor actividad económica.

Los puntos del párrafo anterior hacen pensar que cuando termine de operar el PFE la tasa de crecimiento del empleo formal IMSS se reducirá y volverá a ser similar a la del PIB. Por ejemplo, en 2016 el PIB creció 2.3% y el empleo formal IMSS lo hizo en 3.8%. Cuando deje de operar el PFE la tasa de crecimiento del empleo formal IMSS bajará a ubicarse en un nivel cercano a la del PIB o de alrededor del 2%, lo cual en el fondo implica que el efecto del PFE es temporal y no permanente, además de que está sujeto al tipo de política e inspecciones que las autoridades laborales del país decidan llevar a cabo en las empresas.



Gráfica 3.19

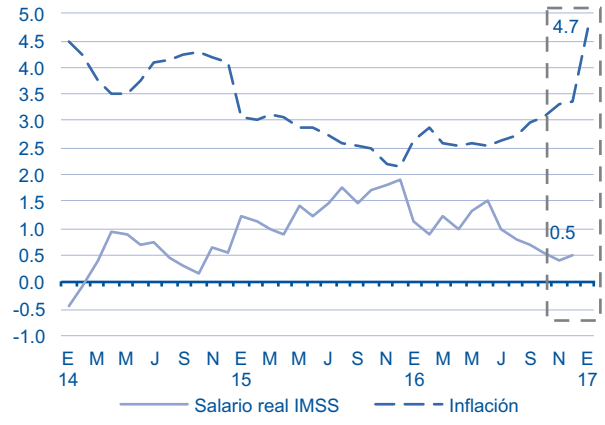
**Incremento del número de trabajadores totales registrados en el IMSS en 12 meses (Cifras en miles de personas)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 3.20

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



Fuente: BBVA Research con información de INEGI y STPS

Por otra parte, y en lo que concierne a la evolución del salario real promedio de cotización de los trabajadores registrados en el IMSS, se tiene que desde el inicio de 2015 este salario mostró crecimiento anual en términos reales hasta diciembre de ese año. En ese mes la tasa de crecimiento del salario promedio que perciben los trabajadores registrados en el IMSS fue de 1.9%. Posteriormente este empezó a reducirse y ya en diciembre de 2016 fue de 0.5%. Cabe mencionar que la evolución favorable del salario real promedio del IMSS se debió a la disminución de la inflación (gráfica 20). Cabe tener presente que de diciembre de 2016 a enero de 2017 la inflación aumentó de manera significativa al pasar de 3.4% en el primer mes a 4.7% en el último. Dada la magnitud de este aumento de la inflación, se espera que el salario real promedio del IMSS registre una tasa de crecimiento negativa al inicio de 2017 y si no hay ningún evento favorable en el sentido de que la inflación se reduzca sensiblemente a lo largo del año, el salario real al final de 2017 registrará un crecimiento negativo.

La disminución del salario real promedio del IMSS que esperamos para 2017 también repercutirá en la evolución del consumo privado. Al respecto ya se comentó que la tasa de crecimiento real anual del indicador AN-TAD de tiendas iguales fue negativa (-0.6%) en enero debido al posible efecto de la mayor inflación sobre la capacidad de compra del salario. Esto se debe a que el mayor salario real que se registró en 2015 y 2016 fue un factor que impulsó el crecimiento de esta variable y, por tanto, también del PIB, y en la medida en que esto deje de presentarse en 2017 se tendrá un menor ritmo de crecimiento primero del consumo y luego del PIB.

**3.1.4 Finanzas públicas: los ingresos tributarios continuaron sosteniendo el avance de los ingresos presupuestarios totales del sector público en 2016 mientras que la mayor inversión financiera y el gasto no programable empujaron el gasto público total**

Los ingresos presupuestarios totales del sector público mostraron un crecimiento anual real de 10.3% en 2016. 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 anual real habría sido de 4.9%.

En la desagregación de los ingresos presupuestarios totales por componentes, los ingresos no tributarios (incluyendo los ingresos petroleros del gobierno federal) mostraron un crecimiento anual real de 1.0% en 2016. La exclusión del remanente operativo del Banco de México implicaría una caída anual real en este

componente de 27.4%. Por su parte, los ingresos tributarios exhibieron un crecimiento anual real de 11.9% en 2016. Al interior de estos ingresos se destacó el rubro del ISR, cuya recaudación se incrementó en 13.5% en términos anuales reales (la cifra correspondiente fue 23.5% en 2015). Con este aumento anual en el ISR y dada su participación de 51.6% en la estructura de los impuestos tributarios de 2015, la contribución del ISR al crecimiento anual real de los ingresos tributarios fue 58%.

El IVA es otro componente de los ingresos tributarios que se destaca por su peso en la estructura de estos últimos (29.1% de participación en 2016). El IVA mostró una variación anual real de 8.9% en 2016, la cual se compara de manera favorable al 3.2% de crecimiento anual real observado en 2015.

Los ingresos petroleros del sector público representaron 16.3% de los ingresos presupuestarios totales en 2016 (la cifra correspondiente fue 19.8% en 2015). Es importante mencionar que este rubro de los ingresos cayó en términos anuales al mostrar una tasa real de crecimiento de -9.0% en 2016.

Cuadro 3.1

#### Ingresos presupuestarios totales del sector público en enero-diciembre (Miles de millones de pesos)

	2015	2016	Var. % real	Estr. %
<b>Total</b>	<b>4,267.0</b>	<b>4,840.9</b>	<b>10.3</b>	<b>100.0</b>
Gobierno Federal	3,180.1	3,566.2	9.1	73.7
Tributarios	2,361.2	2,716.0	11.9	56.1
ISR	1,217.3	1,420.3	13.5	29.3
IVA	707.2	791.7	8.9	16.4
No Tributarios	818.8	850.3	1.0	17.6
Org. y emp. control presup.	314.1	328.9	1.8	6.8
Emp. Productiv. del Edo.	772.8	945.8	19.0	19.5
Pemex	429.0	481.5	9.1	9.9
CFE	343.8	464.3	31.4	9.6
<b>Total</b>	<b>4,267.0</b>	<b>4,840.9</b>	<b>10.3</b>	<b>100.0</b>
Ingresos petroleros	843.4	789.6	-9.0	16.3
Ingresos no petroleros	3,423.6	4,051.3	15.1	83.7

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Cuadro 3.2

#### Gasto neto pagado del sector público en enero-diciembre (Miles de millones de pesos)

	2015	2016	Var. % real	Estr. %
<b>Total</b>	<b>4,892.9</b>	<b>5,343.8</b>	<b>6.2</b>	<b>100.0</b>
Gasto Programable	3,826.6	4,160.4	5.7	77.9
Gasto corriente	2,890.6	2,978.1	0.2	55.7
Gasto capital	936.0	1,182.3	22.8	22.1
No Programable	1,066.3	1,183.4	7.9	22.1
Participaciones a Edos.	629.1	693.7	7.2	13.0
Costo financiero	408.3	473.0	12.7	8.9
Adefas* y otros	28.9	16.6	-43.9	0.3

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 2016, éste registró un incremento anual real de 6.2%. Ello se debió principalmente al rubro del gasto programable (el cual participó con 78.2% en el total del gasto neto pagado del sector público en 2015), con una tasa de crecimiento anual real de 5.7% en 2016. Al interior del gasto programable, el gasto en capital registró una variación anual real de 22.8% al ser empujado por la inversión financiera representada por: i) las aportaciones patrimoniales a Pemex y CFE por 160.7 mil millones de pesos y 161.1 mil millones de pesos, respectivamente; y ii) 70 mil millones de pesos de aportaciones al Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios con recursos del remanente operativo del Banco de México. Por su parte, el gasto corriente creció 0.2% en términos anuales reales.

Si bien el gasto neto total del sector público aumentó 6.2% en términos reales durante 2016, una gran parte de este incremento está explicado por las aportaciones patrimoniales del gobierno federal a Pemex y CFE. Estas aportaciones forman parte del rubro identificado como inversión financiera, el cual no representa una erogación en el sentido económico tradicional. Al omitir la inversión financiera del cómputo del gasto neto total, los cálculos muestran un crecimiento de 0.6% en términos reales. Es decir, aún sin tomar en cuenta la inversión financiera, el gasto público mostró un incremento anual real en 2016.

Es importante reconocer que las participaciones otorgadas a las entidades federativas, las pensiones públicas y el costo financiero de la deuda pública continuaron presionando a las finanzas públicas en 2016. Cálculos propios muestran que, sin la inversión financiera y las participaciones federales, el resto del gasto fue contenido al haber experimentado una reducción real de 0.5% durante el año pasado. Al omitir adicionalmente los rubros de pensiones públicas y el costo financiero de la deuda pública, la contención de este concepto más limitado de gasto resulta aún mayor al haber caído alrededor de 3.7% en términos anuales reales.

Las reducciones anuales reales experimentadas por esos conceptos más limitados de gasto muestran un esfuerzo del gobierno federal por mantener cierta disciplina financiera en los rubros más directamente bajo su control. No obstante, dicho esfuerzo parece no haber sido suficiente en 2016 dado el incremento anual real observado en el gasto neto total sin inversión financiera. El gobierno federal tendrá que redoblar esfuerzos en materia de contención de gasto en 2017 para lograr las metas de superávit primario y estabilización de la deuda pública como porcentaje del PIB a partir de este año.

Cuadro 3.3

**Indicadores de gasto público**  
**(Miles de millones de pesos)**

	2015		2016	
	Nominal	Nominal	Real	Var. % real
<b>Gasto neto total</b>	<b>4,892.9</b>	<b>5,343.8</b>	<b>5,197.1</b>	<b>6.2</b>
Sin inversión financiera	4,729.4	4,889.8	4,755.6	0.6
Sin inversión financiera y participaciones	4,100.3	4,196.1	4,081.0	-0.5
Sin inversión financiera, participaciones y pensiones	3,511.7	3,547.5	3,450.1	-1.8
Sin inversión financiera, participaciones, pensiones y costo financiero	3,103.4	3,074.4	2,990.1	-3.7

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Cuadro 3.4

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

	2015	2016	Var. % real
Balance público	-637.7	-503.7	-23.2
Bal. púb. sin inver. productiva	-181.6	-18.7	-90.0
Balance presupuestario	-625.9	-502.9	-21.9
Ingreso presupuestario	4,267.0	4,840.9	10.3
Gasto neto pagado	4,892.9	5,343.8	6.2
Balance Gobierno Federal	-549.0	-609.0	7.9
Balance org. y empresas	-76.9	106.1	n.s.
Balance primario	-218.5	-24.0	-89.3
Balance presupuestario	-217.6	-29.8	-86.7
Gobierno Federal	-226.8	-238.9	2.4
Organismos y empresas	9.2	209.1	2,109.6
Pemex	-74.4	-15.1	-80.3
Otras entidades	83.6	224.1	160.7
Entidades bajo control indirecto	-0.9	5.8	n.s.

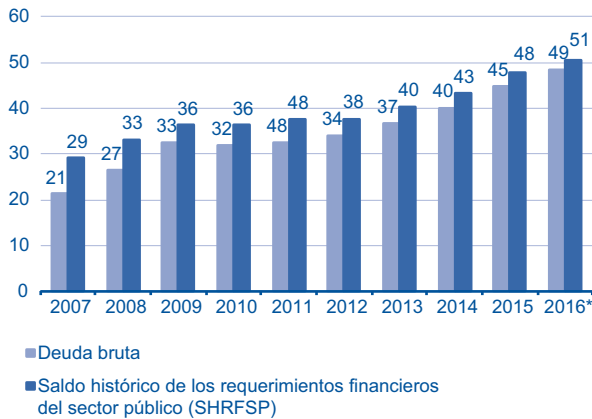
n.s. = no significativo

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Si bien el balance primario del sector público continuó siendo negativo en 2016, el déficit primario generado fue 24 mil millones de pesos vs. 218.5 mil millones de pesos en 2015. La disminución de este déficit en 2016 se debió en gran medida al balance de organismos y empresas. En particular, destacan las contribuciones positivas al balance primario de la CFE. Esta empresa productiva del Estado registró un balance positivo de 176.7 mil millones de pesos. Un manejo más disciplinado de las finanzas de las empresas productivas del Estado y de las finanzas del gobierno federal será clave para el cumplimiento de la meta de superávit primario de 0.4% del PIB para todo el sector público en 2017.

Gráfica 3.21

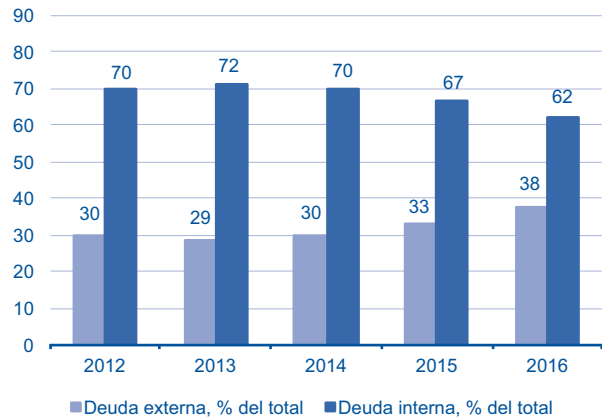
**Deuda bruta y saldo de los requerimientos financieros del sector público\* (% del PIB)**



\* Para el cálculo del SHRFSP se usó el PIB promedio trimestral del año considerando el dato preliminar del PIB correspondiente al cuarto trimestre.  
Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Gráfica 3.22

**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 49.1% del PIB al cierre de 2016. Este nivel de deuda es 4.4 puntos porcentuales mayor al cociente de deuda pública a PIB observado al cierre de 2015. La depreciación del tipo de cambio durante el año pasado 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 37.8% al final de 2016.

Al cuarto trimestre de 2016, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) se encuentra 22 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 crecimiento anual real del PIB. En este sentido, es importante mencionar que el déficit anual de los RFSP se redujo a 2.9% del PIB en 2016 (después de 4.1% del PIB en 2015). Para 2017 y 2018 la SHCP prevé que este indicador se ubique en 2.9% y 2.5%, respectivamente.

Cálculos propios y de la SHCP muestran que el SHRFSP pasó a 50.5% del PIB al cierre del año pasado. Esta cifra coincide con el pronóstico que la SHCP dio a conocer en los Criterios Generales de Política Económica 2017. Para que dicho saldo muestre una trayectoria descendente a partir de 2017, asumiendo un déficit anual de 2.9% para los RFSP y considerando un deflactor del PIB de 3.3%, la economía mexicana tendría que crecer por lo menos 3.0% en este año. No obstante, nuestra previsión para 2017 señala que el PIB crecerá 1.0%. De cumplirse nuestro pronóstico, el SHRFSP como porcentaje del PIB sería de 51.4%.

