

# 1. En resumen

En los últimos trimestres se ha consolidado el entorno global positivo. Nuestras nuevas previsiones implican que el crecimiento global se acelera hasta el 3.4% en 2017-18, lo que supone una revisión al alza de alrededor de dos décimas este año y una aceleración desde el 3.2% del año pasado. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto ahora tanto para China como para Europa en 2017 debido a las sorpresas positivas en ambas regiones desde el segundo trimestre. Para EE.UU. se mantiene la proyección de un crecimiento sostenido algo por encima del 2% en el horizonte de previsión. Los factores subyacentes que han ayudado a la aceleración y estabilización del crecimiento mundial seguirán estando presentes, si bien algunos podrían ir desvaneciéndose gradualmente en los próximos trimestres. El más inmediato será la normalización de la política monetaria por parte tanto de la Reserva Federal como del Banco Central Europeo, ya que supondrá una reducción paulatina de la liquidez global y un menor apoyo a los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Además, siguen existiendo múltiples riesgos de carácter político que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados.

En un entorno en el que el crecimiento sigue siendo dinámico y sin sorpresas a la baja en inflación, los bancos centrales continúan adelante con el proceso gradual de retirada de los estímulos monetarios. En concreto, la Reserva Federal (Fed) ha anunciado el inicio de la reducción de su balance a partir de octubre. Se trata de una reducción pasiva, al permitir el vencimiento de parte de los vencimientos de bonos públicos y privados, y que ha sido bien comunicada, por lo que no ha generado ningún tipo de tensión en los mercados. Es más, la Fed mantiene su expectativa de continuar con el ciclo de subidas de tasas, a pesar de que los mercados se han mostrado sistemáticamente más bajistas. Esperamos una subida de tasas oficiales de 25 pbs en diciembre de este año y dos subidas adicionales hasta el 2% en 2018.

En México, la economía tuvo una contracción en el tercer trimestre del año. La tasa de crecimiento preliminar con respecto al trimestre anterior, anualizada, fue de -0.8%. Este desempeño se explica por una menor dinámica en el consumo, que a su vez obedece al aumento transitorio en la inflación, y por la caída en la producción petrolera y de la construcción. Aunada a esta desaceleración, se dio un impacto negativo debido a los huracanes y a los sismos de septiembre. Para el último trimestre del año anticipamos un rebote impulsado en buena medida por la recuperación del comercio y el inicio de los trabajos de reconstrucción. Con los datos de crecimiento hasta el momento ya podemos afirmar con un alto grado de certeza que el crecimiento de la economía en 2017 estará entre 2.1% y 2.2%. Para el año próximo, estimamos que la economía crecerá a un nivel similar al de 2017, sin embargo, hay dos factores de riesgo a considerar: la posibilidad de un deterioro en la relación comercial entre México y EE.UU. y la incertidumbre alrededor de la elección presidencial en 2018. En lo que respecta a las finanzas públicas, prevemos que se cumpla la meta de un superávit fiscal primario de 0.4% del PIB. Esto, junto con el remanente de operación de Banco de México significará que la deuda como porcentaje del PIB vaya a caer por primera vez en diez años. Esto reduce sustancialmente las posibilidades de una rebaja en la calificación soberana de México.

Las negociaciones del TLCAN se deterioraron en la cuarta ronda y el camino hacia el TLCAN 2.0 se tornó mucho más desafiante. EE.UU. puso sobre la mesa propuestas inaceptables para sus contrapartes, además de que volvió a enfatizar la intención de EE.UU. de reducir su déficit comercial. Una retirada unilateral de EE.UU. del TLCAN ya no está fuera de discusión. De hecho, si bien seguimos asignando una probabilidad mayor a 50% al desenlace positivo de las negociaciones (ie, TLCAN 2.0), es menor a la de 85% que teníamos hasta septiembre. En otras palabras, las probabilidades de acuerdo y ruptura están ahora más balanceadas en nuestra opinión. Dicho lo anterior, como hemos mostrado en números anteriores del Situación México, si EE.UU. actúa de acuerdo a sus intereses económicos debería preservar el tratado.

Este contexto se ha reflejado en el tipo de cambio. El debilitamiento del peso desde mediados de agosto responde a los riesgos asociados al TLCAN. El peor desempeño relativo del MXN comenzó con la 1ª ronda de negociación del TLCAN 2.0, no fue afectado por una Fed más *hawkish* y se acentuó en octubre al aumentar los riesgos de ruptura del TLCAN. Hacia delante, cualquier cambio de tendencia seguirá respondiendo principalmente a la evolución de las perspectivas en torno a la renegociación del TLCAN.

Estimamos que una posible ruptura del TLCAN no afectaría de manera generalizada los flujos de comercio, ya que el arancel promedio ponderado que enfrentarían las exportaciones mexicanas a EE.UU. con las reglas de nación más favorecida (NMF) de la OMC sería de 3.5%. No obstante, sí tendría un efecto negativo en la inversión y en sectores focalizados como la producción de vehículos para el transporte de mercancías. Este segmento representa 6.1% de las exportaciones totales de México a EE.UU. y enfrentaría un arancel de 25% bajo el esquema NMF de la OMC.<sup>1</sup> Así, prevemos que una posible eliminación del tratado afectaría el crecimiento económico principalmente a través de una caída en la IED del sector de vehículos para el transporte de mercancías y una disminución en la inversión fija bruta doméstica privada de sectores relacionados. Bajo el supuesto de una caída en la IED de 7.4%, y una disminución en la inversión fija bruta doméstica de entre 2% y 4%, estimamos que la ruptura de NAFTA tendría un efecto negativo sobre el crecimiento del PIB en 2018 de entre 0.5 y 0.8 pp.

Otro riesgo potencial en el horizonte lo constituye la propuesta de reforma fiscal que actualmente se discute en EE.UU. que contempla una reducción en la tasa del impuesto a la renta corporativa de 35% a 20%. En México esta tasa es 30%. Al respecto surgen dos preguntas pertinentes: ¿Qué tanto afectará la inversión extranjera directa de EE.UU. en México? ¿Debería el gobierno mexicano reaccionar y también disminuir la tasa corporativa? Nuestro análisis apunta a que aun si dicha reducción de impuestos se implementara en EE.UU., México seguiría siendo más competitivo en la producción de manufacturas en relación a ese país. Por lo anterior, consideramos que México no debería de reaccionar reduciendo la tasa del ISR a personas morales. En el caso de que el gobierno mexicano decidiera reducir la tasa del ISR a personas morales de 30% a 20%, el ISR mostraría una contracción anual de 16.9%, equivalente a 1.2% del PIB.

Por último, la inflación está finalmente disminuyendo. Después de exhibir una tendencia alcista durante catorce meses consecutivos, la inflación general alcanzó su nivel máximo en agosto (6.7%) y tuvo un punto de inflexión en septiembre (6.35%), como anticipamos desde inicios de año. Así, si bien el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado por la reciente depreciación del peso y los riesgos de una depreciación adicional, cada vez resulta más claro que la inflación está evolucionando como lo anticipa el banco central y, en nuestra opinión, convergerá rápidamente con el rango objetivo (de 3.0% +/- 1pp) en la primera mitad del 2018. Prevemos que la inflación cerrará 2017 en 6.2% y que para el cierre de 2018 se ubicará por debajo de 4.0% (en 3.7%), dentro del rango objetivo del banco central. Los riesgos para la inflación están sesgados al alza, pero son moderados. Aunque seguimos esperando que el siguiente movimiento de las tasas de interés sea a la baja, el contexto y la comunicación reciente de Banxico dejan claro que éste aún está lejos en el tiempo. Por ello, consideramos que en el escenario más probable Banxico mantendrá una pausa monetaria hasta el tercer trimestre de 2018, fecha en la cual comenzará a reducir la tasa de referencia.

1: Excepto los vehículos automóviles para el transporte de mercancías con motor de émbolo (pistón) de encendido por compresión (diésel o semi-diésel) de peso total con carga máxima superior a 5 toneladas, pero inferior o igual a 20.

## 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

Saidé A. Salazar  
saidearanzazu.salazar@bbva.com

Arnulfo Rodríguez  
arnulfo.rodriguez@bbva.com

Con la colaboración:  
Escenarios Económicos

## BBVA Research

### Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

#### Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

#### Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

#### Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

#### Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

#### Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

#### Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

#### Coordinación entre Países

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

#### Regulación Digital

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.hk

#### Regulación

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

#### Sistemas Financieros

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

#### Inclusión Financiera

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

#### España y Portugal

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

#### Estados Unidos

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

#### México

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

#### Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

#### Turquía

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

#### Asia

Le Xia  
le.xia@bbva.com

#### América del Sur

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

#### Argentina

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

#### Chile

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

#### Colombia

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

#### Perú

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

#### Venezuela

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

### BBVA Research Mexico

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

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

## Otras publicaciones:

