

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

**BBVA** Research

# Situación México

Tercer trimestre 2018

Unidad de México



Creando Oportunidades

## Índice

<b>1. En resumen</b>	<b>3</b>
<b>2. Economía global: crecimiento robusto pero con ciertos signos de moderación e intensificación de los riesgos</b>	<b>5</b>
<b>3. En la primera mitad del año la economía crece 2.1% con respecto al primer semestre de 2017</b>	<b>10</b>
<b>4. Inflación: disminución en 2018, el aumento durante junio-julio será transitorio</b>	<b>19</b>
<b>5. Relajamiento de las tensiones comerciales a nivel global permite ganancias en activos domésticos ante la reducción temporal de riesgos idiosincráticos</b>	<b>24</b>
<b>6. Previsiones</b>	<b>27</b>

Fecha de cierre: **3 de agosto de 2018**

## 1. En resumen

De acuerdo con las cifras oportunas del INEGI, en el 2T18 la economía se contrajo -0.1%, una diferencia de 1.2 pp con respecto a lo registrado en el 1T18. Por componentes, las actividades primarias mostraron la mayor caída, con una variación porcentual anual de -2.1% (vs 0.9% previo), mientras que el sector industrial se contrajo -0.3% (vs 0.9% previo). El sector terciario sorprendió a la baja con un crecimiento moderado de 0.3%, que contrasta con el crecimiento de 1.1% observado en el primer trimestre del año. Mientras que el comportamiento del sector primario se encuentra sujeto a mayor volatilidad por la naturaleza de su producción, es probable que el menor dinamismo de la industria esté asociado a una ralentización del sector manufacturero y la construcción, tal como lo señala el indicador de pedidos manufactureros, que en el 2T18 se contrajo -0.4% en promedio con respecto al trimestre previo, y el indicador agregado de tendencia del sector construcción que en el 2T18 mostró en promedio un crecimiento nulo, con respecto al trimestre previo.

En el periodo enero-junio de 2018, el balance primario del sector público registró un monto de 121.1 mil millones de pesos vs. 412.9 mil millones de pesos en el mismo lapso de 2017. El superávit primario se debió en gran medida al balance de las entidades bajo control presupuestario indirecto y al balance del IMSS. De continuar un manejo disciplinado de las finanzas públicas durante el periodo julio-diciembre de 2018, será posible materializar el cumplimiento de la meta de 188.1 mil millones de pesos (0.8% del PIB) para el superávit primario de todo el sector público. Por su parte, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) se ubicó en 44.6% del PIB al cierre de junio de 2018. Prevemos que los esfuerzos de consolidación fiscal y la apreciación del peso se reflejarán en una reducción marginal del SHRFSP (% del PIB) de 46.2% en 2017 a 45.8% en 2018.

El déficit comercial se incrementó a 2,773 millones de USD en 2T18 de 302 millones de USD en 2T17. Un factor que explica este aumento fue el deterioro en la balanza comercial petrolera (con un déficit de 5,497 millones de USD en 2T18 vs. 3,826 millones de USD en 2T17). Prevemos que el déficit comercial para 2018 sea 12,800 millones de USD. Por su parte, anticipamos que el déficit de cuenta corriente cierre este año en aproximadamente 24 mil millones de USD (2.0% del PIB).

En los primeros meses del año la inflación mostró una significativa disminución. No obstante, en mayo la inflación general descendió menos de lo que preveíamos, y a partir de junio retomó una tendencia alcista, que, por su naturaleza, prevemos que será transitoria. Este aumento tiene su origen en aumentos mayores a los previstos en precios energéticos, principalmente de las gasolinas y el gas LP, lo cual se reflejó en incrementos significativos de la inflación no subyacente. Este cambio en precios relativos no ha afectado a la inflación subyacente que mantiene un buen comportamiento y una tendencia descendente. Hacia adelante, resulta ineludible que este cambio de precios relativos por los choques de oferta antes mencionados afectará la velocidad de convergencia de la inflación hacia la meta. Así, anticipamos que la inflación cerrará el año ligeramente por encima de 4.0% (en 4.1%). Con ello, la inflación convergerá definitivamente al objetivo del 3.0% a un ritmo más lento de lo que se pensaba hace tres meses, cuando preveíamos que la inflación podría terminar el año ligeramente por debajo de 4.0% (en 3.8%). En contraste, para la inflación subyacente seguimos previendo una tendencia descendente sin interrupciones. Nuestras proyecciones sugieren que la inflación subyacente probablemente se estabilizará en torno al 3.6% en el corto plazo, antes de disminuir aún más en los últimos dos meses del año hasta el 3.4% a fin de año.

En este contexto, anticipamos una pausa monetaria el resto del año. El tono del último comunicado es menos restrictivo que el de los anteriores y da señales de que, en ausencia de un deterioro adicional del balance de riesgos para la inflación, una pausa monetaria es el escenario más probable en los próximos trimestres. Además, los dos aumentos de tasas ya observados este año han llevado a la tasa real a un nivel restrictivo. Prevedemos que el resto del año con una tasa nominal en 7.75%, la tasa real ex ante se ubicará en promedio por encima de 4.0%, un nivel elevado para estándares históricos, y significativamente mayor al 2.0% de una tasa neutral. En 2019, con la inflación en niveles menores a 4.0% y convergiendo gradualmente hacia la meta, Banxico se podrá plantear con tranquilidad una convergencia gradual de la tasa monetaria hacia su nivel neutral (en torno a 5.5%). Así, para 2019 prevedemos una reducción de 75pb en la tasa monetaria a 7.0%.

Durante los últimos meses el principal factor detrás del movimiento de los precios de los activos domésticos ha sido el escalamiento de las tensiones comerciales. A la renegociación del TLCAN, cuyo rompimiento se mantiene como el mayor riesgo idiosincrático, se ha sumado la imposición de diversas medidas arancelarias de varios países. Los inversionistas tratan de evaluar hasta qué punto estas medidas, especialmente entre EE.UU. y China, ponen en riesgo el crecimiento económico mundial y es en este proceso de evaluación que se han generado diversos episodios de aversión al riesgo. De hecho, los movimientos de las principales variables financieras en México han seguido de manera puntual los vaivenes en los temas comerciales, desde el fallido intento por cerrar un acuerdo preliminar del TLCAN entre abril y mayo hasta los diversos tonos que ha alcanzado el intercambio de medidas arancelarias entre China y EE.UU. En este contexto, el resultado de la elección presidencial en México y los mensajes iniciales del candidato ganador actuaron favorablemente para los activos mexicanos en un momento que coincidió con un relajamiento de las tensiones a nivel global.

Hacia adelante con altas expectativas de que la renegociación del TLCAN se cierre hasta 2019 y después de que los mercados recibieran favorablemente el discurso conciliador de la próxima administración, la posible imposición de un arancel de 25% a la importación de automóviles constituye el principal factor de riesgo para las variables financieras en el corto plazo.

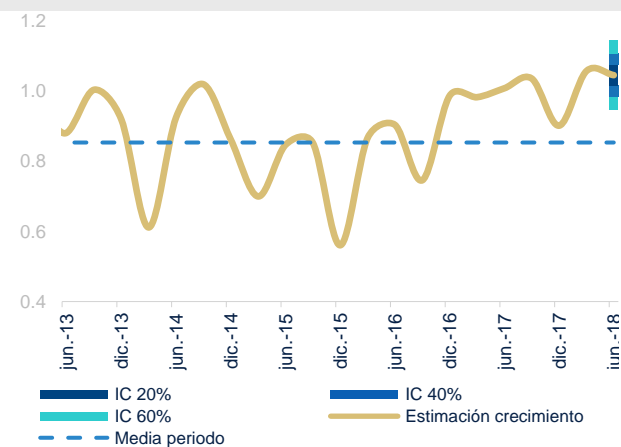
## 2. Economía global: crecimiento robusto pero con ciertos signos de moderación e intensificación de los riesgos

La economía internacional sigue estando sometida a las tensiones de fuerzas dispares, entre el buen desempeño económico de los últimos trimestres, prolongado ahora por el estímulo fiscal de la economía estadounidense y la estabilidad de la economía china, y varios factores potencialmente negativos que se han ido generando en lo que va del año, pero que de momento no han tenido reflejo directo en la actividad. Tanto la Reserva Federal (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) han dado un paso más hacia normalización de la política monetaria, que supone unas condiciones algo menos acomodaticias, aunque el aumento de las tensiones financieras que se ha generado en las economías emergentes por la apreciación del dólar parece responder más a una reevaluación del riesgo que a una amenaza sistémica. Los precios del petróleo se han estabilizado tras un fuerte aumento en lo que llevamos del año. El principal riesgo es el proteccionismo, que se ha acrecentado en las últimas semanas con las medidas y contra-medidas anunciadas, y cuyo efecto sobre la actividad podría dejarse notar en la segunda mitad del año.

### Crecimiento estable en la primera mitad de 2018, aunque con dudas sobre su persistencia y con diferencias entre las grandes áreas

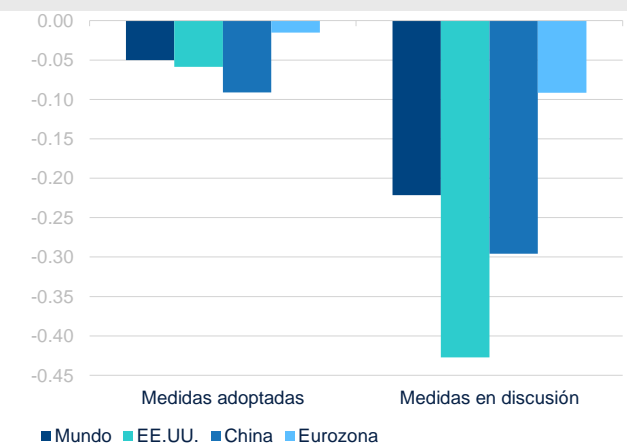
Los datos disponibles hasta mayo sugieren que **el crecimiento mundial se habría desacelerado ligeramente en el segundo trimestre del año** (BBVA-GAIN: 1% trimestral tras el 1.1% en 1T18) (véase la Gráfica 2.1) y muestran **señales mixtas tanto por áreas como por sectores**. Aunque el ritmo de expansión se mantiene sólido, lo está haciendo de una manera **menos sincronizada**, con una aceleración del crecimiento en EE.UU. que contrasta con ciertas señales de moderación en China y algunas economías emergentes y de manera más intensa en la Eurozona.

Gráfica 2.1 Crecimiento del PIB mundial (t/t, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.2 Efecto en crecimiento del PIB por subidas de aranceles de EE.UU. y de la respuesta de otros países (2018-19, pp)



Fuente: BBVA Research

La evolución del **sector industrial sigue generando dudas**, ya que su actividad sigue sin recuperarse del mal desempeño registrado a principios del año, sobre todo en las economías emergentes, **a pesar de los datos positivos del comercio global hasta mayo**. No obstante, estos datos todavía no reflejan los posibles efectos negativos de la escalada proteccionista de los últimos meses, a diferencia de los datos de confianza del sector industrial, que continuaron deteriorándose hasta junio. Toda esta información apunta a que **la recuperación del sector industrial continúa, pero a un ritmo más moderado, y es difícil ver que vaya a ganar tracción en los próximos trimestres**.

La **confianza del sector servicios se ha mostrado más resistente**, con un aumento en las economías emergentes (sobre todo las de Asia Pacífico) que compensó una evolución algo más decepcionante en las economías desarrolladas. No obstante, la evolución de otros indicadores de la demanda interna es más moderada, como el **mal desempeño de las ventas minoristas hasta mayo en las economías emergentes que contrasta con una tímida recuperación en las economías desarrolladas**. En cualquier caso, sugieren que el apoyo de uno de los principales motores de la recuperación durante los últimos años se estaría estabilizando o moderando.

En este contexto, **la inflación subyacente ha aumentado de forma muy gradual en las economías desarrolladas y ha tendido a estabilizarse en las economías emergentes**, más allá del repunte generalizado de la inflación general como consecuencia del aumento de los precios de la energía.

## **El shock de oferta del petróleo y las primeras medidas proteccionistas han llevado a un aumento de la incertidumbre**

El mayor crecimiento de la economía estadounidense, impulsada por las medidas fiscales y la recuperación del comercio global a principios de año, siguen sustentando la fortaleza de la recuperación global. **Sin embargo, se han ido desvaneciendo algunos de los apoyos al crecimiento durante los últimos años, a la vez que ha aumentado la incertidumbre**.

Un primer factor proviene de la retirada de EE.UU. del acuerdo nuclear con Irán, que supuso un **shock en la oferta en el mercado de crudo que ha aumentado el precio del petróleo** en alrededor de 20% en lo que llevamos de año. A pesar de que los precios parecen haberse estabilizado tras el aumento de la producción por parte de los países de la OPEP, ahora esperamos que se estabilicen alrededor de 70 dólares por barril en el horizonte de previsión, lo que implica una revisión al alza en las previsiones del precio del petróleo de alrededor del 10% este año y el que viene respecto a las contempladas el pasado trimestre.

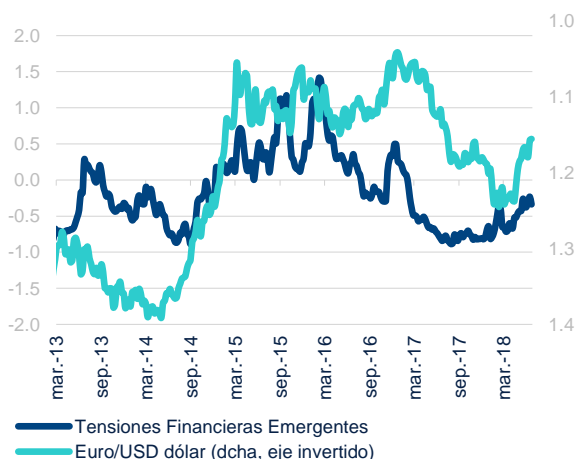
Lo anterior **presionará al alza la inflación de manera adicional y ha propiciado ya que los bancos centrales hayan dado un paso más en la normalización de la política monetaria**. En particular la de la Fed, que en lo que va del año acumula una subida de 50 puntos básicos de sus tasas de referencia hasta el 2% y proyecta acelerarlos al 2.50% al cierre del año y al 3.25% a finales de 2019. El diferencial de tasa interés y de crecimiento favorable en EE.UU. frente al resto de geografías ha resultado en una **apreciación generalizada del dólar**.

Un factor adicional de incertidumbre durante los últimos meses viene asociado al aumento de las tensiones comerciales. Todavía es pronto para saber qué medidas prevalecerán finalmente de las ya aprobadas por la administración americana, de las preanunciadas y de las posibles contramedidas de los socios comerciales, y tampoco es fácil discernir su impacto en el comercio y la actividad. En principio, **el efecto directo a través del canal comercial de las medidas anunciadas hasta ahora sería limitado**. En concreto, el aumento de aranceles a las importaciones de acero, aluminio y a las de una larga lista de exportaciones chinas por valor de 50 mil millones de

dólares, junto con las contramedidas anunciadas por los países afectados, podría tener un impacto negativo de **menos de 0.1pp en el crecimiento global** (alrededor de 0.1pp en el crecimiento de China y prácticamente nulo en EE.UU. y la Eurozona). Sin embargo, en estos momentos está bajo discusión medidas adicionales por parte de EE.UU.: por un lado, la imposición de aranceles mucho más elevados a las importaciones del sector automotriz, con tarifas entre el 20% y el 25%; por otro, la ampliación de los aranceles a las importaciones de productos chinos hasta por un valor de 200 mil millones de dólares (o más). Esta escalada proteccionista, junto con las posibles represalias por cuantías similares por parte de los socios comerciales, tendría un efecto negativo significativo en el crecimiento tanto de EE.UU. (-0.4pp del PIB) como en el de China (-0.3pp). Dicho efecto sería algo menor en la Eurozona (-0.1pp) aunque difiere por países, siendo los principales afectados Alemania y los países de Centroeuropa. En conjunto, **el efecto directo de estas medidas bajo discusión podría restar alrededor de 0.2pp al crecimiento global** (véase la Gráfica 2.2), a lo que habría que añadir potenciales efectos indirectos sobre la confianza de los mercados financieros y los agentes económicos en función de la magnitud del conflicto comercial.

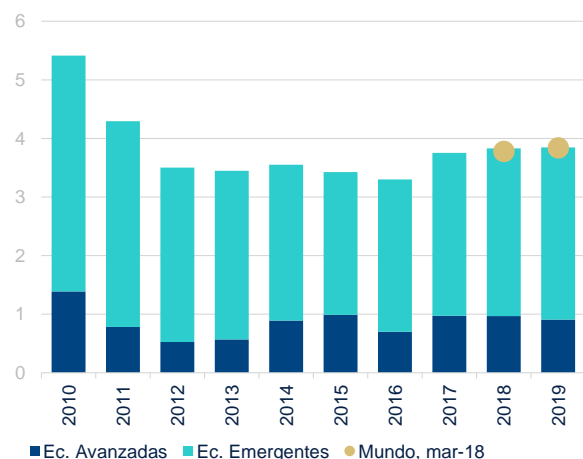
Como consecuencia de estas incertidumbres, se ha producido ya un **reajuste en la percepción de riesgo global, especialmente en los países emergentes**. Las tensiones financieras en países emergentes han aumentado de forma generalizada (véase la Gráfica 2.3), por la depreciación de las divisas y la ampliación de las primas de riesgo, aunque se han diferenciado negativamente los países con mayores necesidades de financiamiento externo. Por este motivo, los bancos centrales en muchas de estas economías (con la excepción de China) han pasado a endurecer también sus políticas monetarias para evitar la depreciación de sus monedas. **En Europa, el riesgo político en Italia** se ha traducido en una notable ampliación de la prima de riesgo italiana (hasta los 250 puntos básicos) pero con un contagio limitado en el resto de los países periféricos. Además, **la incertidumbre por las medidas proteccionistas ha empezado a tener impacto en los mercados de renta variable**, sobre todo en los países asiáticos con China a la cabeza, y en la demanda de activos más seguros (bonos del tesoro americano y alemán).

Gráfica 2.3 Tipo de cambio euro-dólar e índice BBVA de tensiones financieras en mercados emergentes



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfica 2.4 Previsión de crecimiento del PIB mundial (% a/a)



Fuente: BBVA Research

## El BCE finaliza el programa de compra de activos en diciembre y no subirá las tasas hasta al menos la segunda mitad de 2019

En línea con lo esperado, el BCE en su reunión de junio **anunció que el programa de compra de activos** (APP, por sus siglas en inglés) **concluirá en diciembre** de este año dado el progreso hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, a la vez que **fortaleció el anclaje de las expectativas sobre las tasas de interés**.

El BCE reiteró que el programa de compra de bonos continuará activado, a un ritmo mensual de 30 mil millones de euros mensuales hasta septiembre, y de 15 mil millones entre octubre y diciembre, cuando finalizarán las compras netas de activos. En lo que respecta a las tasas de interés, la autoridad monetaria mantiene la de referencia en el 0% y la de depósito en el -0.40%, pero anunció que las tasas de referencia se mantendrán sin cambios hasta al menos durante el verano de 2019, más tiempo de lo previsto. En este contexto, nuestra expectativa sobre la primera subida de tasas de interés se retrasa, con una **primera subida de la tasa de depósito en septiembre y de la tasa oficial de referencia en diciembre de 2019**.

En resumen, el BCE ha adoptado en esta reunión importantes medidas para el proceso de normalización de su política monetaria. Una vez aprobado el fin de la compra de activos, se va **cerrando la etapa de medidas de emergencia para dar paso, de nuevo, a una política monetaria más convencional, más centrada en las tasas de interés**. El foco en los próximos meses estará en saber cuándo y a qué ritmo subirán las tasas.

## Las previsiones de crecimiento mundial se mantienen sin cambios, apoyadas en el sólido crecimiento de EE.UU. y a pesar de la desaceleración en otras áreas

Las previsiones globales para los próximos dos años se mantienen en 3.8% (véase la Gráfica 2.4). No obstante, el menor grado de sincronización observado recientemente se refleja en una **revisión a la baja en el crecimiento esperado para 2018-19 tanto para la Eurozona como Sudamérica** (principalmente Argentina y Brasil), mientras que **mantenemos las previsiones para los próximos años en EE.UU. y China**, tras registrar un buen desempeño económico en la primera parte del año y con unos fundamentales aún sólidos para la demanda interna.

En la Eurozona, y tras la sorpresa negativa en el crecimiento del PIB en el primer trimestre, ahora esperamos una convergencia más rápida hacia tasas de crecimiento más moderadas. En particular, revisamos a la baja en 0.3pp hasta el 2% la previsión de crecimiento para 2018, mientras que seguimos esperando una moderación del impulso cíclico en 2019, hasta el 1.7%. Esta revisión a la baja en las previsiones, viene explicada principalmente por unos menores términos de intercambio y mayor inflación (por el alza en el precio del petróleo), que se suman a la creciente incertidumbre política. Sin embargo, y a pesar de lo anterior, la demanda interna seguirá contribuyendo al crecimiento tanto este año como el próximo, apoyada en el crecimiento del empleo, una política monetaria aún acomodaticia, y una política fiscal ligeramente expansiva.



## Se intensifican los riesgos a la baja ligados a la incertidumbre política, las vulnerabilidades en las economías emergentes y sobre todo al proteccionismo

El escenario global sigue estando sujeto a riesgos mayoritariamente negativos, que en los últimos meses han aumentado. Por un lado, **el riesgo de una guerra comercial se ha intensificado** tras las últimas medidas adoptadas por EE.UU. y la respuesta por parte de China, principalmente, y en menor medida por el resto de países afectados. A esto se suman nuevas amenazas proteccionistas que involucrarían los intereses de sectores importantes en otras regiones, como el sector del automóvil en Europa, México, Canadá o Japón. Si bien el impacto directo de las medidas, comentado más arriba, sería limitado, **el riesgo de una guerra comercial podría lastrar la confianza, aumentar la aversión al riesgo de los mercados y frenar los flujos globales de inversión directa**, con el consecuente impacto en el potencial de crecimiento global.

Por otro lado, **en un entorno financiero más volátil, se incrementaría el riesgo sistémico en economías emergentes**. La combinación de un mayor riesgo proteccionista sumado a los de una normalización más acelerada de la política monetaria en EE.UU. y una posible desaceleración en la economía mundial podría disparar la percepción de riesgo en los mercados financieros emergentes, elevando la probabilidad de un *sudden-stop* de flujos de capital. En este contexto, el riesgo de un ajuste brusco de la economía China se mantiene, ya que algunas medidas para responder a una posible guerra comercial podrían limitar y retrasar el proceso de desapalancamiento y de reestructuración de la economía china.

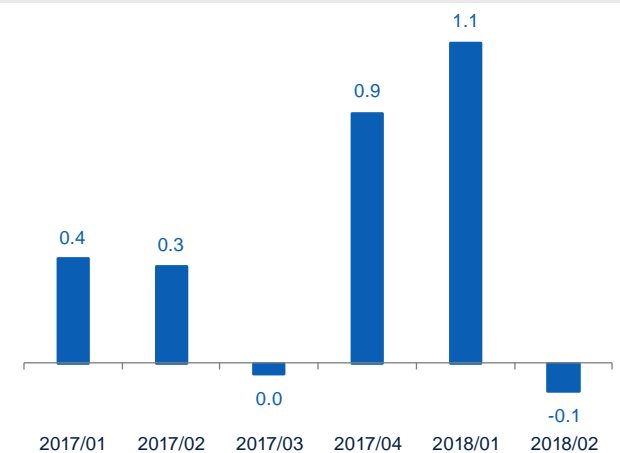
Por último, **se han intensificado los riesgos políticos en Europa**. Al riesgo de Italia, se suman los de gobernanza en Alemania, con potenciales consecuencias directas sobre el proceso de integración de la Eurozona.

### 3. En la primera mitad del año la economía crece 2.1% con respecto al primer semestre de 2017

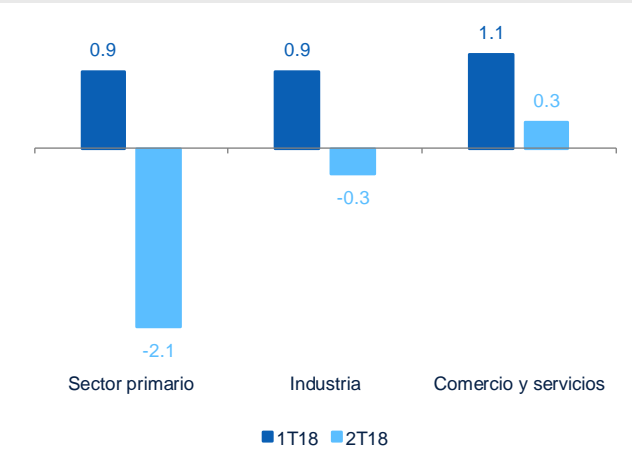
En el primer semestre de 2018 la economía crece a una tasa de 2.1% anual, por debajo del 3.0% observado el año pasado. Este desempeño moderado se deriva de un comportamiento mixto entre los dos primeros trimestres del año. Al cierre de marzo la actividad económica recibió el impulso del sector terciario, la construcción, y el suministro de energía eléctrica, agua y gas, sectores que mostraron signos de aceleración probablemente como resultado de los trabajos de reconstrucción tras los sismos y el restablecimiento de las actividades de suministro de estos servicios. En el 1T18, el sector terciario registró una variación porcentual real anual de 1.1%, manteniendo así el crecimiento observado al cierre de 2017, impulsado por el segmento de servicios profesionales y corporativos. En el mismo periodo, las actividades secundarias crecieron 0.9% (vs 0.2% previo) impulsadas por la construcción y el suministro de energía eléctrica, agua y gas; la manufactura no mostró mayor avance en crecimiento (0.0%) mientras que el sector minero registró una caída de -0.9%, la tercera que hila en los últimos tres trimestres.

Por otro lado, de acuerdo con las cifras oportunas del INEGI, en el 2T18 la economía se contrajo -0.1%, una diferencia de 1.2 pp con respecto a lo registrado en el 1T18. Por componentes, las actividades primarias mostraron la mayor caída, con una variación porcentual anual de -2.1% (vs 0.9% previo), mientras que el sector industrial se contrajo -0.3% (vs 0.9% previo). El sector terciario sorprendió a la baja con un crecimiento moderado de 0.3%, que contrasta con el crecimiento de 1.1% observado en el primer trimestre del año. Mientras que el comportamiento del sector primario se encuentra sujeto a mayor volatilidad por la naturaleza de su producción, es probable que el menor dinamismo de la industria esté asociado a una ralentización del sector manufacturero y la construcción, tal como lo señala el indicador de pedidos manufactureros, que en el 2T18 se contrajo -0.4% en promedio con respecto al trimestre previo, y el indicador agregado de tendencia del sector construcción que en el 2T18 mostró en promedio un crecimiento nulo, con respecto al trimestre previo.

Gráfica 3.1 PIB (TaT%, ae)



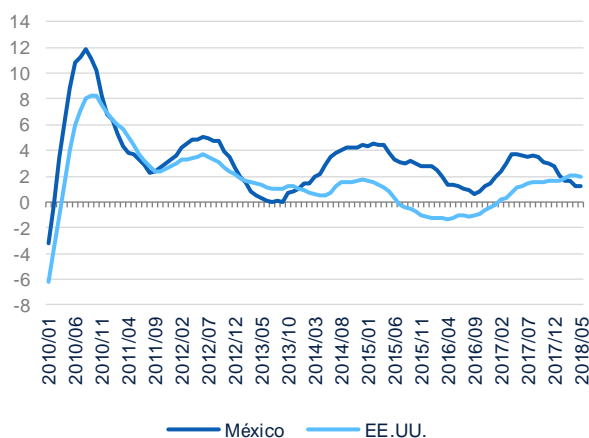
Gráfica 3.2 PIB por sector económico (TaT%, ae)



Aunque de manera acotada, es probable que la ralentización del sector manufacturero en el 2T18 esté asociada parcialmente a los aranceles impuestos por EE.UU. a las importaciones de acero (tarifa de 25%) y aluminio (tarifa de 10%) lo que además de afectar a las empresas mexicanas orientadas a la producción y exportación de estas materias primas, tendría un impacto sobre las actividades económicas vinculadas a la misma cadena de valor. De acuerdo con el Indicador de Actividad Industrial, en el mes de mayo, las industrias metálicas básicas mostraron la mayor reducción en crecimiento dentro del sector secundario solo detrás de la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón. En el mes de mayo, el indicador de actividad de las industrias metálicas básicas registró una variación porcentual anual de -2.4%, lo que representó una caída de -3.2 pp con respecto a abril.

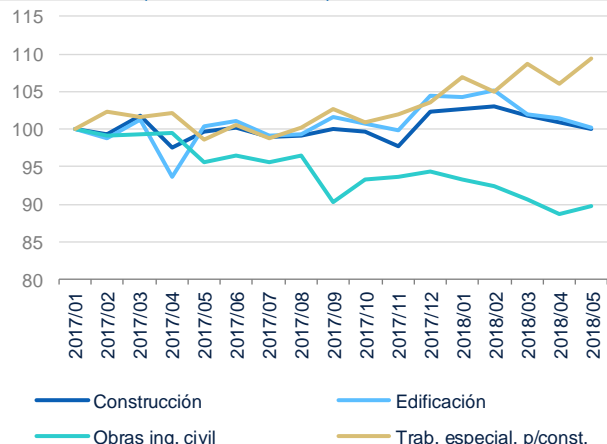
A pesar de que la producción manufacturera de EE.UU. ha mantenido un buen ritmo de crecimiento en los últimos meses, la cifra del 2T18 (0.5%, TaT%), sin cambio con respecto al crecimiento registrado en el 1T18, apunta hacia un crecimiento si bien positivo, más lento de la manufactura en EE.UU. En el mediano plazo, la industria de EE.UU. podría registrar menores tasas de crecimiento si la guerra comercial que ha emprendido su gobierno se intensifica. Tal como lo ilustra la Gráfica 3, los sectores industriales de EE.UU. y México se encuentran estrechamente vinculados.

Gráfica 3.3 Índice de producción manufacturera de EE.UU. y México (Media móvil 6 meses, MaM%, ae)



Fuente: BBVA Research / INEGI

Gráfica 3.4 Indicador de Actividad Industrial. Sector Construcción (Enero 2017=100)



Fuente: BBVA Research / INEGI

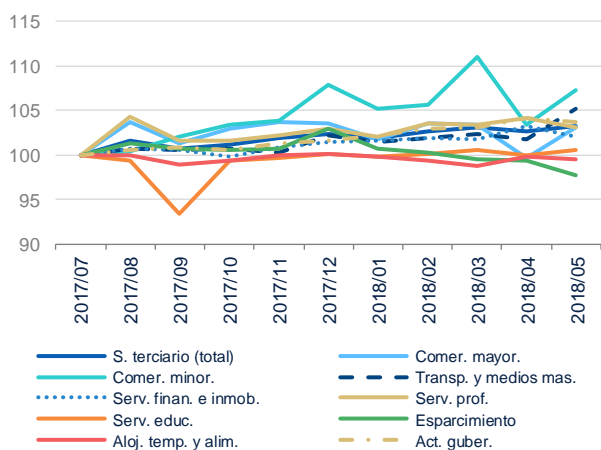
En cuanto a la construcción, las cifras del Indicador de Actividad Industrial apuntan hacia un debilitamiento del segmento de edificación, tras un repunte en el primer trimestre del año. Los trabajos de ingeniería civil por su parte, continúan con el bajo desempeño que han registrado desde la segunda mitad de 2017. El segmento de trabajos especializados para la construcción es el único componente del sector que ha mostrado un crecimiento relativamente continuo desde el 3T17, muy posiblemente asociado a las reparaciones tras los sismos de septiembre. Durante abril y mayo, el indicador de actividad industrial correspondiente al sector edificación mostró una caída de -3.8% con respecto al mismo periodo del trimestre anterior (enero-febrero), mientras que el sector de obra civil mostró una variación porcentual anual de -3.9% en el mismo periodo (vs -0.6% el trimestre previo). El indicador de trabajos especializados para la construcción presentó un crecimiento de 1.7% (vs -4.5% el mes anterior).

Por su parte, el crecimiento moderado del sector terciario se deriva muy posiblemente de un menor dinamismo de las compras de hogares, considerando la ralentización que el comercio al por menor y los servicios de esparcimiento experimentaron en abril y mayo (acumulado). En ese periodo, el IGAE correspondiente al comercio al por menor

mostró un crecimiento nulo (vs 1.7% que registró en enero-febrero), mientras que los servicios de esparcimiento, culturales y deportivos mostraron una reducción de -1.9% (vs -0.1% en trimestre previo). Junto con el comercio minorista, el comercio al por mayor registró también una caída al reportar una variación porcentual anual de -1.3% en abril-mayo (acumulado) (vs -0.6% en el mismo periodo del trimestre anterior). El resto de los componentes del sector terciario siguen mostrando una tendencia positiva; entre ellos los servicios de transporte e información en medios masivos constituyen el segmento con el mayor avance (registrando un crecimiento de 1.8% en el periodo abril-mayo, vs 1.2% en enero-febrero).

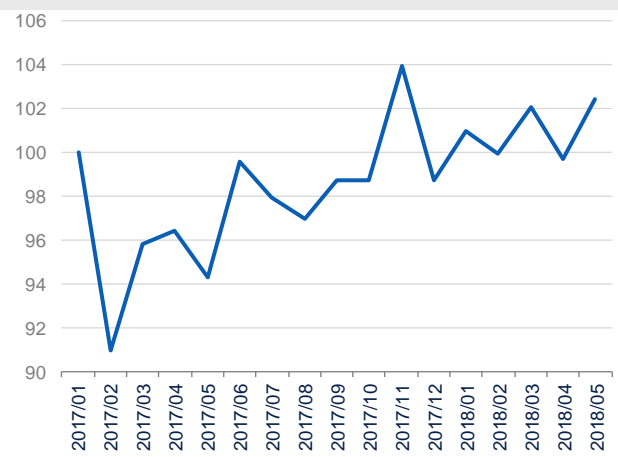
Finalmente, la amplia caída del sector primario en el 2T18 apunta hacia un desempeño negativo del sector agropecuario en el mes de junio, tras un crecimiento de 2.7% en el mes de mayo, de acuerdo con el IGAE correspondiente a este segmento. Es probable que la baja producción de esta actividad económica refleje los efectos de las intensas olas de calor registradas en diversos estados de la república, con impactos sobre los cultivos, y la producción de lácteos. De extenderse las condiciones climatológicas adversas podríamos esperar decrecimientos en la actividad agropecuaria también en el 3T18.

Gráfica 3.5 IGAE. Sector terciario (Julio 2017 =100)



Fuente: BBVA Research / INEGI

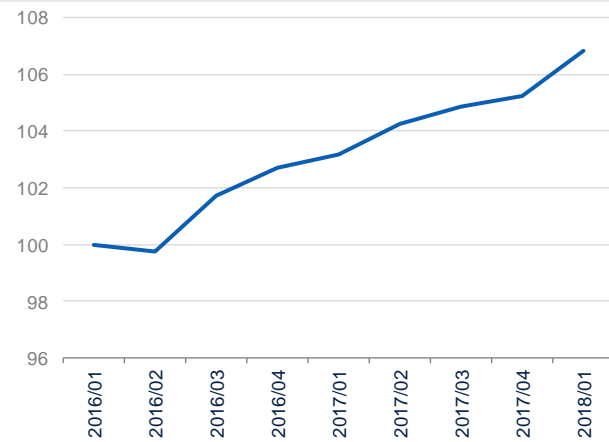
Gráfica 3.6 IGAE. Sector primario (Enero 2017=100)



Fuente: BBVA Research / INEGI

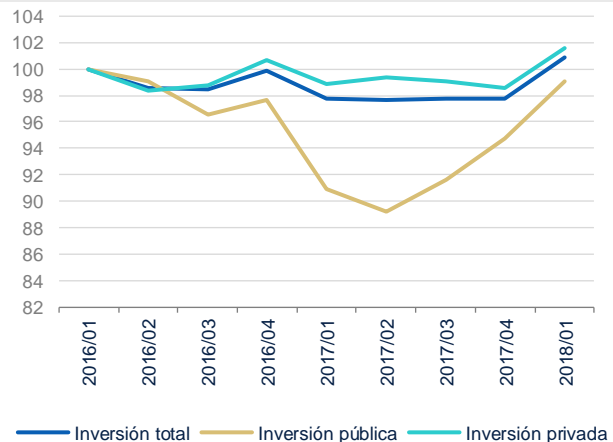
En lo relativo a la actividad económica por el lado de la demanda, el principal motor del crecimiento continúa siendo el consumo privado (67% del PIB), que de acuerdo con el último dato publicado por el INEGI creció 1.5% en el 1T18, responsable así, por el 60% del crecimiento del PIB en ese trimestre (1.1%, TaT, ae). Anticipamos una recuperación del salario real en lo que resta del año, ante un entorno de menor inflación, aunque a un ritmo más lento que el anticipado previamente. Aunque la confianza del consumidor repuntó en el mes de julio, el patrón de gasto de los hogares pudiera verse afectado en los siguientes trimestres por un cambio en las expectativas ante la incertidumbre relacionada con las políticas económicas y sociales de la futura administración, aunque con efecto temporal. Hacia adelante esperamos que el consumo privado mantenga tasas de crecimiento positivas, y que consolide su crecimiento en la segunda mitad de 2019, impulsado por un mayor poder adquisitivo de los hogares y las empresas, derivado de menor inflación y certidumbre en torno a la materialización del TLCAN 2.0.

Gráfica 3.7 Consumo privado (Índice 1T16=100, ae)



Fuente: BBVA Research / INEGI

Gráfica 3.8 Inversión (Índice 1T16=100, ae)



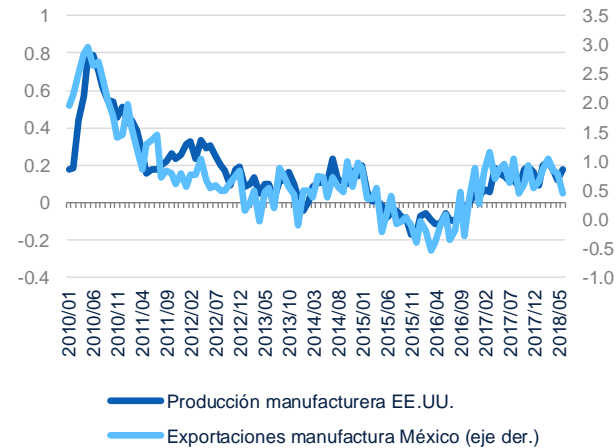
Fuente: BBVA Research / INEGI

La inversión por su parte (21% del PIB) sorprendió al alza en el 1T18 al registrar una tasa de crecimiento real anual de 3.2% (vs 0.0% previo) impulsada por sus dos componentes, tanto la inversión privada (18% del PIB) como la pública (3% del PIB). En el 1T18 la inversión privada creció 3.0%, una diferencia de 3.5 pp con respecto a la tasa registrada al cierre del 2017, mientras que la inversión pública creció 4.6%, una diferencia de 1.2 pp con respecto al 4T17. De acuerdo con el Indicador de Inversión Fija Bruta, la inversión en maquinaria y equipo fue el componente con el mayor dinamismo durante el primer trimestre del año al registrar una variación porcentual anual de 2.0% (promedio mensual), mientras que la inversión en el sector construcción se redujo -1.0% (promedio mensual) durante el mismo trimestre. El mismo indicador apunta hacia un inicio débil para el 2T18, mostrando tasas de crecimiento negativas para ambos segmentos en abril (-2.2% y -0.8%, respectivamente). A lo anterior se suma la incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN, que estimamos ha provocado retrasos en los planes de inversión de múltiples empresas, en especial las que participan en la cadena de valor del sector automotriz, fuertemente orientado a las exportaciones. Anticipamos que la recuperación de la inversión privada se materializará hacia la segunda mitad de 2019, asumiendo que la firma del tratado se lleve a cabo de manera exitosa en el primer trimestre del año. En cuanto a la inversión pública, anticipamos menor dinamismo en el 2S18, con mayor crecimiento hacia el cierre de 2019, una vez que los proyectos de inversión comiencen a materializarse.

En cuanto a las exportaciones (36% del PIB), éstas mantuvieron su impulso en el 1T18, registrando una variación porcentual anual de 2.5% en pesos constantes, mientras que su crecimiento en dólares fue 4.0%. No obstante, las cifras de la balanza comercial para 2018 muestran un deterioro, en especial de las exportaciones de las industrias extractivas y el sector automotriz. En el 2T18, las exportaciones del sector automotriz registraron una caída de -1.3% (vs un crecimiento de 3.5% previo), cifra que se vio acompañada por una caída en las exportaciones de las industrias extractivas en la misma magnitud. Es posible que las exportaciones de estas últimas industrias se hayan visto afectadas por los aranceles al acero y al aluminio impuestos por el gobierno de EE.UU., mientras que la balanza comercial del sector automotriz puede estar reflejando efectos de la guerra comercial que el gobierno de Donald Trump ha emprendido con China y la Unión Europea. Si bien los aranceles por el momento no afectan directamente a México, pueden tener efectos sobre la actividad manufacturera en EE.UU. en su conjunto, principal destino de las exportaciones mexicanas. Tal como se muestra en la gráfica 9, las exportaciones manufactureras de México poseen un estrecho vínculo con la producción manufacturera de EE.UU. Aunque anticipamos crecimientos positivos pero

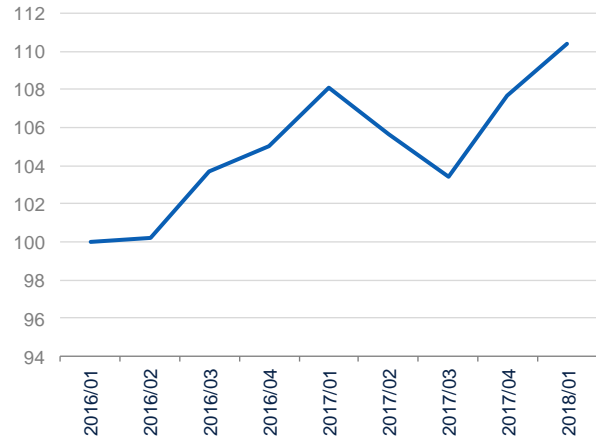
moderados para el sector industrial en EE.UU., aún está presente el riesgo de una mayor profundización de la guerra comercial en EE.UU., lo que provocaría un mayor deterioro de la balanza comercial en México.

Gráfica 3.9 Índice de producción manufacturera de EE.UU. y exportaciones manufactureras (Media móvil 12 meses, MaM%, ae)



Fuente: BBVA Research / INEGI

Gráfica 3.10 Exportaciones (Índice 1T16=100, ae)

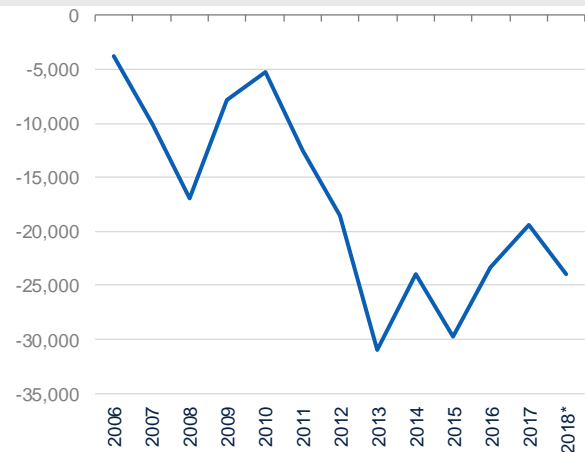


Fuente: BBVA Research / INEGI

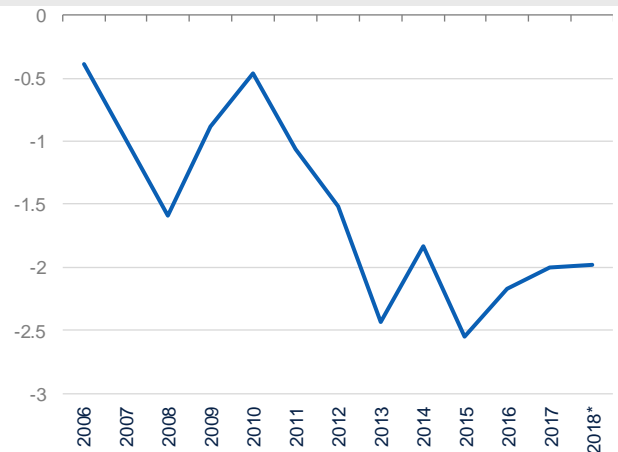
Nuestra previsión de crecimiento para 2018 se mantiene sin cambio, en 2.6% (ae), con sesgo a la baja derivado de la incertidumbre en la política comercial de EE.UU., las expectativas asociadas a los mecanismos de implementación de las nuevas políticas sociales y económicas del nuevo gobierno, y a los efectos negativos de las condiciones climatológicas extremas que la producción agropecuaria está enfrentando. Anticipamos que el consumo interno continuará mostrando variaciones positivas, mientras que la inversión mostraría un deterioro ante el contexto de incertidumbre, mismo que estimamos se disipará en la segunda mitad de 2019.

## El déficit de cuenta corriente disminuyó significativamente en el primer trimestre de 2018 vs. el mismo lapso del año previo, lo cual se debe principalmente al menor déficit en la balanza de ingreso primario y al mayor superávit en la balanza de mercancías no petroleras

Después de haber registrado 23.3 mil millones de USD en 2016, el déficit de cuenta corriente disminuyó hasta ubicarse en 19.4 mil millones de USD en 2017 (Gráfica 1). En términos de PIB, el déficit de cuenta corriente pasó de 2.2% a 2.0% (Gráfica 2). La información correspondiente al primer trimestre de 2018 indica que el déficit de cuenta corriente fue 6.9 mil millones de USD, cuya cifra anualizada equivaldría a 2.3% del PIB. Para 2018, prevemos que el déficit de cuenta corriente sea aproximadamente de 24 mil millones de USD o 2.0% del PIB.

**Gráfica 3.11 Cuenta corriente (Millones de USD)**


\* Pronóstico  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

**Gráfica 3.12 Cuenta corriente (% del PIB)**


\* Pronóstico  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Al analizar el comportamiento del déficit de cuenta corriente correspondiente al primer trimestre de 2018, dicho déficit aumentó en comparación con la cifra correspondiente al cuarto trimestre de 2017 (Cuadro 1). Ello se explica principalmente por un mayor déficit en la balanza de ingreso primario.

**Cuadro 3.1 Cuenta corriente y sus componentes en el cuarto trimestre de 2017 y primer trimestre de 2018 (Millones de USD)**

	Oct-Dic 17 (A)	Ene-Mar 18 (B)	Diferencia (B-A)
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-2,872</b>	<b>-6,941</b>	<b>-4,069</b>
Bal. de bienes y servicios	-3,950	-3,492	458
Balanza de bienes	-1,873	-1,814	59
Bal. mercancías petroleras	-5,046	-4,790	256
Bal. mercancías no petroleras	3,200	3,013	-187
Bal. bienes adq. en puertos por medios de trans.	-27	-37	-10
Balanza de servicios	-2,076	-1,678	398
Bal. de ingreso primario	-6,185	-10,245	-4,060
Bal. de ingreso secundario	7,262	6,796	-466

Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

**Cuadro 3.2 Cuenta corriente y sus componentes en enero-marzo de 2017 y 2018 (Millones de USD)**

	Ene-Mar 17 (A)	Ene-Mar 18 (B)	Diferencia (B-A)
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-10,384</b>	<b>-6,941</b>	<b>3,443</b>
Bal. de bienes y servicios	-4,845	-3,492	1,353
Balanza de bienes	-2,739	-1,814	925
Bal. mercancías petroleras	-4,372	-4,790	-418
Bal. mercancías no petroleras	1,601	3,013	1,412
Bal. bienes adq. en puertos por medios de trans.	31	-37	-68
Balanza de servicios	-2,105	-1,678	427
Bal. de ingreso primario	-12,029	-10,245	1,784
Bal. de ingreso secundario	6,490	6,796	306

Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Cuando comparamos el comportamiento del déficit de cuenta corriente del periodo enero-marzo de 2018 vs. el mismo lapso del año previo, podemos notar que la disminución en dicho déficit por 3.4 mil millones de USD se debe principalmente al menor déficit en la balanza de ingreso primario así como al mayor superávit en la balanza de mercancías no petroleras (Cuadro 2). Esto último obedece en gran medida a la evolución tanto del déficit comercial manufacturero como del superávit comercial de productos agropecuarios. En el primer trimestre de 2018, el primero

de ellos se redujo en 692.3 millones de USD mientras que el segundo aumentó en 500.5 millones de USD con respecto a las cifras correspondientes al primer trimestre de 2017.

## Finanzas públicas: los ingresos públicos totales del primer semestre de 2018, excluyendo el remanente operativo del Banco de México del año pasado, registraron un incremento anual real de 2.1% mientras que el gasto neto total mostró un aumento anual real de 4.9% en el mismo lapso

Los ingresos presupuestarios totales del sector público mostraron un decremento anual real de 10.3% en el periodo enero-junio de 2018. Es importante mencionar que esta comparación interanual incluye el monto de 321.7 mil millones de pesos correspondientes al remanente operativo del Banco de México, el cual fue transferido al gobierno federal en marzo de 2017. Al excluir este componente de los ingresos presupuestarios del periodo enero-junio de 2017, su tasa anual real habría registrado un aumento de 2.1%.

En la desagregación de los ingresos presupuestarios totales por componentes, los ingresos no tributarios (incluyendo los ingresos petroleros del gobierno federal) mostraron un decremento anual real de 46.7% en el periodo enero-junio de 2018. La exclusión del remanente operativo del Banco de México (transferido al gobierno federal en marzo de 2017) implicaría un incremento anual real en dicho componente de 4.1%. Por su parte, los ingresos tributarios exhibieron un aumento anual real de 1.1% en dicho periodo. Si bien el IVA aportó 2.7 puntos porcentuales a la variación anual real de los ingresos tributarios, esta contribución positiva fue contrarrestada por la aportación negativa del IEPS gasolinas y diésel de 2.1 puntos porcentuales al dinamismo de los ingresos tributarios. Por su parte, el ISR también mostró una contribución positiva de 0.3 puntos porcentuales a dicho dinamismo.

El ISR es un componente de los ingresos tributarios que se destaca por su peso en la estructura de estos últimos (56.3% de participación en el periodo enero-junio de 2018). Aunque el ISR mostró una variación anual real de 0.6% en dicho periodo, ésta se compara de manera desfavorable al 3.2% de la variación anual real correspondiente al periodo enero-junio de 2017.

Cuadro 3.3 Ingresos presupuestarios totales del sector público en Enero-Junio (Miles de millones de pesos)

	2017	2018	Var. % real	Estruc. %
Total	2,655.3	2,500.3	-10.3	100.0
Gobierno Federal	2,128.4	1,927.1	-13.8	77.1
Tributarios	1,468.9	1,558.1	1.1	62.3
ISR	830.5	876.8	0.6	35.1
IVA	400.0	460.9	9.8	18.4
No Tributarios	659.5	369.0	-46.7	14.8
Organismos y empresas control presupuestal	174.8	191.7	4.5	7.7
Empresas Productivas del Estado	352.1	381.6	3.3	15.3
Pemex	182.0	210.3	10.1	8.4
CFE	170.1	171.3	-4.0	6.9
Total	2,655.3	2,500.3	-10.3	100.0
Ingresos petroleros	417.2	475.7	8.7	19.0
Ingresos no petroleros	2,238.1	2,024.6	-13.8	81.0

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Cuadro 3.4 Gasto neto pagado del sector público en Enero-Junio (Miles de millones de pesos)

	2017	2018	Var. % real	Estruc. %
Total	2,534.6	2,790.4	4.9	100.0
Gasto Programable	1,819.6	1,956.3	2.5	70.1
Gasto corriente	1,439.3	1,616.4	7.0	57.9
Gasto en capital	380.3	339.9	-14.8	12.2
No Programable	715.0	834.1	11.2	29.9
Participaciones a Edos.	411.0	436.3	1.2	15.6
Costo financiero	279.6	331.7	13.1	11.9
Adefas* y otros	24.4	66.1	158.5	2.4

\* Adeudos de ejercicios fiscales anteriores  
Fuente: BBVA Research con información de la SHCP



Los ingresos petroleros del sector público representaron 19.0% de los ingresos presupuestarios totales en el periodo enero-junio de 2018 (la cifra correspondiente fue 15.7% en el periodo enero-junio de 2017). Es importante mencionar que este rubro de los ingresos registró un incremento en términos anuales al mostrar una tasa real de crecimiento de 8.7% en el periodo enero-junio de 2018.

En lo referente al gasto neto pagado del sector público en el periodo enero-junio de 2018, éste registró un incremento anual real de 4.9%. Ello se debió principalmente al rubro del gasto no programable (el cual participó con 29.9% en el total del gasto neto pagado del sector público en el periodo enero-junio de 2018), con una expansión anual real de 11.2% en dicho periodo. Al interior del gasto no programable, el gasto en Adefas y otros mostró un aumento anual real de 158.5%. Por su parte, el costo financiero registró un incremento de 13.1% en términos anuales reales en el mismo lapso.

Es importante reconocer que las participaciones federales, las pensiones públicas y el costo financiero de la deuda pública continuaron presionando a las finanzas públicas en el periodo enero-junio de 2018. No obstante, cálculos propios muestran que, sin la inversión financiera y los rubros de gasto mencionados, el resto del gasto experimentó un mayor incremento al haber exhibido una variación anual real de 9.6% durante dicho periodo.

El relativo mayor incremento anual real experimentado por este concepto más limitado de gasto implicará un esfuerzo del gobierno federal aún mayor por mantener cierta disciplina financiera en los rubros más directamente bajo su control. El gobierno federal tendrá que redoblar esfuerzos en materia de contención de gasto durante el periodo julio-diciembre de 2018 para lograr la meta de 0.8% del PIB para el superávit primario, sobre todo porque las finanzas públicas no contaron en esta ocasión con el apoyo del remanente operativo del Banco de México.

En el periodo enero-junio de 2018, el balance primario del sector público registró un monto de 121.1 mil millones de pesos vs. 412.9 mil millones de pesos en el mismo lapso de 2017. El superávit primario se debió en gran medida al balance de las entidades bajo control presupuestario indirecto y al balance del IMSS. Si el balance primario del gobierno federal se vuelve superavitario y se continúa con un manejo disciplinado de las finanzas de otros organismos y empresas del Estado durante el periodo julio-diciembre de 2018, será posible materializar el cumplimiento de la meta de 0.8% del PIB para el superávit primario de todo el sector público.

Cuadro 3.5 Indicadores de gasto público en Enero-Junio (Miles de millones de pesos)

	2017		2018	
	Nominal	Nominal	Real	Var. % real
Gasto neto total	2,534.6	2,790.4	2,659.2	4.9
Sin inversión financiera	2,439.1	2,767.0	2,636.9	8.1
Sin inversión fin. y participaciones	2,028.1	2,330.7	2,221.1	9.5
Sin inversión fin., part. y pensiones	1,679.6	1,942.1	1,850.8	10.2
Sin inversión fin., part., pens. y costo financiero	1,399.9	1,610.4	1,534.7	9.6

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Cuadro 3.6 Situación financiera del sector público en Enero-Junio (Miles de millones de pesos)

	2017	2018	Var. % real
Balance público	141.9	-206.7	n.s.
Bal. púb. sin inversión productiva	318.4	107.1	-67.9
Balance presupuestario	120.7	-290.1	n.s.
Ingreso presupuestario	2,655.3	2,500.3	-10.3
Gasto neto pagado presup.	2,534.6	2,790.4	4.9
Bal. del Gobierno Federal	105.1	-276.1	n.s.
Bal. Organismos y Empresas	15.6	-14.0	n.s.
Balance primario	412.9	121.1	-72.1
Balance presupuestario	400.3	41.6	-90.1
Gobierno Federal	319.6	-24.1	n.s.
Organismos y empresas	80.7	65.7	-22.5
Pemex	-18.3	19.4	n.s.
Otras entidades	99.0	46.3	-55.4
Ent. bajo control indirecto	12.6	79.5	501.8

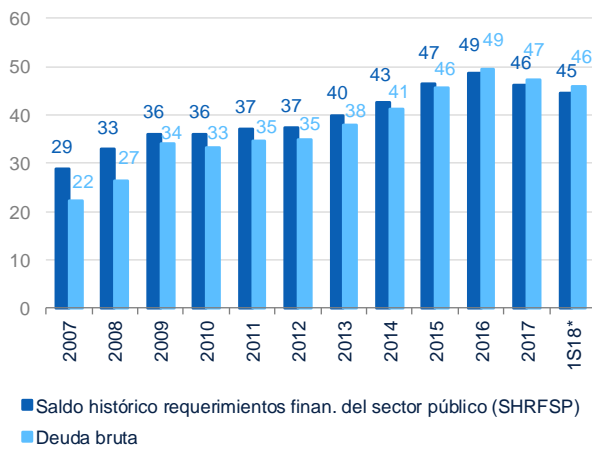
n.s. no significativo

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

En cuanto al tema de la deuda pública, el saldo de la deuda bruta fue 45.9% del PIB al cierre de junio de 2018. Este nivel de deuda es 1.3 puntos porcentuales menor al cociente de deuda pública a PIB observado al cierre de 2017. En cuanto a la participación de los componentes interno y externo en dicha deuda, el segundo de ellos pasó de 37.3% en 2017 a 37.5% al cierre de junio de 2018.

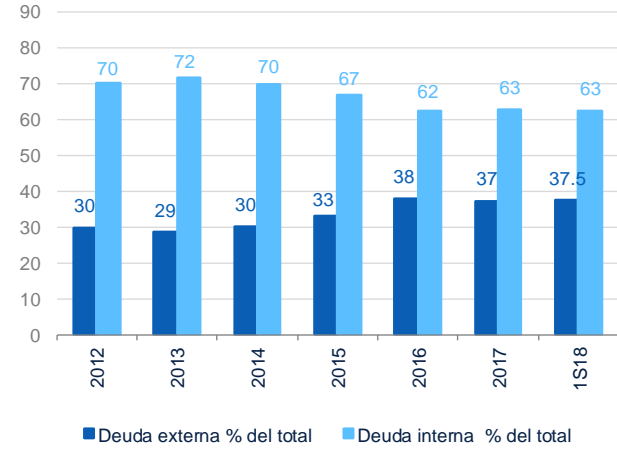
Al cierre de junio de 2018, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) se encuentra 15.8 puntos porcentuales de PIB por encima de su nivel alcanzado en 2007. Este indicador amplio de la deuda pública se ubicó en 44.6% y 46.2% del PIB al cierre de junio de 2018 y de diciembre de 2017, respectivamente.

Gráfica 3.13 Deuda bruta y saldo de los requerimientos financieros del sector público\* (% del PIB)



\* Para los cálculos del SHRFSP y la deuda pública se usó el pronóstico del PIB nominal para 2018 de la SHCP.  
Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Gráfica 3.14 Estructura porcentual de la deuda interna y externa del sector público (% de la deuda total)

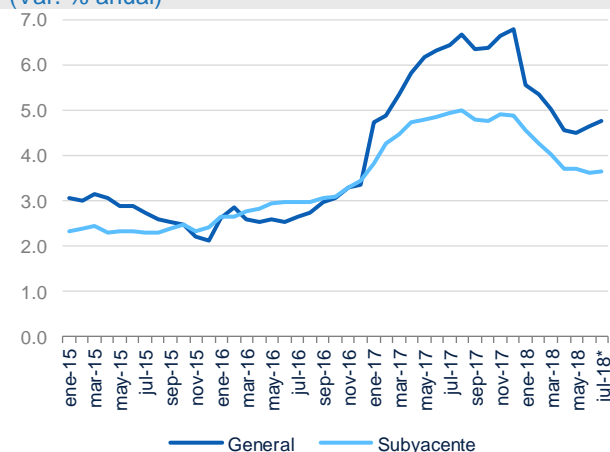


Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

## 4. Inflación: disminución en 2018, el aumento durante junio-julio será transitorio

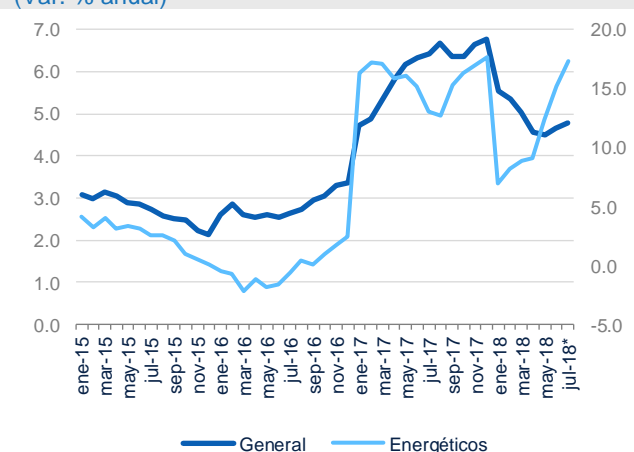
En línea con nuestra previsión, en los primeros meses del año la inflación mostró una significativa disminución. Después de cerrar 2017 en 6.77%, el máximo nivel para un fin de año desde 2000, la inflación general disminuyó tan solo en enero a 5.55% y mantuvo una tendencia de disminución durante los primeros cinco meses del año. Así, tras promediar 6.59% en el cuarto trimestre de 2017, promedió 5.31% en el primero de 2018 y 4.57% en el segundo. Esta caída no fue sorpresiva. Como se anticipaba, se disipó el efecto de los aumentos de los precios energéticos, principalmente de las gasolinas, en enero de 2017, y también el del mayor ritmo de traspaso de tipo de cambio a la inflación subyacente (*pass-through*), principalmente durante la primera mitad de 2017 (véase gráfica 4.1). No obstante, en mayo la inflación general descendió menos de lo que preveíamos, y a partir de junio retomó una tendencia alcista, que, por su naturaleza, prevemos que será transitoria. Este aumento tiene su origen en aumentos mayores a los previstos en precios energéticos, principalmente de las gasolinas y el gas LP, lo cual se reflejó en incrementos significativos de la inflación no subyacente que se tradujeron en el rebote mencionado de la inflación general (véase gráfica 4.2).

Gráfica 4.1 Inflación general y subyacente\* (Var. % anual)



\* El dato de julio es pronóstico, pero se basa ya en el dato conocido de la primera quincena del mes.  
Fuente: BBVA Research / INEGI

Gráfica 4.2 Inflación general y de energéticos\* (Var. % anual)

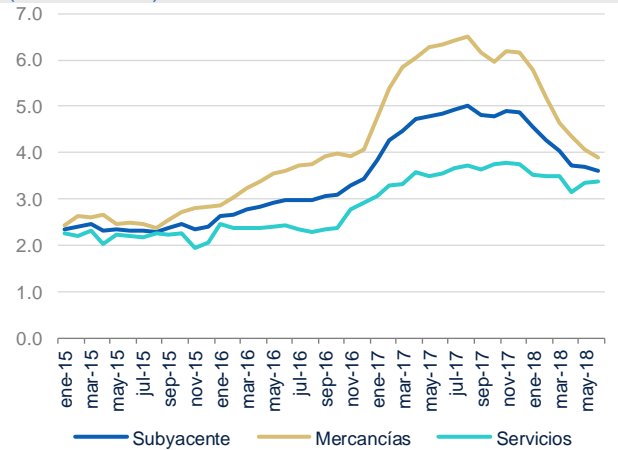


\* El dato de julio es pronóstico, pero se basa ya en el dato conocido de la primera quincena del mes.  
Fuente: BBVA Research / INEGI

Este cambio en precios relativos no ha afectado a la inflación subyacente que mantiene un buen comportamiento y una tendencia descendente. Después de promediar 4.85% en el cuarto trimestre de 2017, la inflación subyacente anual disminuyó a un promedio de 4.29% en 1T18, y a uno de 3.67% en 2T18. El favorable comportamiento de la inflación subyacente es generalizado (véase gráfica 4.3). Al interior de la inflación subyacente, el índice de mercancías disminuyó (-)2.3 puntos porcentuales (pp) entre diciembre de 2017 y junio de 2018 (de 6.17% a 3.88%). En el mismo lapso, la inflación de servicios disminuyó (-)0.4 pp (de 3.76% a 3.38%). Al interior de la inflación de mercancías, ambos subíndices han descendido significativamente como se esperaba durante 2018 al disiparse el efecto del mayor ritmo de traspaso del

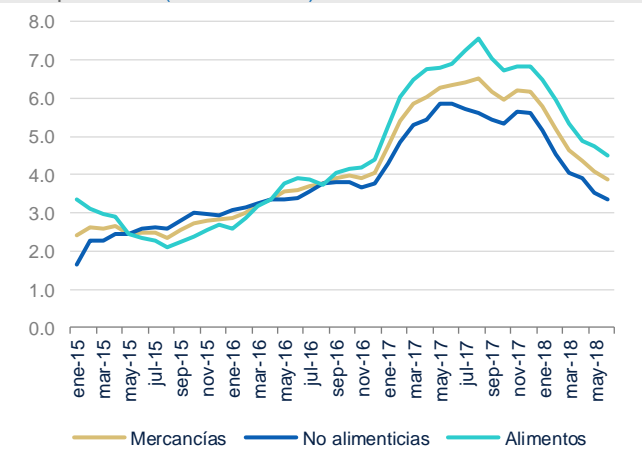
tipo de cambio a las mercancías (véase gráfica 4.4). El subíndice de alimentos se moderó a 6.82% en diciembre de 2017 a 4.49% en junio; el de mercancías no alimenticias lo hizo en (-)2.3pp (de 5.62% a 3.36%).

Gráfica 4.3 Inflación subyacente y componentes (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research / INEGI

Gráfica 4.4 Inflación subyacente de mercancías y componentes (Var. % anual)



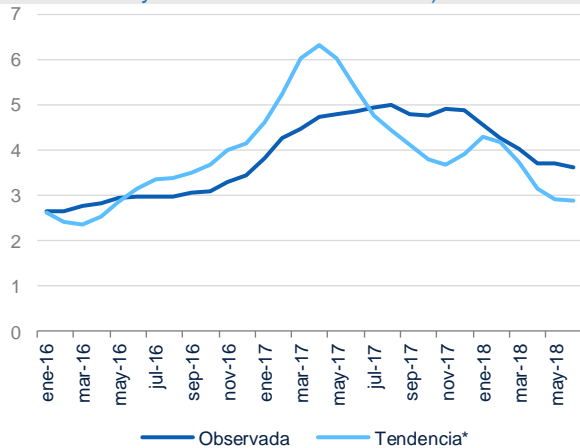
Fuente: BBVA Research / INEGI

## Ritmo de convergencia más lento al objetivo de 3.0%

El repunte reciente (ie. Durante junio-julio) de la inflación general ha sido impulsado principalmente por el fuerte aumento en los precios de los energéticos. La inflación subyacente se mantiene en una tendencia descendente. Hacia adelante, resulta ineludible que este cambio de precios relativos por los choques de oferta antes mencionados afectará la velocidad de convergencia de la inflación con la meta. Si bien anticipamos que el efecto será transitorio, también prevemos que la inflación general aumentará a 4.8% en julio y mantendrá cierta rigidez a la baja durante agosto-octubre, lapso para el que prevemos un promedio de 4.6%. Para los dos últimos meses del año, prevemos un nuevo descenso importante ya que la inflación anual se beneficiará de dos efectos base que responden al significativo repunte de los precios del gas LP a fines de 2017 y una inflación subyacente elevada durante esos mismos meses. Así, anticipamos que la inflación cerrará el año ligeramente por encima de 4.0% (en 4.1%). Con ello, la inflación convergerá definitivamente al objetivo del 3,0% a un ritmo más lento de lo que se pensaba hace tres meses, cuando preveíamos que la inflación podría terminar el año ligeramente por debajo de 4.0% (en 3.8%).

En contraste, para la inflación subyacente seguimos previendo una tendencia descendente sin interrupciones. Nuestras proyecciones sugieren que la inflación subyacente probablemente se estabilizará en torno al 3.6% en el corto plazo, antes de disminuir aún más en los últimos dos meses del año hasta el 3.4% a fin de año. El debilitamiento significativo del MXN observado entre mediados de abril y finales de junio aumentó los riesgos de una nueva ronda de *pass-through*, pero el fuerte fortalecimiento durante julio de mejores perspectivas NAFTA 2.0 está reduciendo estos riesgos. Hasta ahora, dicha debilidad del peso no afectó la evolución de la inflación de las mercancías (véase gráfica 4.6), y su reciente fortalecimiento disminuye los riesgos de que ello suceda en los próximos meses.

Gráfica 4.5 Inflación subyacente: observada y tendencia\* (Var. % anual y var. % 3m/3m anualizada)



\* Cálculos propios basados en la desestacionalización del índice de la inflación subyacente.

Fuente: BBVA Research / INEGI

Gráfica 4.6 Inflación de las mercancías no alimenticias y tipo de cambio (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research / INEGI

## Los riesgos para la inflación continúan sesgados al alza, pero se están moderando

Nuestras previsiones para la inflación están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza, y en balance continúan sesgados al alza, pero se han moderado por el reciente fortalecimiento del peso y las mejores perspectivas para el TLCAN que sugieren que dicho fortalecimiento podría ser permanente e incluso se podría observar una apreciación adicional si el desenlace es favorable.

Con todo, el riesgo de una nueva depreciación del peso sigue latente, derivado ya sea de un nuevo deterioro en el proceso de renegociación del TLCAN, o de posible ritmo de subida de la tasa de fondos federales más rápido a lo previsto ahora con efectos sobre la valoración de los activos de riesgo. Asimismo, se mantiene el riesgo de que continúen los choques de oferta en precios energéticos o que los precios agropecuarios tengan un incremento mayor al previsto. El principal riesgo a la baja, es una apreciación adicional del peso. En suma, si bien los riesgos se han moderado, principalmente por la mejor evolución del peso, tanto observada como prevista, éstos se mantienen sesgados al alza.

## Política monetaria: pausa el resto del año

Después de dos incrementos de 25pb en la tasa de referencia en las reuniones de política monetaria de febrero y junio, en su última reunión (agosto 2), la Junta de Gobierno del Banco de México (Banxico) decidió de forma unánime mantener la tasa sin cambios en 7.75%. Si bien Banxico es cauteloso, el tono del comunicado sigue siendo restrictivo (*hawkish*), y continúa dejando la puerta abierta a nuevas subidas en caso de ser necesario (la política monetaria se ajustaría de “manera oportuna y firme”), el tono del último comunicado es menos restrictivo que el de los anteriores y

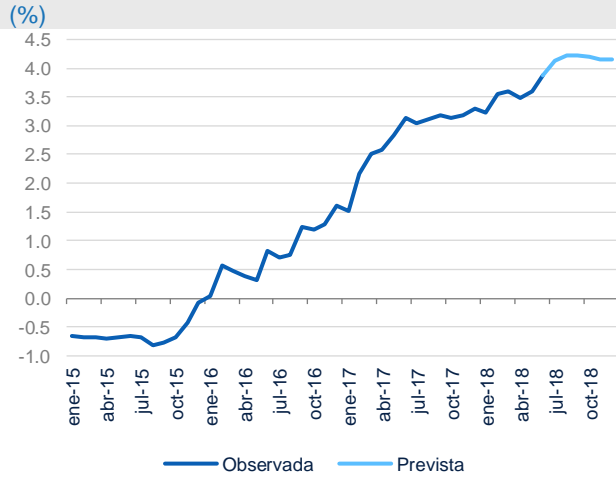
da señales de que, en ausencia de un deterioro adicional del balance de riesgos para la inflación, una pausa monetaria es el escenario más probable en los próximos trimestres.

En especial, tres cambios en el comunicado sugieren que en el contexto actual no habrá nuevas subidas de tasas el resto del año: i) a pesar del reciente repunte de la inflación general y la expectativa de un menor ritmo de convergencia con la meta, Banxico mantuvo señaló que el balance de riesgos para la inflación continúa sesgado al alza, pero no habló de un deterioro en los mismos como lo hizo en junio cuando optó por una subida de 25pb; ii) el comunicado reconoce el deterioro del balance de riesgos para el crecimiento en un contexto en el que la tasa real es restrictiva; y iii) el comunicado enfatiza que el reciente repunte de la inflación será transitorio y que “la tendencia esperada de la inflación subyacente continúa siendo descendente”. En suma, Banxico se siente cómodo tanto con el nivel actual de la tasa de referencia como con la evolución reciente de la inflación, a pesar del aumento transitorio de la inflación general.

Además, el reciente fortalecimiento del peso ante la mejora en las perspectivas para el TLCAN 2.0 también debería contribuir a una reducción de las expectativas de inflación de medidas del mercado que han aumentado recientemente. Mientras tanto, el ligero aumento en las expectativas de inflación a largo plazo de los analistas podría ser efímero si estamos en lo cierto y la inflación no aumenta más después de julio. Seguimos pensando que la evolución del peso (MXN) seguirá siendo un factor clave para las decisiones futuras. Si, como esperamos, el MXN no se debilita el resto del año, vemos poco probable un aumento adicional de tasas, incluso si posibles nuevos choques de oferta ralentizaran aún más el ritmo de convergencia de la inflación con la meta de 3.0%. Si continúa el buen tono en las negociaciones del TLCAN, el MXN consolidará la apreciación reciente. Un desenlace positivo se traduciría en una mayor apreciación. Si, por el contrario, las negociaciones se volvieran a complicar, un posible debilitamiento significativo del MXN abriría nuevamente la puerta a posibles subidas adicionales de tasas. Vemos más probable el primer escenario, y por ello prevemos que la tasa permanecerá en 7.75% el resto del año.

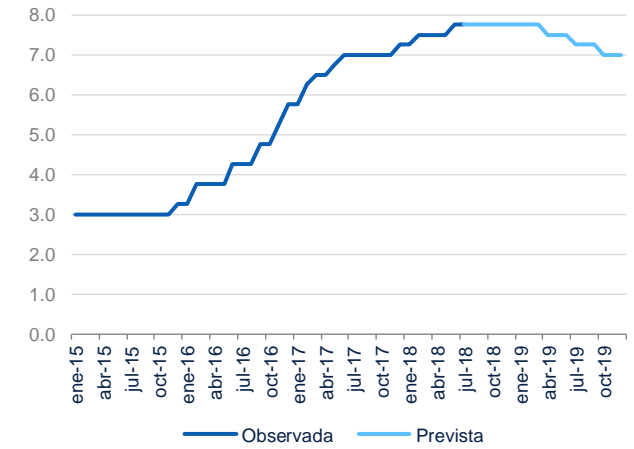
Además, los dos aumentos de tasas ya observados este año han llevado a la tasa real a un nivel restrictivo (véase gráfica 4.7). Prevedemos que el resto del año con una tasa nominal en 7.75%, la tasa real ex ante se ubicará en promedio por encima de 4.0%, un nivel elevado para estándares históricos, y significativamente mayor al 2.0% de una tasa neutral. En un contexto en el que prevemos que la inflación retomará una tendencia descendente, y considerando que el diferencial entre las tasas de México y EE.UU. se mantendrá elevado, esperaríamos una pausa prolongada, que posiblemente se extienda los próximos tres trimestres. En 2019, con la inflación en niveles menores a 4.0% y convergiendo gradualmente con la meta, Banxico se podrá plantear con tranquilidad una convergencia gradual de la tasa monetaria con su nivel neutral (en torno a 5.5%). Así, para 2019 prevemos una reducción de 75pb en la tasa monetaria a 7.0%. Este escenario descansa no solo en nuestras previsiones para la inflación, también en el supuesto que no habrá un rompimiento del TLCAN, el cual sigue siendo el principal riesgo para nuestro escenario.

Gráfica 4.7 Tasa real ex ante\*



\* Cálculos propios basados en las expectativas de inflación a 12 meses de la encuesta de analistas de Banxico y utilizando nuestra expectativa de inflación para los datos proyectados.  
Fuente: BBVA Research / INEGI / Banxico

Gráfica 4.8 Perspectivas para la tasa monetaria BBVA Research (Nominal, %)



Fuente: BBVA Research / Banxico

## 5. Relajamiento de las tensiones comerciales a nivel global permite ganancias en activos domésticos ante la reducción temporal de riesgos idiosincráticos

En los meses recientes los precios de los activos financieros a nivel global se han visto influidos por dos factores principalmente. El primero, el cambio de un crecimiento prácticamente generalizado entre las regiones del mundo a uno dominado por la economía norteamericana que refuerza la divergencia entre los ciclos monetarios de los principales bancos centrales. Los datos más recientes de actividad económica señalan que el ritmo de crecimiento en Europa y Asia ha disminuido respecto a las expectativas de principios del año, mientras que EE.UU. continúa mostrando un mercado laboral cerca del pleno empleo que apoya tasas de crecimiento trimestral por encima del 4.0%. Esto ha generado un movimiento en los flujos de inversión hacia activos norteamericanos, particularmente el dólar, ante la expectativa de mayores rendimientos. El segundo factor es el escalamiento de las tensiones comerciales. Los inversionistas tratan de evaluar hasta qué punto la imposición de medidas arancelarias, especialmente entre EE.UU. y China, pone en riesgo el crecimiento económico mundial y es en este proceso de evaluación que se han generado diversos episodios de aversión al riesgo.

Adicionalmente a este entorno global los activos mexicanos se han visto influidos por el desarrollo de la renegociación del TLCAN y del proceso electoral, los dos riesgos idiosincráticos que afectan a la economía nacional. De hecho, resulta ilustrativo seguir el comportamiento del tipo de cambio en los últimos meses, pues refleja en buena medida la presencia variable de los factores antes mencionados. Después de que en el mes de abril la administración Trump buscara un rápido acuerdo preliminar en materia comercial para poder ser aprobado por el congreso actual con mayoría republicana, los temas de las reglas de origen del sector automotriz y la cláusula de cancelación automática (*sunset clause*) atoraron nuevamente las negociaciones a tal punto que a mediados de mayo los representantes comerciales de los tres países declararon que no era posible alcanzar un acuerdo en el corto plazo. Ante estos vaivenes en las expectativas sobre el acuerdo comercial el tipo de cambio varió entre 18.0 pesos por dólar (ppd), su menor nivel del año, y 19.90 ppd. Después de este nuevo desencuentro en la negociación del TLCAN, la administración Trump anunció la imposición de tarifas a las importaciones de acero y aluminio con lo que el tipo de cambio registró una depreciación adicional y al intensificarse las disputas comerciales entre China y EE.UU. el dólar se situó en su máximo del año al cotizarse en 20.88 pesos el 14 de junio. Cabe señalar que todo este proceso de depreciación cambiaria se dio de manera ordenada en términos de liquidez.

Y de la misma manera en que la intensificación de estos factores generó depreciaciones, el relajamiento de las tensiones comerciales a nivel global comenzó con un periodo de apreciación que se exacerbó con una reacción favorable de los mercados ante la postura conciliadora de Andrés Manuel López Obrador (AMLO) tras ser el claro ganador de las elecciones presidenciales. En efecto, en los primeros discursos de AMLO y su equipo de colaboradores se enfatizó la disciplina fiscal, el respeto de la autonomía del banco central y de la libre empresa. Aun cuando no está del todo claro al momento como se conciliarán estos señalamientos con sus programas de asistencia social que fueron el centro de su campaña electoral, los mercados parecen haberle dado el beneficio de la duda y con ello se ha desactivado, en el corto plazo, uno de los riesgos idiosincráticos para el país. En términos de magnitudes el día previo de la elección el tipo de cambio ya cotizaba en 19.90 ppd, mientras que un par de semanas después del



proceso electoral el dólar se cotizó en 18.88 ppd, con lo que se convirtió en la moneda más apreciada durante la primera quincena del mes de julio. Esto es, en un entorno más favorable por la reducción de las tensiones comerciales a nivel global, la rápida resolución del proceso electoral y la postura prudente que mostró el candidato ganador generaron una diferenciación positiva de la moneda nacional. Hacia finales del mes de julio el resurgimiento del optimismo sobre la renegociación del TLCAN ha llevado al dólar por debajo de los 18.60 pesos, no obstante, al momento esta apreciación no parece sustentada en avances tangibles en las mesas de negociación.

Gráfica 5.1 Tipo de cambio (Pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 5.2 Divisas emergentes y peso mexicano vs dólar (Índice enero 2018=100)



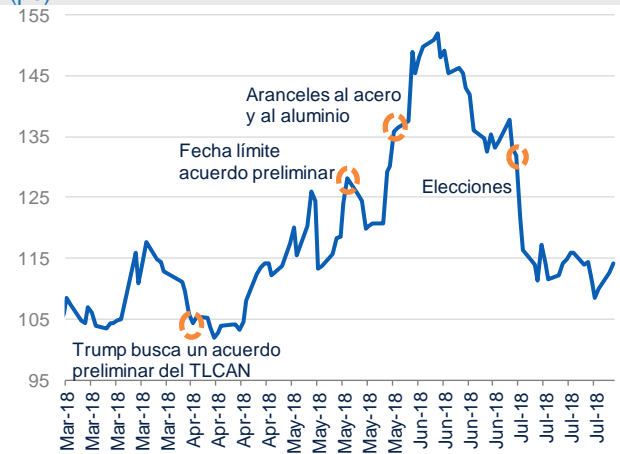
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

El comportamiento observado en el tipo de cambio se replicó en buena parte de las variables de mercado: El riesgo soberano medido por el *spread* del CDS a 5 años pasó de 105 puntos base (pb) a principios de abril a 152 pb el 12 de junio para cerrar alrededor de 114 pb el mes de julio, una vez que los riesgos se relajaron. Estos movimientos en el riesgo soberano influyeron en los movimientos de las tasas de largo plazo. El rendimiento a vencimiento del bono M a 10 años registró su punto más alto a mediados de junio cuando alcanzó un nivel de 8.0% para después reducirse a 7.76% a finales de julio.

Una variable que destacó por su comportamiento durante este reciente periodo de volatilidad es la de la tenencia de bonos de mediano y largo plazos por parte de extranjeros. Aún con la incertidumbre ligada a la renegociación del TLCAN y al tema electoral los flujos a bonos se han mantenido en terreno positivo desde marzo después de ligeras reducciones a principios de año. Si bien a principios de junio se registraron caídas en la tenencia ante el recrudecimiento de las tensiones comerciales y en línea con la salida de flujos en la mayor parte de mercados emergentes, la recuperación durante las últimas dos semanas fue suficiente para que al final del mes el cambio en la tenencia superara ligeramente los USD 1,000 millones. Este comportamiento es más relevante si consideramos que prácticamente a partir de marzo se han registrado salidas de flujos de mercados emergentes ante el incremento de los rendimientos en EE.UU. y la mayor aversión al riesgo ante los riesgos comerciales. Y es que ante la política restrictiva de Banxico y la reciente reducción tanto de la volatilidad implícita del peso mexicano, como del riesgo país, México mantiene atractivos rendimientos ajustados por riesgo en comparación con sus pares, lo que ha generado que la tenencia de bonos M por parte de extranjeros acumule casi USD 4,000 millones durante la primera mitad del año.

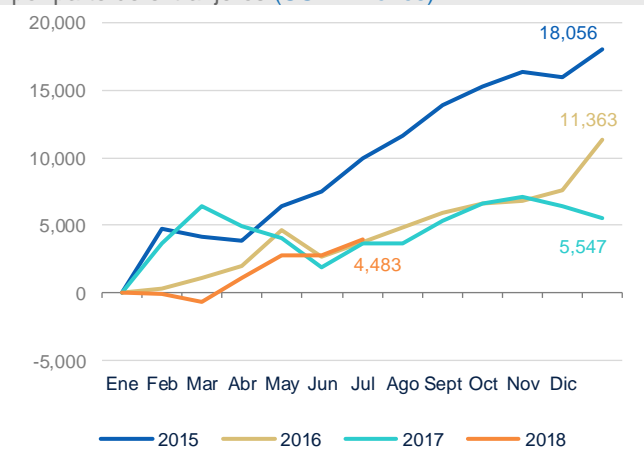
En suma, los riesgos idiosincráticos que han influido buena parte del año en los precios de los activos domésticos han entrado en una etapa de latencia ante la ausencia de avances significativos en la renegociación del TLCAN y el “beneficio de la duda” que los mercados han otorgado al nuevo gobierno. Con ello se espera que sean los factores globales, principalmente el tema de las tensiones comerciales, los que tengan mayor influencia en los próximos meses. Y a este respecto habrá que seguir con particular atención la posible imposición de un arancel de 10 a 25% a la importación de automóviles por parte de EE.UU., lo que constituiría un golpe severo sobre la industria automotriz mexicana y podría usarse como medida de presión en las negociaciones del TLCAN. Considerando todos estos elementos, esperamos que el tipo de cambio se ubique a finales de año alrededor de los 18.80 pesos por dólar y que el rendimiento a vencimiento del Mbono a 10 años cierre el 2018 alrededor de 7.75%.

Gráfica 5.3 Riesgo soberano. CDS spread a 5 años (pb)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 5.4 Cambio acumulado de la tenencia de bonos M por parte de extranjeros (USD millones)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

## 6. Previsiones

Cuadro 6.1 Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	2.9	1.6	2.2	2.8	2.8
UEM	2.0	1.8	2.6	2.0	1.7
Alemania	1.5	1.9	2.5	1.9	1.7
Francia	1.0	1.1	2.3	1.8	1.6
Italia	0.8	1.0	1.6	1.1	1.2
España	3.4	3.3	3.1	2.9	2.5
Reino Unido	2.3	1.8	1.7	1.3	1.4
América Latina*	-0.1	-1.0	1.2	1.4	2.1
México	3.3	2.6	2.3	2.6	2.0
Brasil	-3.5	-3.5	1.0	1.6	2.4
Eagles**	4.8	5.2	5.5	5.4	5.3
Turquía	6.1	3.2	7.4	3.8	3.0
Asia-Pacífico	5.7	5.7	5.7	5.5	5.5
Japón	1.4	1.0	1.7	1.0	1.2
China	6.9	6.7	6.9	6.3	6.0
Asia (exc. China)	4.6	4.7	4.6	4.8	5.0
Mundo	3.4	3.3	3.8	3.8	3.8

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

\*\* Bangladesh, Brasil, China, Egipto, Filipinas, India, Indonesia, Irán, Malasia, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Turquía y Vietnam

Fecha de cierre de previsiones: 13 julio 2018

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 6.2 Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2016	2017	2018	2019	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19
PIB (variación % real)	1.6	2.2	2.8	2.8	2.2	4.1	2.9	3.1	3.0	2.3	2.4	2.5
Consumo personal (var. % real)	2.7	2.5	2.7	2.6	0.5	4.0	3.4	3.2	2.2	2.2	2.2	2.1
Consumo gobierno (var. % real)	1.4	-0.1	1.4	1.6	1.5	2.1	1.6	1.7	1.4	1.8	1.2	1.2
Inversión fija bruta (var. % real)	-1.3	4.8	4.2	4.6	9.6	-0.5	1.8	2.5	8.0	4.9	5.1	5.7
Construcción <sup>1</sup>	6.5	3.3	1.1	4.3	-3.4	-1.0	3.4	3.4	5.8	5.3	4.4	4.5
Prod. industrial (var. % real anual)	-2.0	1.6	3.7	2.6	2.3	5.9	2.8	2.0	2.6	2.5	2.3	1.8
Balance cuenta corriente (% del PIB)	-2.3	-2.3	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.6	-2.6	-2.6
Inflación anual (fin de periodo)	2.1	2.1	2.7	2.6	2.5	2.4	3.3	2.5	2.0	3.1	4.2	1.4
Inflación anual (promedio de periodo)	1.3	2.1	2.6	2.7	3.5	1.7	3.3	2.5	2.2	2.4	4.8	1.5
Balance fiscal primario <sup>2</sup> (% del PIB)	-3.1	-3.4	-3.9	-4.6	-4.7	-4.6	-4.1	-4.2	-4.5	-4.6	-4.6	-4.8

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6.3 Indicadores y Pronósticos México

	2016	2017	2018	2019	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19
<b>PIB (series desestacional.)</b>												
Variación % real anual	2.6	2.3	2.6	2.0	2.3	1.9	3.0	3.0	2.1	2.6	1.9	1.5
Por habitante en dólares	8,790	9,356	9,608	10,392	9,893	9,578	9,308	9,850	10,100	10,122	10,656	11,304
Miles de millones de dólares	1,075	1,156	1,198	1,308	1,227	1,188	1,155	1,222	1,253	1,256	1,322	1,402
<b>Inflación (% , promedio)</b>												
General	2.82	6.04	4.72	3.83	5.31	4.57	4.68	4.33	4.11	4.05	3.55	3.59
Subyacente	2.97	4.68	3.77	3.44	4.29	3.67	3.64	3.49	3.43	3.50	3.47	3.36
<b>Mercados Finan. (% , prom.)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	4.29	6.75	7.63	7.38	7.42	7.58	7.75	7.75	7.75	7.50	7.25	7.00
Cetes 28 días	4.33	6.69	7.59	7.34	7.37	7.56	7.72	7.72	7.72	7.47	7.22	6.97
TIIE 28 días	4.58	7.06	7.96	7.71	7.75	7.93	8.09	8.09	8.09	7.84	7.59	7.34
Bono 10 años	6.22	7.18	7.56	7.38	7.59	7.66	7.89	7.77	7.71	7.68	7.54	7.42
<b>Tipo de cambio (promedio)</b>												
Pesos por dólar	18.7	18.8	18.9	17.8	18.7	19.4	19.1	18.6	18.9	18.9	18.2	17.9
<b>Finanzas Públicas*</b>												
RFSP (% del PIB)	-2.8	-1.1	-2.5	-2.5				-2.5				-2.5
<b>Sector Externo<sup>1</sup></b>												
Balanza comercial (mmd)	-13.1	-10.9	-12.8	-16.3	-1.8	-2.8	-6.1	-2.2	-3.8	-2.2	-7.6	-2.7
Cuenta corriente (mmd)	-22.7	-18.8	-24.0	-25.5	-6.9	-3.7	-5.6	-7.8	-7.7	-3.8	-5.8	-8.1
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.2	-1.9	-2.0	-1.9	-2.3	-1.3	-1.9	-2.5	-2.5	-1.2	-1.8	-2.3
<b>Empleo</b>												
Empleo formal privado (% a/a)	3.8	4.4	4.2	2.6	4.4	4.3	4.2	3.8	3.2	2.8	2.3	1.9
T.desem.abierto (% pob. activa)	3.9	3.4	3.4	3.8	3.1	3.1	3.5	3.6	3.8	3.8	3.8	3.8

1: Acumulado, últimos 12 meses

mmd: miles de millones de dólares

\*RFSP: Requerimientos Financieros del Sector Público

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"**

## Este informe ha sido elaborado por la unidad macro de México

Economista Jefe de México  
Carlos Serrano  
carlos.serrano@bbva.com

Javier Amador  
javier.amadord@bbva.com

Iván Martínez  
ivan.martinez.2@bbva.com

Arnulfo Rodríguez  
arnulfo.rodriguez@bbva.com

Saidé A. Salazar  
saidearanzazu.salazar@bbva.com

## BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA  
Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico  
Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

Economía Digital  
Alejandro Neut  
robertoalejandroneut@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

Regulación Digital y  
Tendencias  
Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

Regulación  
Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

Sistemas Financieros  
Olga Cerqueira  
olga.gouveia@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

Turquía, China y Big Data  
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

Colombia  
Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

Perú  
Francisco Grippa  
fgrippa@bbva.com

Venezuela  
Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research – BBVA Bancomer: Paseo de la Reforma 510, Colonia Juárez, C.P. 06600 México D.F., México  
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com