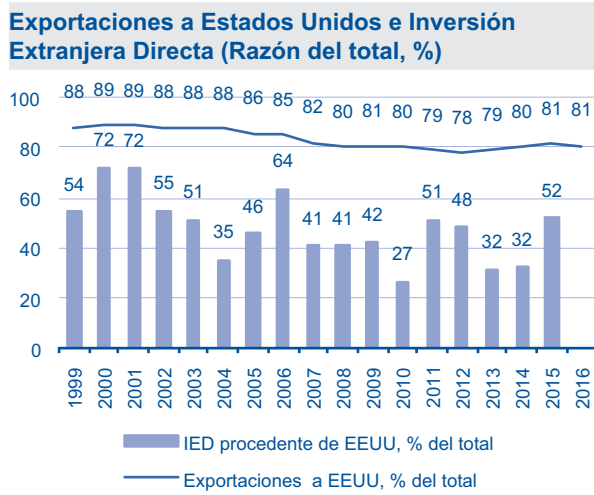
### 3.1.5 Perspectivas de la economía mexicana para 2017

El crecimiento esperado del PIB en 2017 de 1% se explica, entre otros factores, también por el complejo entorno externo que se perfila que el país vivirá a lo largo del año. Esto será consecuencia, entre otros elementos, de las nuevas políticas económicas y comerciales que la nueva administración presidencial de Estados Unidos ha anunciado que llevará a cabo. Una de las principales medidas que la administración presidencial estadounidense realizará será renegociar el Tratado de Libre Comercio (TLC) que México tiene con ese país y otra es la posible introducción de un impuesto fronterizo a las importaciones a las importaciones que ingresen a ese país. Una u otra medida, o ambas, podrían afectar a las exportaciones del país, y a partir de aquí habría repercusiones en el PIB.

Independientemente de cómo quede la renegociación del TLC, el hecho de revisar al TLC con la idea de modificarlo implica la introducción de factores de incertidumbre no solo sobre los flujos comerciales entre los dos países, sino también con respecto a la inversión extranjera directa (IED). Cabe mencionar que Estados Unidos es nuestro principal socio comercial y de 1999 a 2015 casi el 50% de la inversión extranjera directa proviene de ese país (gráfica 21). En este sentido, la renegociación del TLC puede desincentivar e incluso inhibir IED que se canalice al país con la intención de aprovechar los beneficios que el TLC genere hasta que no se tenga claro qué efectos tendrá la renegociación de ese Tratado.

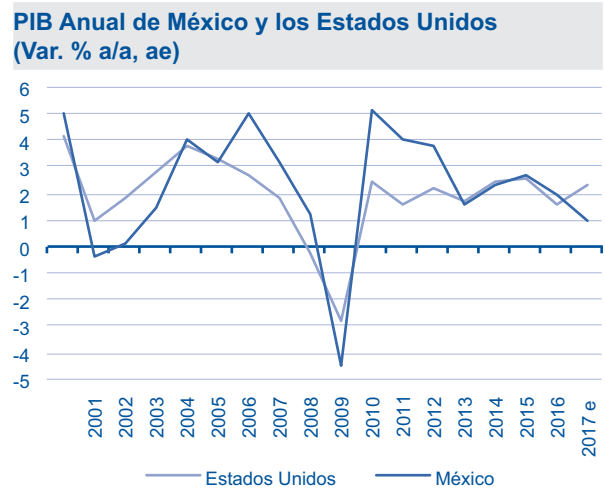
Dados los puntos anteriores, la menor IED que se realice dentro del contexto de la renegociación del TLC, junto con el menor dinamismo esperado del consumo y de la menor actividad, como lo ilustran los datos del crecimiento anual real de enero de 2017 del índice de ventas de tiendas iguales de la ANTAD y la contracción de la tasa de crecimiento mensual de la producción total de automóviles, son factores que señalan que el crecimiento de 1% del PIB en ese año es altamente probable. Si el contexto externo mejorara en términos de que la renegociación del TLC tenga efectos positivos e importantes en los flujos comerciales y en la IED asociada a éste, entonces es posible pensar en un crecimiento más alto del PIB del país en 2017.

Gráfica 3.23



Nota: El dato de la IED de 2016 no está disponible  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.24



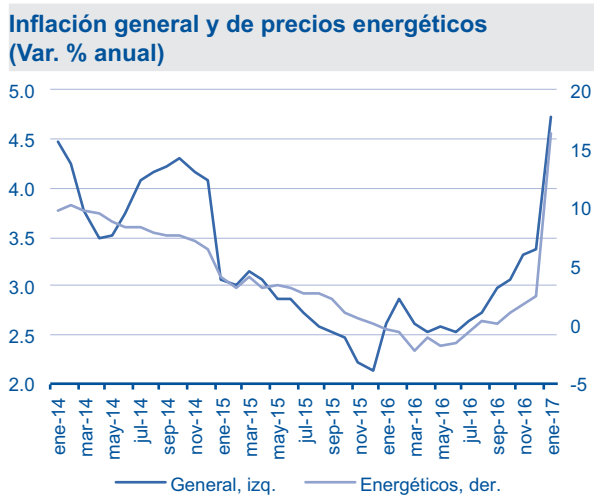
ae=ajustada por estacionalidad. a/a=año a año: e = estimado  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI y BEA

### 3.2 Rebote de la inflación por mayor ritmo de *pass-through* y aumento de precios energéticos

Después de que la inflación general anual se mantuvo baja y estable durante los últimos dos años (2015-16), promedió 2.8% durante ese lapso (2.7% en 2015 y 2.8% en 2016) y estuvo ligeramente por arriba de 3.0% solo durante dos trimestres en esos dos años (el 1T15 cuando promedió 3.1% y el 4T16 cuando promedió 3.2%), en enero 2017 exhibió un rebote notorio como anticipábamos, consecuencia principalmente del mayor ritmo de *pass-through* y el fuerte incremento de los precios energéticos (de las gasolinas y el gas LP), pero también de un efecto aritmético por una desfavorable base de comparación (ie, la inflación en enero de 2016 mostró una contracción mensual de 0.09%). Tras haberse mantenido durante 17 meses consecutivos por debajo de la meta permanente de 3.0% y tras exhibir una tendencia de alza gradual en la segunda mitad de 2016, en enero tuvo un rebote de 1.36% puntos porcentuales (pp) al aumentar la tasa anual de 3.36% en diciembre de 2016 a 4.72% en enero de 2017 tras exhibir un aumento mensual de 1.7%.

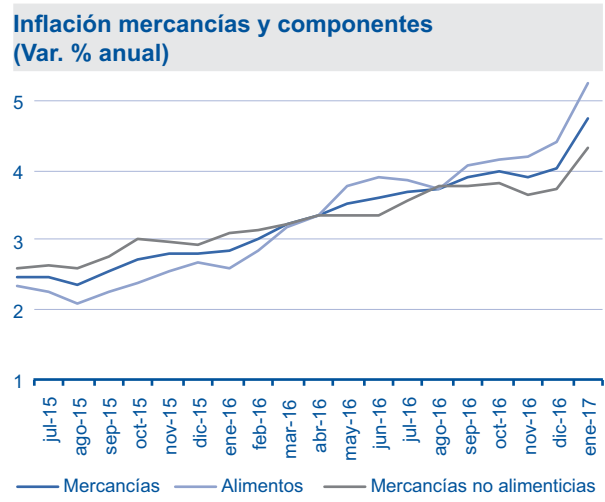
El fuerte aumento de enero de este año se explica por el incremento de 12.7% en el componente de precios energéticos (véase gráfica x) que tuvo una incidencia mensual sobre la inflación general de 1.2pp y por el significativo de las mercancías de 0.93% m/m (véase gráfica x) en un mes estacionalmente favorable para este subíndice por la temporada de rebajas de invierno. El efecto del primer incremento, el de los energéticos, podría ser transitorio si consideramos que el gobierno ha decidido no aumentar los precios de las gasolinas en lo que va de febrero y tomando en cuenta que la apreciación en torno a 8% del peso en el último mes no se anticipaba y se ha traducido en una disminución de los precios importados. Así, el precio de referencia de la gasolina ha evolucionado favorablemente en el último mes y el gobierno decidió no reflejar un aumento en la primera quincena de febrero, comunicando que ello era posible a un costo fiscal moderado. Hacia delante si el tipo de cambio se mantuviera en niveles más moderados los aumentos tras la liberalización por regiones de los precios a partir de marzo debieran ser graduales y no observaremos incrementos tan fuertes como los de enero.

Gráfica 3.25



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 3.26



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

El efecto del segundo incremento, el de las mercancías, es más relevante para la tendencia de la inflación. Como se observa x, el aumento de la pendiente en la tendencia de la inflación subyacente de las mercancías y la de sus componentes sugiere que, como anticipábamos, el ritmo de *pass-through* aumentó a inicios de este año. Lo anterior era previsible no solo por la depreciación adicional del peso tras el resultado de la elección de EE.UU. sino también porque a pesar de la holgura económica y el consecuente menor poder de

precio de las empresas, preveíamos que sería difícil seguir absorbiendo el aumento de los costos a través de menores márgenes. Al mayor ritmo de traslado a los precios de las mercancías debió haber contribuido también el fuerte aumento de los precios de los energéticos, especialmente el de las gasolinas. Consideramos que al traspaso del tipo de cambio a los precios de las mercancías le queda recorrido. No solo el nivel de depreciación del peso sino la persistente debilidad la que estará detrás de un mayor ritmo de traspaso durante 2017. Como se observa en la gráfica x, a diferencia de los dos periodos previos de debilidad del peso (2008-09 y 2011-12), el actual ya comprende desde 4T14 hasta la fecha ie, los anteriores fueron de corta duración y se disiparon rápidamente mientras que el actual se extiende ya por más de dos años y aún cuando el tipo de cambio permaneciera en su nivel actual hasta el cierre del año o incluso mostrara un fortalecimiento adicional, la tasa de depreciación anual será positiva al menos hasta noviembre de este año. De hecho, como se observa en la gráfica x, la depreciación del peso a tasa anual acumula 26 meses consecutivos (de diciembre de 2014 a enero de 2017) a un ritmo mayor de 10% (de 18% en promedio durante este lapso).

Por otra parte, en el entorno que había permitido una favorable evolución de la inflación destacaba la credibilidad de la política monetaria del Banco de México (Banxico), la holgura económica y la disminución de algunos precios que había provocado un efecto compensación del traspaso del tipo de cambio a la inflación (*pass-through*). En relación al último factor, en particular destacan en primer lugar, los menores precios de los servicios de telecomunicación, en buena medida derivados de la reforma al sector que además de eliminar algunos cobros (e.g., larga distancia) propició una intensificación importante en la competencia en el sector que se ha traducido en menores precios para los consumidores. Ello permitió que el *pass-through* solo implicara un cambio en precios de las mercancías y la ausencia de efectos de segundo orden era evidente tanto en la evolución de los precios de los servicios como en el de la inflación general. Así, lo que se observaba era un cambio en precios relativos –con una tendencia alcista en el componente subyacente de mercancías derivado principalmente de los mayores costos por la depreciación del peso (MXN)– y un bajo *pass-through* a la inflación general, derivado principalmente de la ausencia de efectos de segundo orden antes mencionada (véase gráfica x).

Gráfica 3.27

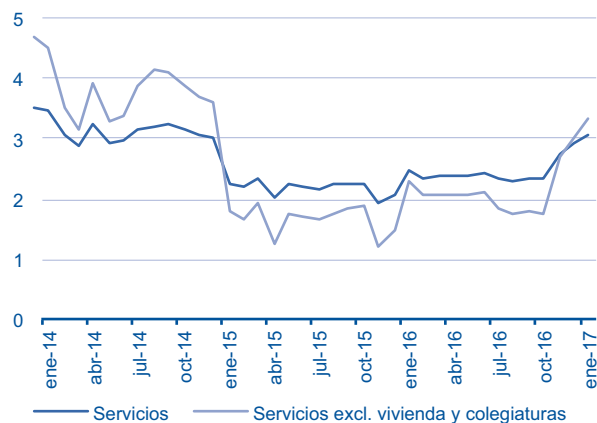
**Inflación de las mercancías no alimenticias y tasa de depreciación del peso (Var. % anual)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Bloomberg

Gráfica 3.28

**Inflación anual del subíndice subyacente de servicios (%)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

El ajuste en el precio relativo de las mercancías respecto de los servicios explica la dinámica de la inflación subyacente. La variación anual promedio de la inflación subyacente aumentó de 2.40% en el cuarto trimestre de 2015 a 3.28% en el cuarto trimestre de 2016, y posteriormente ha tenido un aumento adicional a 3.84% en enero de 2017. Al interior de la inflación subyacente, el subíndice de mercancías continúa reflejando el *pass-through* derivado de la depreciación del peso. La inflación anual de este subíndice aumentó de un pro-

medio de 2.78% en el cuarto trimestre del 2015 a uno de 3.98% en el cuarto trimestre de 2016, y tuvo un incremento adicional a 4.75% en enero de 2017. En contraste, favorecido por la holgura en la economía y por la mayor competencia en el sector telecomunicaciones que ha seguido traduciéndose en menores precios de la telefonía móvil, la inflación del subíndice de servicios sigue siendo baja (véase gráfica 4) aunque comienza a mostrar un repunte. La tasa de variación anual promedio de dicho subíndice pasó de 2.09% en el cuarto trimestre de 2015 a 2.68% por ciento en el cuarto trimestre de 2016 y se ubicó en 3.07% en enero de este año. (véase gráfica 4). No obstante, los precios de los servicios sin vivienda ni colegiaturas han aumentado de una tasa anual de 1.74% en octubre de 2016 a una de 3.33% en enero de 2017. Lo anterior muestra que si bien los precios de los servicios siguen aumentando a un ritmo moderado, los efectos favorables que propiciaron un efecto compensación del *pass-through* durante los últimos dos años comienzan a perder fuerza, y también refleja los riesgos de efectos de segunda ronda que constituyen ahora mismo el principal riesgo al alza para la inflación.

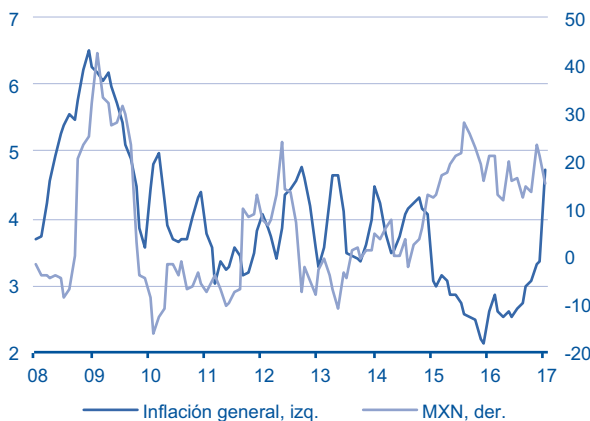
### La inflación anual seguirá exhibiendo una tendencia alcista la mayor parte del año y promediará más de 5% del 2T al 4T17

Considerando que el contexto para la inflación se ha tornado menos favorable que el que prevaleció durante los últimos dos años, que es previsible que continúe el mayor ritmo de aumento de las mercancías y que los riesgos de efectos de segundo orden han aumentado, anticipamos que la inflación general anual se mantendrá muy por encima de la meta de 3.0% durante todo el año y que promediará en torno a 5.5% durante 2017. Para el cierre del año nuestra previsión es de 6.0%, aunque ahora tenemos un pequeño sesgo bajista dado que el gobierno ha decidido trasladar los precios de referencia internacionales (principalmente explicados por la evolución de los precios internacionales y del tipo de cambio) de forma mucho más gradual que lo observado durante enero.

Nuestras previsiones están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza. Los principales riesgos a la baja son una apreciación adicional del peso y un menor dinamismo al esperado en la economía que provoque un aumento adicional de la brecha del producto, y la posibilidad de disminuciones adicionales en los servicios de telefonía móvil si continúa acentuándose la competencia en el sector. Por su parte, los principales riesgos al alza están ahora asociados a la mayor probabilidad de observar efectos de segundo orden y al aumento de las expectativas de inflación.

Gráfica 3.29

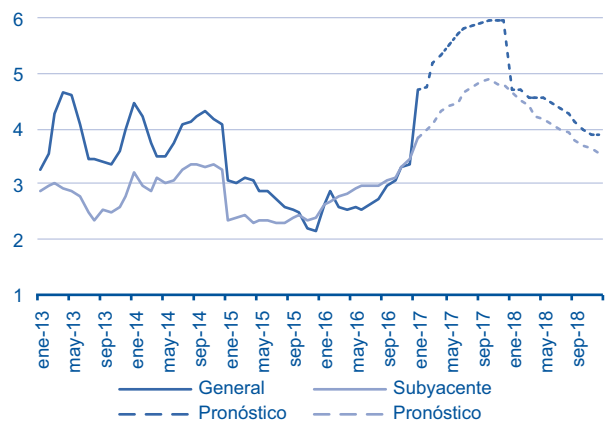
#### Inflación general anual y tasa de depreciación del peso (%)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Bloomberg

Gráfica 3.30

#### Perspectivas de inflación BBVA Bancomer (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI



### 3.3 Postura monetaria restrictiva ante alza de las expectativas de inflación y la depreciación adicional del tipo de cambio

El inesperado resultado de la elección presidencial en EE.UU. se tradujo en un escenario económico de naturaleza adversa, pero incierto en su magnitud, para la economía mexicana. A diferencia de episodios recientes de depreciación, en esta ocasión se vieron afectadas de manera significativa las expectativas de inflación, lo que ha motivado en buena medida la postura monetaria restrictiva que ha adoptado del banco central.

En su comunicado de febrero Banxico incrementó en 50 puntos base la tasa de referencia y mostró un tono más restrictivo. El banco central se mostró preocupado por dos razones. La primera, el alza de las expectativas de inflación. El debilitamiento de adicional del peso, de hasta 20% tras la elección presidencial de EE.UU. se reflejó en incrementos de 1.8 y 1.3% en las expectativas de mediano y largo plazo implícitas en el mercado de renta fija, respectivamente, lo que las llevó a ubicarse por encima del 4.0%. Esta alza es de suma importancia, puesto que en un régimen de Objetivos de Inflación el banco central determina los movimientos de su instrumento de política monetaria (tasa de referencia) para hacer que las expectativas de inflación converjan a su objetivo.

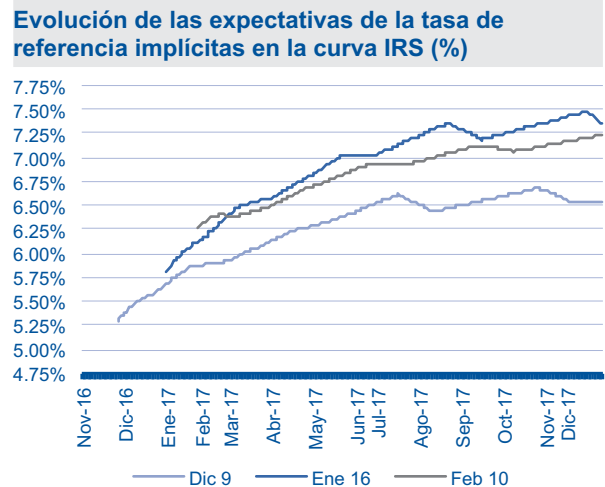
Segundo, los mayores riesgos de efectos de segunda ronda derivados de la depreciación cambiaria y el incremento del precio de la gasolina. Al momento el traspaso de la apreciación del dólar frente al peso se ha mantenido limitado al componente de mercancías del INPC, tal y como ocurrió durante 2016. No obstante, la depreciación acumulada desde principios de 2015 asciende ya a alrededor de 40%, lo que hace cada vez más difícil para las empresas mantener sus precios reduciendo los márgenes; más aun si se considera que, ante la incertidumbre sobre las políticas comerciales de EE.UU., hay una percepción entre los agentes económicos de que el tipo de cambio pueda mantenerse alrededor de los niveles actuales por un periodo prolongado. Adicionalmente, la liberalización del precio de la gasolina anunciada a finales del 2016 ha generado una importante alza de la inflación a inicios de año. Si bien tanto la depreciación cambiaria como el alza de precios de las gasolinas pueden considerarse como cambio en precios relativos y choques de oferta de naturaleza transitoria, es innegable que los riesgos de que se observen efectos de segundo orden sobre los precios se ha incrementado.

Gráfica 3.31



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

Gráfica 3.32



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

A estas preocupaciones se añade la posibilidad de que la Reserva Federal incremente la velocidad de la normalización monetaria dadas condiciones cerca de pleno empleo de la economía norteamericana y dada la posibilidad de incrementos de inflación derivados de los cambios fiscales de la nueva administración.

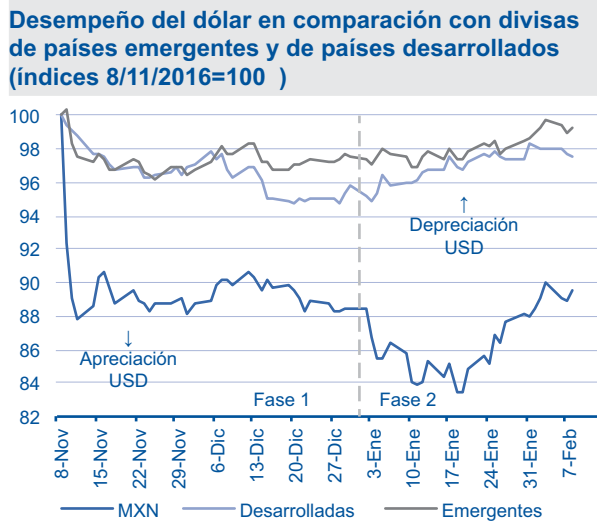
En lo que toca al crecimiento económico el banco central reconoce que los riesgos están sesgados a la baja tomando en cuenta que la incertidumbre sobre las políticas de la nueva administración en EE.UU. ya tienen efectos adversos sobre la inversión extranjera, las remesas y la confianza del consumidor. No obstante, con base en el mandato único del banco central, este factor tiene menos peso en su función de reacción, más aun en la coyuntura actual. Cabe recordar que durante 2008, último episodio en que la inflación estuvo por encima del rango superior del intervalo alrededor del objetivo del 3.0%, Banxico continuó incrementando la tasa de referencia hasta que la inflación detuvo su tendencia al alza, aun cuando era esperado que el crecimiento económico mostrara una relevante caída.

Consideramos que hacia adelante el banco central continuará incrementando la tasa de referencia en 125 puntos base adicionales hasta alcanzar un nivel de 7.50% a final de 2017. Esta postura más restrictiva es consistente con el actual entorno de mayor inflación observada, de alzas en las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y de un deterioro del balance de riesgos de inflación.

### 3.4 Las expectativas sobre la política económica de la administración Trump dominan los movimientos en los mercados financieros

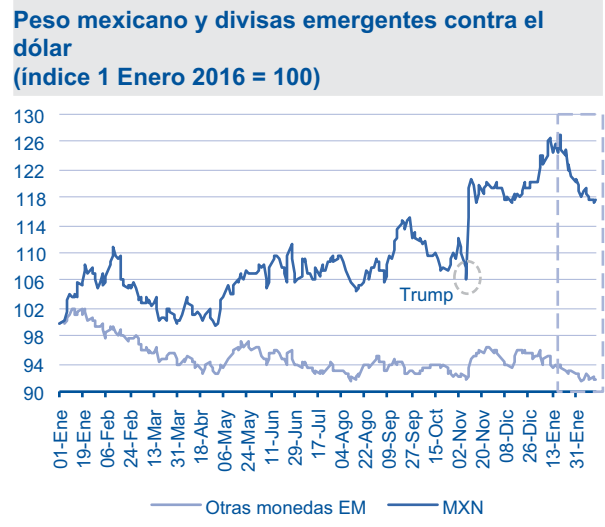
El inesperado resultado de la elección presidencial en EE.UU. abrió un largo periodo de evaluación por parte de los inversionistas acerca de las posibles decisiones de política económica de la administración Trump y sus efectos sobre los precios de los activos. En este periodo se pueden distinguir dos principales fases. Durante la primera, que abarca desde el resultado de la elección hasta el final del 2016, las promesas de campaña del actual presidente norteamericano sobre reducciones de la tasa de impuestos corporativa, la desregulación y un ambicioso plan de infraestructura presumiblemente pesaron más que sus amenazas proteccionistas y antimigratorias en las expectativas de los inversionistas, lo que generó importantes ganancias para los activos norteamericanos y una clara diferenciación negativa de los precios de los activos mexicanos. Y es que ligada a estas promesas de campaña los mercados descuentan un escenario de mayor crecimiento, mayor inflación y mayores tasas de interés que lo que se preveía anteriormente. El alza en el valor del dólar con respecto al resto de las monedas del mundo ejemplifica claramente este comportamiento de alza de los activos norteamericanos. Del día de la elección al final del 2016 el dólar se apreció 4.4 y 2.5% con respecto a las divisas de países desarrollados y emergentes (EM) respectivamente. De hecho durante el mes de diciembre la moneda norteamericana alcanzó niveles no vistos desde 2002.

Gráfica 3.33



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.34



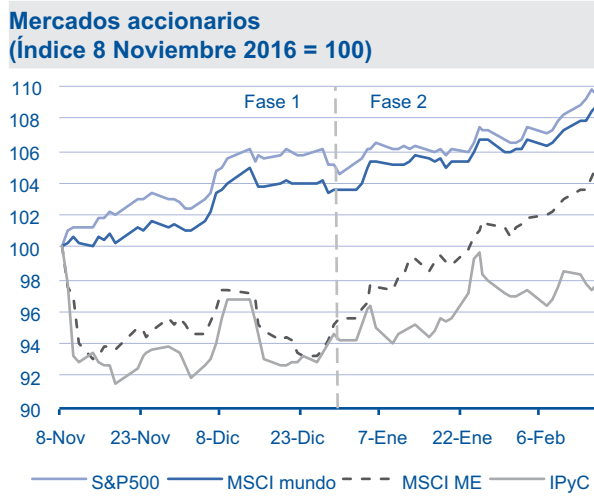
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Si bien estas magnitudes son relevantes, resultan pequeñas en comparación con la depreciación de más de 13% del peso mexicano. Al ser el país al que más afectarían las amenazas proteccionistas y migratorias del candidato Trump, la moneda mexicana fue la segunda divisa más depreciada a nivel global, lo que llevó al dólar a cotizar en nuevos máximos históricos de hasta 20.85 pesos tres días después de la elección. Mas no sólo en el mercado de divisas se reflejó la mayor demanda de activos norteamericanos. Las expectativas de incremento en las ventas de las empresas aun en un entorno de mayores tasas de interés trajo consigo un rendimiento de 4.64% del S&P500 en el periodo en cuestión, crecimiento mayor al alza de 3.52% del *benchmark* accionario a nivel global (MSCI World), lo que lo llevó a nuevos máximos históricos. Al igual que con las divisas el mercado accionario mexicano se diferenció negativamente al caer 5.8%, por encima de la

caída de 4.45% que registró el *benchmark* accionario de EM (MSCI EM). Finalmente, el precio del petróleo se incrementó por encima de los 55 dólares por barril por primera vez desde 2015 tras darse a conocer el acuerdo de los miembros de la OPEP para recortar la producción de crudo. Con este acuerdo se espera que los precios del energético reduzcan su volatilidad y mantengan una tendencia hacia los 60 dólares por barril en los próximos años.

La segunda fase de este periodo de evaluación de las expectativas por parte de los inversionistas puede distinguirse desde el inicio del 2017. A partir del 20 de enero entró en funciones la administración Trump y tanto sus primeras acciones como sus comentarios se vieron reflejados en los mercados financieros. El efecto más notorio fue el cambio en la tendencia apreciatoria del dólar tras declaraciones tanto del propio Trump como de sus futuros secretarios sobre la fortaleza excesiva de la moneda norteamericana. Ante estos comentarios, el dólar comenzó una tendencia depreciatoria que a la mitad del mes de febrero ya se ubica en 5.23% respecto a las divisas de países desarrollados y en 2.45% respecto a las divisas de EM. Contrario a lo ocurrido durante la primera fase, el peso se ha diferenciado positivamente respecto al resto de las divisas en su apreciación contra el dólar. La moneda mexicana ha ganado casi 9.0% desde el inicio del año y el dólar se ha estabilizado en torno a 20.3 pesos, después de que durante la primera semana del año superara momentáneamente los 22 pesos como consecuencia de la cancelación de inversiones automotrices relacionada con amenazas de nuevos impuestos fronterizos de parte del presidente Trump. En los mercados de renta variable privó la cautela durante el primer mes del año; sin embargo, el anuncio de la acción ejecutiva para acelerar la construcción del oleoducto de Dakota; una temporada de reportes corporativos mejor a la esperada y la reiteración del presidente Trump acerca de un ambicioso plan de infraestructura y de recorte de impuestos alimentaron el optimismo. El S&P 500 logró un nuevo máximo histórico tras un alza de más de casi 5.0% en lo que va del año, ligeramente mayor al alza de 4.7% del *benchmark* de acciones a nivel global. En esta fase el optimismo sobre la economía norteamericana también elevó la demanda de acciones de países de EM, lo que se vio favorecido por el alza del precio de las materias primas asociada a la depreciación del dólar. Así, los mercados accionarios de países EM registran un alza de más de 9.0% en lo que va del año, mientras que el IPyC también registra ganancias, aunque del orden del 3.3%.

Gráfica 3.35



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.36



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg. El Índice de Incertidumbre sobre la Política Económica a nivel global elaborado por Baker, Bloom & Davies está ponderado por el peso del PIB de cada país sobre el PIB global. Su nivel de largo plazo es igual a 100.

Todos estos movimientos de mayor demanda por activos de mayor rendimiento en los mercados desde la elección presidencial de EE.UU. se han dado en un entorno de niveles históricamente bajos de las medidas tradicionales de aversión al riesgo. El VIX se ubica ligeramente por encima del 11%, un nivel no observado desde 2014, lo que representa una caída de casi 12 puntos porcentuales respecto al nivel alcanzado días previos a la elección de noviembre pasado. Este hecho contrasta de manera notable con las medidas de expectativas sobre política económica a nivel mundial y en EE.UU., los cuales denotan un elevado nivel de incertidumbre. De hecho la incertidumbre sobre la política económica a nivel global se ubica en niveles máximos históricos y la diferencia en señales con el VIX nunca había sido tan amplia.

Como se ha descrito ampliamente la evolución de los mercados financieros está en función de la materialización de las expectativas sobre la política económica de la nueva administración en EE.UU. Dada la alta incertidumbre sobre estas medidas, consideramos que hay que ser cautos sobre la posible evolución de las variables financieras domésticas hacia adelante en particular del tipo de cambio. Si bien en las semanas recientes se ha observado una relevante apreciación, la propuesta de un impuesto a las importaciones en EE.UU. como parte de su proceso de reforma fiscal, así como la renegociación del Tratado de Libre Comercio representan riesgos importantes para la economía y por ende, para la economía mexicana. Tomando esto en consideración mantenemos nuestra previsión de 22.9ppd para fin de año, no obstante, en la medida que los riesgos mencionados no se materialicen habría espacio para una apreciación hacia niveles de 19.5ppd.

## 4. Previsiones

Cuadro 4.1

### Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2014	2015	2016	2017	2018
Estados Unidos	2.4	2.6	1.6	2.3	2.4
UEM	1.2	1.9	1.7	1.6	1.6
Alemania	1.6	1.5	1.8	1.6	1.6
Francia	0.7	1.2	1.1	1.3	1.5
Italia	0.2	0.6	1.0	1.0	1.2
España	1.4	3.2	3.2	2.7	2.7
Reino Unido	3.1	2.2	2.0	1.2	1.1
América Latina *	0.8	-0.3	-1.4	1.0	1.7
México	2.3	2.6	2.0	1.0	1.8
Brasil	0.5	-3.8	-3.5	0.9	1.2
EAGLES **	5.4	4.7	4.8	4.7	4.7
Turquía	5.2	6.1	2.3	2.5	4.5
Asia-Pacífico	5.7	5.6	5.4	5.1	4.8
Japón	0.2	1.2	0.6	0.8	0.9
China	7.3	6.9	6.7	6.0	5.2
Asia (exc. China)	4.3	4.4	4.3	4.2	4.5
Mundo	3.5	3.3	3.0	3.2	3.3

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 3 de febrero de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.3

### Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2015	2016	2017	2018	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
<b>Indicadores Macroeconómicos</b>												
PIB (variación % real)	2.6	1.6	2.3	2.4	0.8	1.4	3.5	1.9	2.2	2.0	2.5	2.7
Consumo personal (var. % real)	3.2	2.7	2.6	2.1	1.6	4.3	3.0	2.5	2.2	2.5	2.4	2.2
Consumo gobierno (var. % real)	1.8	0.9	0.6	0.5	1.6	-1.7	0.8	1.2	0.4	0.8	0.8	0.4
Inversión fija bruta (var. % real)	4.0	0.7	3.6	6.0	-0.9	-1.1	0.1	4.2	3.7	4.6	5.7	6.7
Construcción	11.7	4.9	4.2	5.2	7.8	-7.8	-4.1	10.2	5.3	4.5	7.0	6.6
Producción industrial (var. % real anual)	0.3	-1.0	1.2	2.6	-1.8	-0.8	1.9	-1.2	1.3	1.9	2.7	2.7
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.5	-2.5	-3.3	-3.4	-2.9	-2.6	-2.4	-2.7	-3.5	-3.5	-3.5	-3.4
Inflación anual (fin de periodo)	0.7	2.0	2.0	2.1	-0.2	3.4	1.8	2.9	2.4	1.5	2.2	2.0
Inflación anual (promedio de periodo)	0.1	1.3	2.3	2.0	-0.3	2.5	1.6	3.3	2.4	1.6	2.1	2.1
Balance fiscal primario (% del PIB)	-2.5	-3.2	-2.9	-2.4				-3.2				-2.9

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.4

## Indicadores y Pronósticos México

	2014	2015	2016	2017	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
<b>Actividad Económica</b>												
<b>PIB (series desestacionalizadas)</b>												
Variación % real anual	2.3	2.6	2.0	1.0	2.3	1.5	2.0	2.0	1.6	1.6	0.7	0.3
Por habitante en dólares	10,793	9,411	8,487	7,736	8,577	8,712	8,492	8,167	7,652	7,854	7,812	7,628
Miles de millones de dólares	1,292	1,139	1,038	956	1,049	1,065	1,038	999	945	970	965	942
<b>Inflación (% , prom.)</b>												
General	4.02	2.72	2.72	3.30	2.69	2.56	2.78	3.24	4.88	5.51	5.86	5.96
Subyacente	3.18	2.36	2.91	3.22	2.69	2.91	3.00	3.28	3.96	4.40	4.76	4.83
<b>Mercados Financieros (% , prom.)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	3.00	3.02	4.29	7.10	3.58	3.92	4.42	5.25	6.25	7.08	7.42	7.5
Cetes 28 días	3.00	3.25	4.33	7.14	3.61	3.88	4.43	5.38	6.32	7.14	7.45	7.49
TIIE 28 días	3.35	3.44	4.58	7.43	3.89	4.09	4.75	5.60	6.58	7.41	7.74	7.83
Bono 10 años (% , prom.)	6.01	5.94	6.25	8.20	6.00	6.00	5.97	7.03	7.83	8.35	8.35	8.24
<b>Tipo de cambio (prom.)</b>												
Pesos por dólar (prom.)	13.4	16.0	18.7	21.8	17.8	18.0	19.0	20.1	20.8	21.5	22.1	22.8
<b>Finanzas Públicas</b>												
*RFSP (% del PIB)	-4.6	-4.1	-3.0	-2.9	-	-	-	-3.0	-	-	-	-2.9
<b>Sector Externo<sup>3</sup></b>												
Balanza comercial (mmd)	-3.1	-14.6	-13.1	-14.8	-4.0	-3.1	-5.3	-0.7	-3.6	-3.4	-4.0	-3.8
Cuenta corriente (mmd)	-24.2	-31.4	-32.8	-37.0	-7.6	-8.2	-7.7	-8.9	-7.9	-8.1	-6.7	-8.0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.9	-2.8	-3.1	-3.2	-2.9	-3.1	-3.0	-3.6	-3.3	-3.3	-2.8	-3.4
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.5	4.3	3.8	2.4	3.7	3.7	3.8	4.1	2.8	2.5	2.3	2.1
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.8	4.4	4.0	4.4	4.0	3.9	4.0	3.8	4.3	4.4	4.6	4.4

Continúa en la siguiente página

**Indicadores y Pronósticos México**

	2014	2015	2016	2017	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
<b>Demanda Agregada <sup>4</sup> (Var % anual, desestacionalizada)</b>												
Demanda Agregada Total	3.1	3.2	<b>1.2</b>	<b>0.7</b>	1.9	0.9	0.9	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>
Demanda interna	1.9	1.3	<b>1.6</b>	<b>0.4</b>	1.6	1.5	1.6	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>0.9</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.8</b>
Consumo	1.8	2.3	<b>2.6</b>	<b>1.7</b>	2.4	2.2	3.1	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>	<b>1.5</b>	<b>0.8</b>
Privado	1.8	2.2	<b>2.8</b>	<b>1.7</b>	2.8	2.3	3.4	<b>2.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.6</b>	<b>1.6</b>	<b>0.6</b>
Público	2.1	2.4	<b>1.0</b>	<b>1.6</b>	-0.1	1.7	1.3	<b>1.2</b>	<b>2.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.8</b>
Inversión	2.9	4.3	<b>0.2</b>	<b>-4.1</b>	1.4	-0.2	-0.9	<b>0.5</b>	<b>-3.9</b>	<b>-4.0</b>	<b>-5.1</b>	<b>-3.5</b>
Privada	4.9	8.1	<b>2.1</b>	<b>-3.3</b>	4.0	1.4	1.1	<b>2.1</b>	<b>-2.6</b>	<b>-2.5</b>	<b>-5.1</b>	<b>-2.8</b>
Pública	-4.7	-11.7	<b>-9.9</b>	<b>-9.3</b>	-10.8	-8.3	-11.8	<b>-8.7</b>	<b>-10.9</b>	<b>-12.3</b>	<b>-5.4</b>	<b>-8.2</b>
Demanda Externa	6.9	9.1	<b>0.2</b>	<b>1.6</b>	2.8	-0.7	-1.0	<b>-0.4</b>	<b>-1.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>	<b>5.3</b>
Importaciones	5.9	5.1	<b>-1.1</b>	<b>-0.2</b>	0.7	-1.0	-2.1	<b>-1.8</b>	<b>-1.7</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>2.3</b>
<b>PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)</b>												
Primario	4.4	1.6	<b>3.3</b>	<b>2.2</b>	-1.0	3.2	4.8	<b>6.0</b>	<b>5.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>0.5</b>
Secundario	2.7	1.0	<b>0.0</b>	<b>-1.6</b>	1.4	-0.5	-0.9	<b>-0.2</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.4</b>	<b>-2.0</b>
Minería	-1.3	-4.5	<b>-5.2</b>	<b>-9.7</b>	-3.4	-4.7	-7.4	<b>-5.3</b>	<b>-10.2</b>	<b>-8.9</b>	<b>-7.8</b>	<b>-11.7</b>
Electricidad	8.2	2.3	<b>3.4</b>	<b>2.9</b>	1.2	5.7	3.4	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>	<b>4.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>
Construcción	1.9	2.6	<b>1.2</b>	<b>-1.0</b>	3.2	1.3	-0.1	<b>0.2</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.5</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.5</b>
Manufactura	4.2	2.4	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>	1.0	0.5	0.6	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>
Terciario	1.8	3.5	<b>3.1</b>	<b>2.4</b>	3.4	2.6	3.3	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>
Comercio	3.1	4.7	<b>1.8</b>	<b>0.8</b>	2.5	1.5	1.2	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.7</b>
Transporte, correos y almacenamiento	3.1	4.3	<b>2.4</b>	<b>1.3</b>	1.8	2.3	2.7	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>1.0</b>	<b>0.2</b>
Información en medios masivos	0.2	7.7	<b>10.6</b>	<b>8.4</b>	10.2	9.8	13.3	<b>9.2</b>	<b>10.6</b>	<b>10.0</b>	<b>7.4</b>	<b>5.8</b>
Servicios financieros y de seguros	-0.8	4.3	<b>7.5</b>	<b>8.0</b>	7.9	7.7	7.9	<b>6.5</b>	<b>7.9</b>	<b>7.9</b>	<b>8.2</b>	<b>8.1</b>
Serv. inmob. y alquiler de b. muebles e int.	2.1	2.5	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	2.1	1.6	1.8	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>3.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>
Serv. profesionales, científicos y técnicos	1.3	4.5	<b>7.4</b>	<b>2.0</b>	6.8	6.8	11.9	<b>4.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>
Dirección de corporativos y empresas	7.1	3.3	<b>5.4</b>	<b>1.7</b>	6.0	5.0	5.7	<b>4.9</b>	<b>2.6</b>	<b>3.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.3</b>
Serv. apoyo a neg., serv. de remediación	-0.1	1.2	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	3.3	3.5	2.6	<b>2.1</b>	<b>4.2</b>	<b>2.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>
Servicios educativos	0.1	0.0	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>	0.9	1.5	1.4	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>-0.2</b>
Servicios de salud y de asistencia social	-0.6	-2.3	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	-1.0	1.7	2.3	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>0.3</b>	<b>0.9</b>
Serv. de esparcimiento, culturales y depor.	-1.4	3.9	<b>5.1</b>	<b>3.3</b>	1.9	4.4	10.0	<b>4.2</b>	<b>4.6</b>	<b>4.4</b>	<b>2.9</b>	<b>1.6</b>
Serv. alojam. temp. y prep. de alim. y beb.	2.9	5.8	<b>3.7</b>	<b>2.9</b>	6.0	3.2	2.8	<b>2.9</b>	<b>3.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>
Otros serv. exc. actividades del gobierno	1.6	2.7	<b>5.3</b>	<b>2.0</b>	5.3	6.2	6.1	<b>3.6</b>	<b>2.2</b>	<b>1.6</b>	<b>2.4</b>	<b>1.9</b>
Actividades del gobierno	1.9	2.7	<b>-0.5</b>	<b>0.6</b>	-3.1	-0.6	1.7	<b>0.1</b>	<b>1.5</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.6</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.serranoh@bbva.com

Javier Amador  
javier.amadord@grupobbva.com

Iván Martínez  
ivan.martinez.2@bbva.com

Fco. Javier Morales  
francisco.morales@bbva.com

Arnulfo Rodríguez  
arnulfo.rodriguez@bbva.com

Con la colaboración:  
Escenarios Económicos

**BBVA Research**

*Economista Jefe del Grupo*

Jorge Sicilia

*Análisis Macroeconómico*

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

*Sistemas Financieros y Regulación*

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

*España y Portugal*

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

*América del Sur*

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

*Escenarios Económicos Globales*

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

*Mercados Financieros Globales*

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

*Modelización y Análisis de Largo*

*Plazo Global*

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

*Innovación y Procesos*

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

*Coordinación entre Países*

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

*Regulación Digital*

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.hk

*Regulación*

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

*Sistemas Financieros*

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

*Inclusión Financiera*

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

*Estados Unidos*

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

*México*

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

*Turquía, China y Geopolítica*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Turquía*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Asia*

Le Xia  
le.xia@bbva.com

*Argentina*

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

*Chile*

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

*Colombia*

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

*Perú*

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

*Venezuela*

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

**BBVA Research Mexico**

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

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

Otras publicaciones:

