

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

BBVA Research

Situación México

Segundo trimestre 2019

A large, stylized BBVA logo is visible in the background of the lower half of the page. It consists of two vertical bars on the left and a central circular element with a yellow and orange swirl design.

Creando Oportunidades

Índice

1. En resumen	3
2. Suave moderación del crecimiento mundial	5
3. Los primeros indicadores de 2019 muestran señales de resiliencia en el consumo privado y riesgos asociados a la demanda externa	8
4. La inflación ha tenido un gran comienzo en 2019: el aumento acumulado de 0.1pp en enero-febrero es el más bajo desde 2015, año en el que la inflación alcanzó un mínimo histórico	18
5. Recuperación de los activos domésticos en un entorno de menor incertidumbre doméstica y de pausa monetaria en EE.UU.	25
6. Previsiones	29

Fecha de cierre: **29 de marzo de 2019**

1. En resumen

Los primeros indicadores de actividad económica de 2019 muestran señales de resiliencia en enero, con la industria creciendo a 8.7% a tasa mensual anualizada, impulsada por el sector construcción, y los servicios a 4.4%, como resultado de un mejor desempeño de los servicios financieros y profesionales. Si bien estimamos que la resiliencia del sector terciario persistirá a lo largo del año, consideramos que existen riesgos latentes para la actividad económica asociados principalmente al sector externo, que podrían materializarse en el primer o segundo trimestre del año. En particular, el indicador adelantado de pedidos manufactureros en EE.UU. ha mostrado menores crecimientos desde la segunda mitad de 2018, tendencia que se ha materializado en menor producción desde el tercer trimestre de ese año. La estrecha vinculación entre los ciclos productivos de la industria manufacturera entre México y EE.UU. anticipan un menor dinamismo de la manufactura en nuestro país en 2019, por lo que revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento a 1.4%. El ancla de la economía durante este año será entonces la demanda interna, impulsada por el consumo privado, y la recuperación de la inversión hacia la segunda mitad del año, ante un contexto de menor incertidumbre.

La inflación ha tenido un gran comienzo en 2019: el aumento acumulado de 0.1pp en enero-febrero es el más bajo desde 2015, año en el que la inflación alcanzó un mínimo histórico. Con ello, la inflación general disminuyó 0.9pp entre diciembre de 2018 y febrero de este año (de 4.8% a 3.9%), ubicándose por debajo de 4.0% por primera vez desde diciembre de 2016. En estos dos meses, la inflación subyacente también disminuyó, aunque a menor ritmo, y paso de 3.7% en diciembre de 2018 a 3.5% en febrero. Anticipamos un ritmo de convergencia más lento al objetivo de 3.0% a partir de ahora con un previsible aumento transitorio de la inflación general en 2T19 que la llevará nuevamente por encima de 4.0% antes de disminuir debajo de ese nivel en 3T19 y tener una caída adicional hasta 3.4% a fin de este año (-0.3pp respecto a nuestro pronóstico previo de 3.7%). Por su parte, anticipamos que la inflación subyacente se mantendrá relativamente estable entre marzo y octubre (fluctuando entre 3.5 y 3.6%) antes de disminuir a 3.3% en los últimos dos meses del año (ie, mantenemos nuestra previsión de 3.3%).

En cuanto a política monetaria, anticipamos cautela en el corto plazo y el inicio de ciclo de bajadas en la segunda mitad del año. A pesar del tono restrictivo y el enfoque de esperar y ver que parece haber adoptado Banxico en 1T19, vemos probable que cambie a un enfoque de gradual relajamiento de la postura monetaria más pronto que tarde. Hay varias razones para ello: i) la Reserva Federal ha dado señales claras de que en ausencia de aumentos no previstos en la inflación no aumentará su tasa monetaria en lo que resta del año; ii) el tipo de cambio está relativamente estable a pesar de los riesgos; iii) prevemos que la inflación general debería ubicarse por debajo del 4.0% a partir del verano de forma permanente; iv) anticipamos que la subyacente se mantendrá estable antes de disminuir en 4T19; v) la economía está dando muestras claras de debilitamiento y, en consecuencia, la mayor debilidad de la posición cíclica de la economía se está traduciendo en un aumento de la brecha del producto (output gap), limitando los riesgos alcistas provenientes del mercado laboral; y vi) la postura monetaria es altamente restrictiva: la tasa de política monetaria real ex ante se ubica por encima de 4.0%, un nivel elevado para estándares históricos, y significativamente mayor a la estimación de 2.0% de la tasa neutral.

Los precios de los principales activos domésticos se han recuperado de la diferenciación negativa registrada durante los últimos meses del 2018 de la mano de la reducción de los riesgos domésticos y las expectativas de pausa en el proceso de normalización monetaria de la Reserva Federal. Después de alcanzar niveles por encima de los 20.5 pesos por dólar en noviembre pasado, el peso cotiza actualmente alrededor de los 19.2 pesos por dólar, lo que mantiene al peso mexicano como la moneda más apreciada entre las divisas emergentes en los últimos cuatro meses.

En el caso de las tasas de interés, el rendimiento del bono gubernamental a 10 años se recuperó más de 100 puntos base desde su máximo de 9.25% noviembre y actualmente se ubica alrededor del 8.0%.

Consideramos que el riesgo de reducción en la calificación crediticia de Pemex disminuyó considerablemente con el posible uso de recursos del Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros (FEIP) para el pago de amortizaciones e intereses de la deuda de la compañía petrolera correspondientes a 2019. Lo anterior en adición a las medidas del gobierno federal, anunciadas a mediados de febrero, para apoyar financieramente a Pemex.

No obstante, identificamos algunas señales preocupantes para los próximos años: i) más recursos se asignarán a actividades de refinación, las cuales han causado grandes pérdidas de alrededor de 100 mil millones de pesos al año; ii) se pospusieron los farmouts hasta octubre de 2019; iii) las rondas petroleras se suspendieron por tres años y se corre el riesgo de que se cancelen al término de dicho lapso; iv) Pemex enfrentará fuertes presiones para incrementar su inversión en los próximos años ante los relativos grandes montos de deuda financiera en vencimiento del periodo 2020-2023 y la restricción de frenar su endeudamiento neto; v) por todo lo anterior, no solamente será difícil revertir la caída en la producción petrolera, sino también estabilizarla.

Ante la expectativa de un crecimiento económico para 2019 y 2020 menor al anticipado hace algunos meses, consideramos positivo que el gobierno federal lo haya reflejado sobre proyecciones de menores ingresos públicos a los aprobados y nuevos recortes al gasto público en el documento de Pre-Criterios de Política Económica para 2020. También recibimos con beneplácito la firme decisión del gobierno federal por alcanzar las metas de 1.0% y 1.3% del PIB para el superávit primario de 2019 y 2020, respectivamente. No obstante, en nuestra opinión, la meta de 1.92 millones de barriles diarios para la producción petrolera de 2020 parece algo optimista.

La información de finanzas públicas correspondiente al primer bimestre del año muestra que el gasto neto total registró una caída anual real de 7.7%. Es importante mencionar que, al excluir la inversión financiera, las participaciones federales, las pensiones públicas y el costo financiero de la deuda pública, el resto del gasto experimentó un mayor decremento al haber exhibido una contracción anual real de 19.5% durante dicho periodo. La mayor caída anual real experimentada por este concepto más limitado de gasto podría estar señalando un esfuerzo del gobierno federal aún mayor por mantener cierta disciplina financiera en los rubros más directamente bajo su control.

2. Suave moderación del crecimiento mundial

El crecimiento global se ha ralentizado en los últimos meses más de lo esperado, reforzando los temores sobre una brusca desaceleración de la actividad económica. En este entorno, la Fed y el BCE han cambiado su hoja de ruta y han anunciado nuevas medidas de estímulo monetario. De manera similar, en China se han adoptado políticas expansivas adicionales, tanto de carácter fiscal como monetario. Esta reacción de las autoridades económicas en las principales economías favorece una moderación más suave del crecimiento mundial hacia adelante. Sin embargo, una pérdida imprevista del dinamismo de la economía China, una nueva ola de medidas proteccionistas o una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, entre otros riesgos, podrían desencadenar escenarios más negativos.

La actividad económica global se ha moderado, con un desempeño particularmente débil de las exportaciones y del sector manufacturero

Tras crecer en media al 1% t/t desde 2016, los datos preliminares sugieren que el PIB mundial podría alcanzar el 0.8% t/t en el primer trimestre de este año. De esta manera, y aunque hay una ligera mejora respecto al crecimiento global durante los dos últimos trimestres del año pasado (0.7% t/t), el dinamismo económico seguiría por debajo del registrado en los años anteriores.

A la ralentización de la actividad global han contribuido una serie de factores, especialmente: i) la desaceleración estructural de la economía china; ii) el proteccionismo comercial; iii) en Europa, la elevada incertidumbre, así como algunos eventos específicos, y probablemente temporales, como los efectos de la nueva normativa europea sobre emisiones en el sector automotriz; y iv) la moderación cíclica de EE. UU., en un contexto en que pierden fuerza los efectos del estímulo fiscal.

Los factores detrás de la desaceleración mundial han afectado a la actividad, fundamentalmente, a través de las exportaciones y el sector manufacturero. Aun así, el consumo privado se mantiene relativamente robusto, apoyado en el dinamismo de los mercados laborales y una inflación acotada.

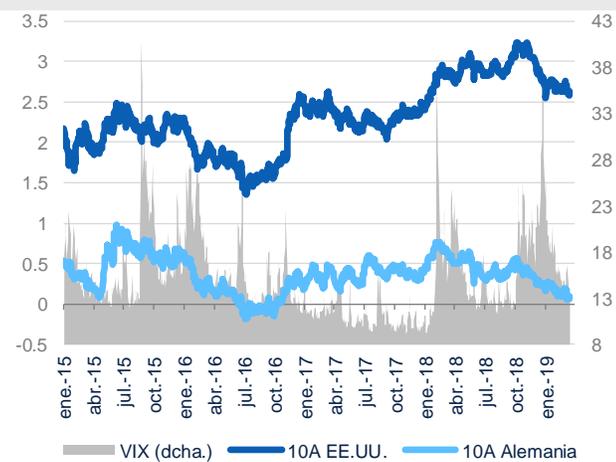
La moderación del crecimiento ha provocado un giro inesperado de la política monetaria en EE. UU. y en la Eurozona

El tono más negativo de la economía mundial ha generado cierta preocupación, así como un aumento de la volatilidad financiera. En este contexto, y dado que las presiones inflacionarias siguen bastante acotadas, la Fed y el BCE han reaccionado, llevando a cabo un giro inesperado de sus políticas. La autoridad monetaria de EE. UU. ha ajustado significativamente su tono y su estrategia, hacia una política monetaria más acomodaticia. En este sentido, además de revelar que será “paciente” a la hora de considerar subidas adicionales de las tasas de interés, la Fed ha anunciado que el proceso de reducción de su balance acabará antes de lo esperado, en septiembre de este año, en un nivel de alrededor del 17% del PIB (entre 3.5 y 3.8 billones de dólares). Dada la cautela del banco central norteamericano, las tasas podrían seguir estables, o incluso ser recortadas, si los datos de actividad revelan un debilitamiento creciente de la economía. En todo caso, todavía habría margen para una subida final de 25 pbs, hasta el 2.75% a finales de 2019, si la moderación del crecimiento resulta ser suave y limitada (previamente, se esperaban dos subidas en 2019 que llevasen las tasas de referencia hasta el 3%).

En el caso del BCE, el cambio hacia una política más expansiva se ha manifestado a través de un retraso de la expectativa de subidas de las tasas de interés y el anuncio de una nueva ronda de subastas de liquidez. En lo que respecta a lo primero, el BCE ha retrasado sus expectativas de subidas de tasas desde el verano de 2019 hasta al menos finales de año. Por otro lado, la autoridad monetaria anunció una nueva serie de operaciones trimestrales de financiamiento (TLTRO-III, por sus siglas en inglés), que se llevarán a cabo entre septiembre de 2019 y marzo de 2021. En este contexto, se han ajustado las previsiones de tasas y, ahora, se espera una primera subida de la tasa de depósito en junio de 2020 y de la tasa oficial de referencia en diciembre de 2020.

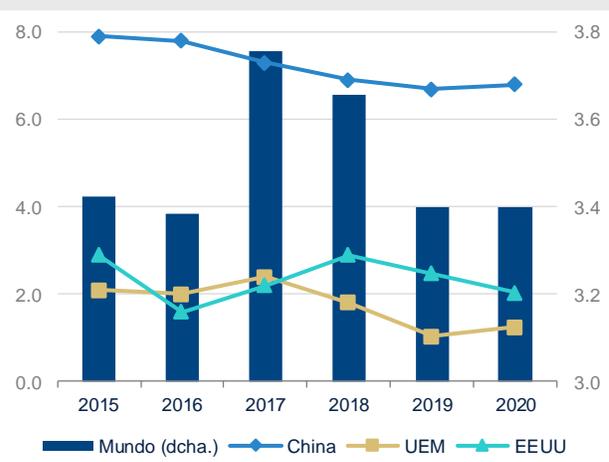
También en China se ha reaccionado a la creciente preocupación por el debilitamiento de la actividad económica. En concreto, las autoridades locales han confirmado un recorte impositivo, centrado en el IVA, de 2 puntos porcentuales del PIB, así como un aumento del déficit público, desde el 2.6% del PIB en 2018 hasta el 2.8% del PIB en 2019. También han dado señales de una mayor relajación monetaria hacia delante. En este sentido, se prevén dos recortes adicionales de 25 pbs de las tasas de referencia, así como dos reducciones de los requerimientos de reserva bancarios a lo largo del segundo y tercer trimestres.

Gráfica 2.1 Rentabilidad de la deuda soberana y volatilidad bursátil (VIX) (%)



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfica 2.2 Crecimiento del PIB anual: 2015-2020 (*) (%)



(*) Previsiones a partir de 2019
Fuente: BBVA Research

Un entorno de crecimiento global más débil condiciona la evolución de los mercados financieros

El deterioro de las perspectivas sobre la actividad global y la asociada reducción de las expectativas de inflación, junto con el tono más cauto de los bancos centrales, han generado una fuerte caída de la rentabilidad de los bonos a 10 años de EE. UU. y Alemania (véase la Gráfica 2.1), respaldando la visión de que permanecerán en niveles significativamente bajos, por un largo período de tiempo. Este ajuste ha favorecido el aplanamiento de las curvas de rendimiento, lo que ha originado dudas adicionales sobre el crecimiento económico.

En todo caso, el giro de la Fed y del BCE hacia una política monetaria más acomodaticia, y cierto optimismo de cara a los resultados de las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China, han apoyado a los mercados bursátiles, compensando parcialmente los efectos negativos del deterioro cíclico. De todos modos, si la actividad económica sigue decepcionando, difícilmente los mercados financieros podrán mantener su recuperación. Finalmente, respecto a la volatilidad bursátil, lo más probable es que se mantenga relativamente acotada en los próximos meses, con un VIX en un rango entre 15-18, apoyada en el discurso cauto de los bancos centrales, y por debajo de los niveles registrados en los últimos meses del año pasado (véase la Gráfica 2.1).

Se prevé que el crecimiento global sea del 3.4% tanto en 2019 como en 2020

Los nuevos estímulos económicos favorecen una moderación ordenada del crecimiento global. El PIB global, que avanzó un 3.8% en 2018, crecería hasta el 3.4% en 2019 y el 3.4% en 2020 (véase la Gráfica 2.2). Este aterrizaje suave de la economía mundial está condicionado a que EE. UU. y China alcancen un acuerdo comercial a lo largo del segundo trimestre del año, que es fundamental para reducir la incertidumbre e impedir un deterioro adicional del comercio internacional. Asimismo, otro condicionante de este escenario de moderación gradual del crecimiento es que el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, el *brexít*, no genere interrupciones importantes en la relación entre las dos geografías. Por último, la probable reducción del precio del petróleo hacia delante, debido a la menor robustez de la demanda así como a una oferta creciente en EE. UU., ayudará a mantener contenidas las presiones inflacionarias, y dará margen de maniobra para que los bancos centrales ejecuten su política monetaria (se prevé que el precio del barril de Brent se reduzca desde alrededor de los 65 dólares durante el primer trimestre del año, hasta cerca de los 62 y 55 dólares, al cierre de 2019 y 2020, respectivamente).

En EE. UU. el crecimiento irá perdiendo impulso progresivamente, convergiendo a tasas potenciales. En particular, se estima que el PIB norteamericano crecerá el 2.5% en 2019 y el 2.0% en 2020, tras la expansión del 2.9% registrada en 2018. Si bien se mantienen inalteradas las previsiones de crecimiento para el país, el sesgo es a la baja y el riesgo de recesión sigue siendo relevante, dada la posibilidad de una mayor desaceleración de la inversión, las elevadas vulnerabilidades financieras, y el tono más negativo del entorno global, entre otros factores.

En Europa la debilidad de la actividad, principalmente de las exportaciones y del sector industrial, se ha prolongado más allá de lo esperado. Además, se mantiene elevada la incertidumbre acerca del desenlace del *brexít*, así como la relacionada con la amenaza de EE. UU. de aumentar sus aranceles a los vehículos producidos en la región. En este contexto, se revisan a la baja las previsiones de crecimiento para la Eurozona, desde el 1.4% hasta el 1.0% en 2019, y desde el 1.4% hasta el 1.3% en 2020. Como en el caso de EE. UU., el sesgo de estas previsiones es bajista.

Con respecto a China, se espera que el acuerdo comercial con EE. UU. se concrete y que los estímulos recientes apoyen a la demanda interna, lo que permitiría que el PIB crezca el 6.0% en 2019 y el 5.8% en 2020, en línea con las previsiones anteriores. Así, las políticas más expansivas reducen el riesgo de un ajuste más brusco del crecimiento hacia delante, pero con el costo de dificultar la reducción de los problemas estructurales del país, como por ejemplo su elevado apalancamiento.

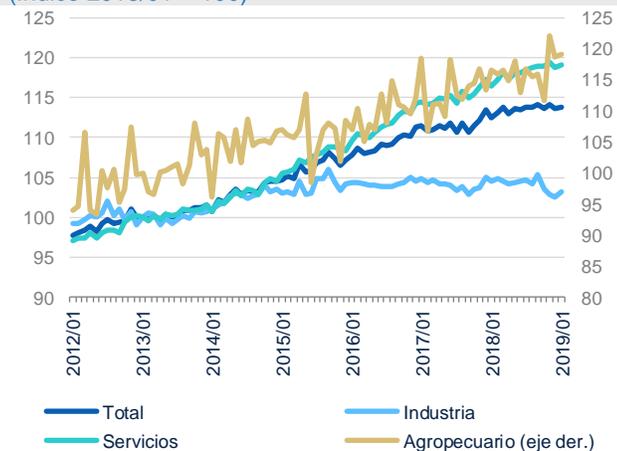
La mayor desaceleración del crecimiento mundial supondrá dificultades adicionales para la actividad económica en los países emergentes. Asimismo, las políticas más acomodaticias de las principales economías podrán reducir las presiones sobre los mercados cambiarios y monetarios emergentes.

Con todo ello, tanto en las principales economías desarrolladas como en las emergentes, la ralentización del crecimiento tenderá a reducir aún más las presiones sobre la inflación. A ello contribuirá, también, la esperada reducción del precio del petróleo.

3. Los primeros indicadores de 2019 muestran señales de resiliencia en el consumo privado y riesgos asociados a la demanda externa

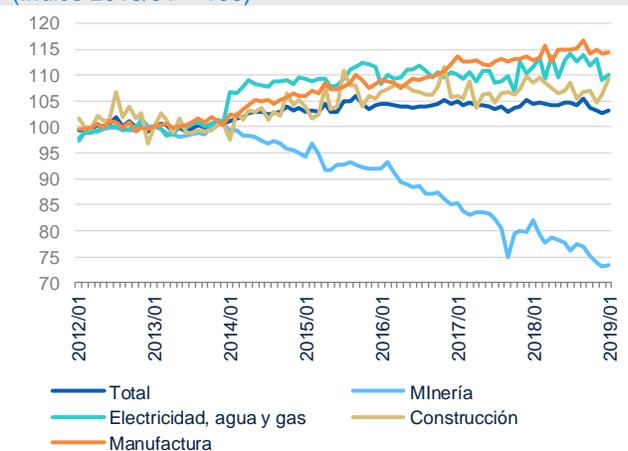
Los primeros indicadores de actividad en 2019 muestran señales de resiliencia en enero, con la industria creciendo a 8.7% a tasa mensual anualizada, impulsada por el sector construcción, y el sector terciario a 4.4% en el mismo periodo. Por componentes, dentro del sector secundario, la construcción registra el mejor desempeño con una tasa mensual anualizada de 62.9%, la más alta desde 2015, en línea con el mayor crecimiento de la inversión en el segmento residencial observado al cierre de 2018. El sector minero y la generación y transmisión de electricidad, agua y gas, reportan en el primer mes del año variaciones positivas de 2.9% y 12.5%, respectivamente, después de registrar disminuciones en el 4T18. El sector manufacturero (55% de la industria) registra un crecimiento positivo pero débil, con una tasa mensual anualizada de 1.3%, tras una variación de -8.3% en diciembre.

Gráfica 3.1 IGAE
(Índice 2013/01 = 100)



Fuente: BBVA Research / INEGI

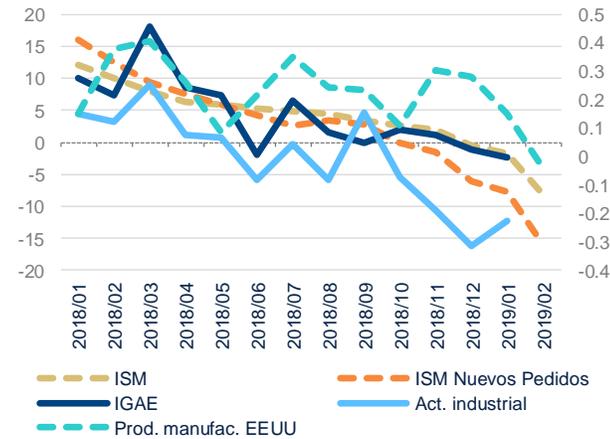
Gráfica 3.2 Actividad Industrial
(Índice 2013/01 = 100)



Fuente: BBVA Research / INEGI

En el sector terciario, el mayor dinamismo se registra en los servicios, en especial los personales, corporativos, financieros e inmobiliarios. En enero, los servicios profesionales y corporativos registraron una variación mensual anualizada de 21.0%. Le siguieron los servicios financieros e inmobiliarios, con un crecimiento de 8.5%, mientras que los servicios educativos crecieron a 0.9%, en variación mensual anualizada. Solo los servicios de transporte y almacenamiento, así como de alojamiento y preparación de alimentos, registraron variaciones negativas de -30.1% y -15.6%, respectivamente. En lo que respecta al comercio, tanto el segmento minorista como el mayorista muestran señales de mayor dinamismo con variaciones mensuales de 5.0% y 8.0% a tasa anualizada. Así, en términos globales el sector terciario reporta señales de resiliencia en los primeros meses de 2019.

Gráfica 3.3 Indicadores del sector manufacturero en México y EE.UU. (MaM%, promedio móvil 6 meses)



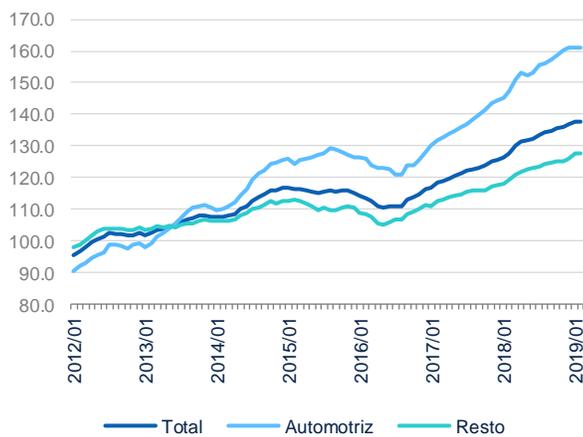
Fuente: BBVA Research / INEGI

Gráfica 3.4 Exportaciones no petroleras de México e índice de producción manufacturera en EE.UU. (AaA%, promedio móvil 6 meses, EE.UU. un mes adelante)



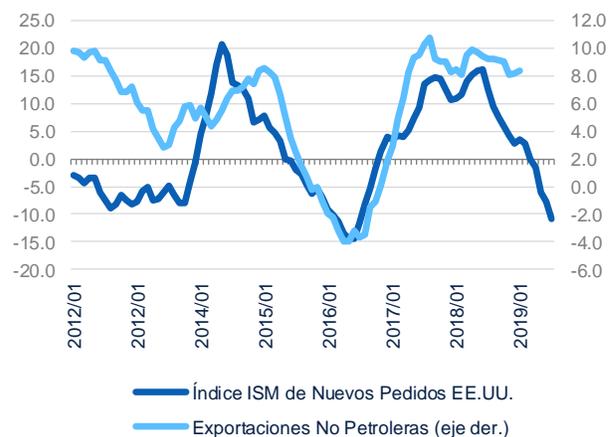
Fuente: BBVA Research / INEGI

Gráfica 3.5 Exportaciones manufactureras (Índice 2013/01 = 100, promedio móvil 6 meses)



Fuente: BBVA Research / INEGI

Gráfica 3.6 Exportaciones no petroleras de México e índice ISM de nuevos pedidos (AaA%, promedio móvil 6 meses, ISM 6 meses adelante)



Fuente: BBVA Research / INEGI

Aunque estimamos que la resiliencia del sector terciario persistirá a lo largo del año, consideramos que existen riesgos latentes para la industria asociados principalmente al sector externo, que podrían materializarse en el primer o segundo trimestre de 2019. En particular, el indicador adelantado de pedidos manufactureros en EE.UU. (ISM) ha mostrado menores crecimientos desde la segunda mitad de 2018, tendencia que se ha materializado en menor producción manufacturera en EE.UU. desde el tercer trimestre de ese año. Desde febrero de 2018 los pedidos manufactureros en EE.UU. comenzaron a registrar una desaceleración (AaA%) hasta entrar en terreno negativo en julio, mes en el que registraron una variación de -0.7%. Desde septiembre este índice ha registrado tasas de crecimiento negativas de manera consistente, promediando -10.0% de septiembre a diciembre y -12.2% entre enero y

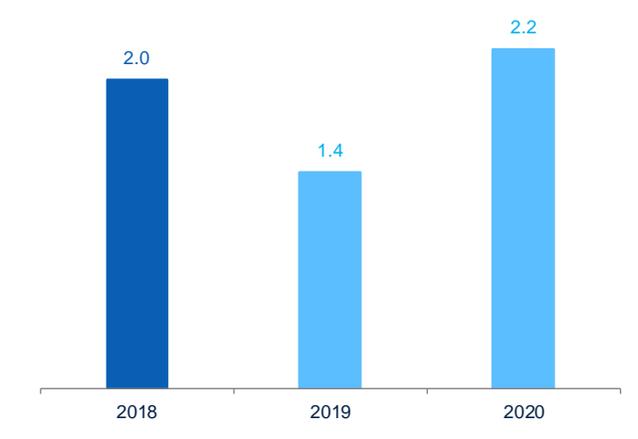
febrero. Debido a la alta correlación entre las exportaciones mexicanas de manufactura y la producción manufacturera en EE.UU. estimamos que el menor dinamismo que los indicadores de demanda externa han venido mostrando desde 2018 se reflejará en el sector manufacturero doméstico entre el primer y segundo trimestre de este año. Las primeras señales se comienzan a mostrar ya en 2019, con las exportaciones manufactureras mostrando en febrero la mayor caída en media móvil de la tasa mensual anualizada desde 2016 (1.6%). La desaceleración del sector exportador en México, en especial la manufactura que representa 90% de las exportaciones totales, conduce nuestra revisión a la baja del crecimiento de 2019 a 1.4%, con un crecimiento en el 1T19 cercano a -0.1%. El ancla de la economía durante este año será entonces la demanda interna, impulsada por el consumo privado, y la gradual recuperación de la inversión hacia la segunda mitad del año, ante un contexto de menor incertidumbre.

Gráfica 3.7 PIB
(tasa trimestral anualizada, %)



Fuente: BBVA Research / INEGI

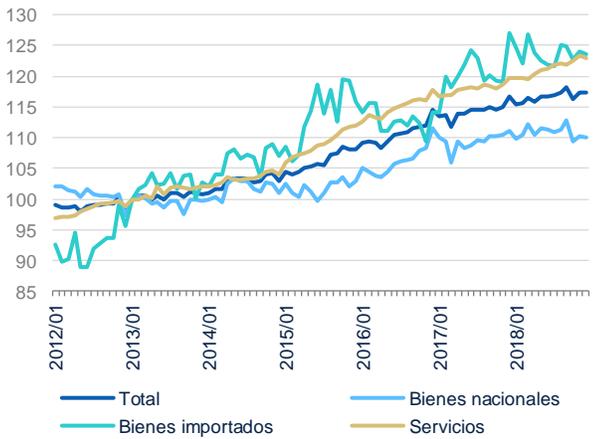
Gráfica 3.8 PIB
(Var. % anual)



Fuente: BBVA Research / INEGI

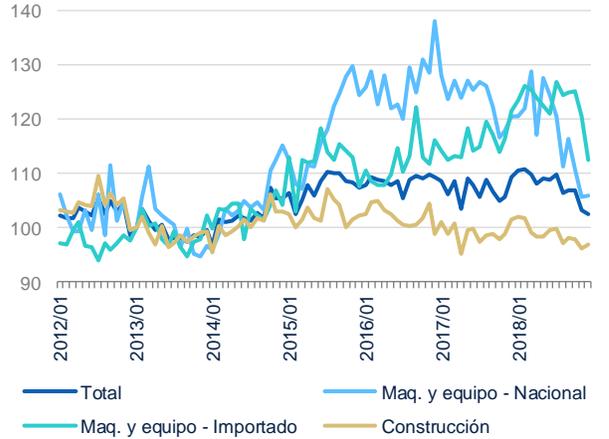
Si bien en el último trimestre del 2018 el consumo privado registró una variación trimestral anualizada de -1.1%, consideramos que su debilidad fue transitoria y asociada al contexto de incertidumbre derivado del cambio de administración. Los primeros datos de 2019 muestran ya señales positivas: por primera vez desde diciembre de 2017 la venta total de vehículos ligeros en el país (en unidades vehiculares) registró una variación positiva (AaA%) de 0.4%, después de promediar -8.7% en el 4T18, y -5.3% durante enero y febrero. Por su parte, el índice de ingresos por suministro de bienes y servicios al por menor creció 2.0% en el primer mes de 2019 (MaM), tras promediar -1.4% en el 4T18. Consideramos que en 2019 el consumo privado se verá favorecido por un mayor poder adquisitivo de los agentes económicos ante un escenario de menor inflación y en el margen por mayor gasto derivado de los nuevos programas sociales, por lo que anticipamos un crecimiento real de este componente del PIB cercano a 2.0% anual.

Gráfica 3.9 Indicador mensual de consumo privado (Índice 2013/01 = 100)



Fuente: BBVA Research / INEGI

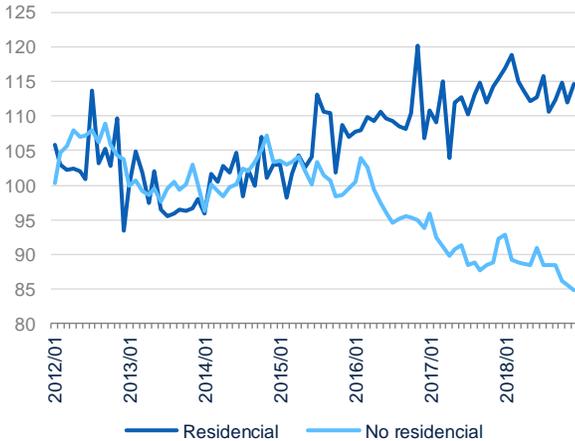
Gráfica 3.10 Inversión Fija Bruta (Índice 2013/01 = 100)



Fuente: BBVA Research / INEGI

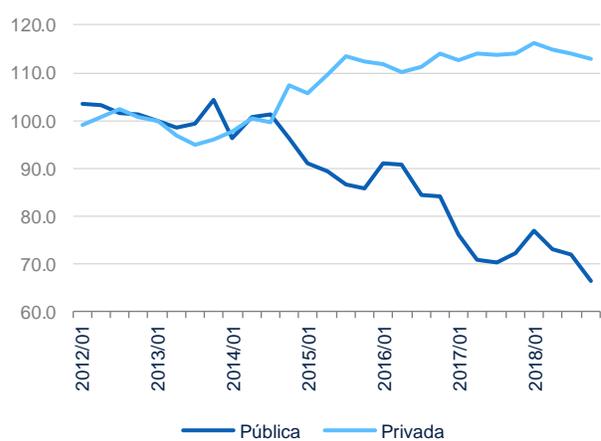
En el 4T18 la inversión privada registró por tercer trimestre consecutivo una variación trimestral negativa, en términos anualizados equivalente a -3.8%, como resultado de caídas en los segmentos de maquinaria y equipo nacional e importado y la construcción no residencial. Los primeros de estos segmentos registraron una disminución de -7.4% y -4.8% (TaT) respectivamente, mientras que el último registró una variación de -3.3% (TaT). Solo la construcción residencial ha reportado un desempeño positivo en los últimos meses, con un crecimiento promedio de 8.5% de octubre a diciembre. Desde 2016 la inversión privada ha mantenido una senda de bajo crecimiento que se acentuó hacia la segunda mitad de 2018, como resultado del periodo electoral y la mayor incertidumbre asociada a las políticas económicas y sociales del nuevo gobierno. Aunque es probable que el bajo dinamismo de la inversión se prolongue hasta el 1T19, consideramos que esta variable ganará impulso progresivamente a partir de la segunda mitad del año, a medida que se terminen de disipar las preocupaciones respecto al camino que tomará la política económica de la nueva administración. Los indicadores de confianza empresarial y momento adecuado para invertir del mes de marzo apuntan ya hacia esa dirección, reportando mayores crecimientos en el mes de marzo, especialmente en el sector servicios y construcción. Así, anticipamos que la inversión privada estaría registrando un crecimiento cercano a 3% hacia 2020.

Gráfica 3.11 Construcción
(Índice 2013/01 = 100)



Fuente: BBVA Research / INEGI

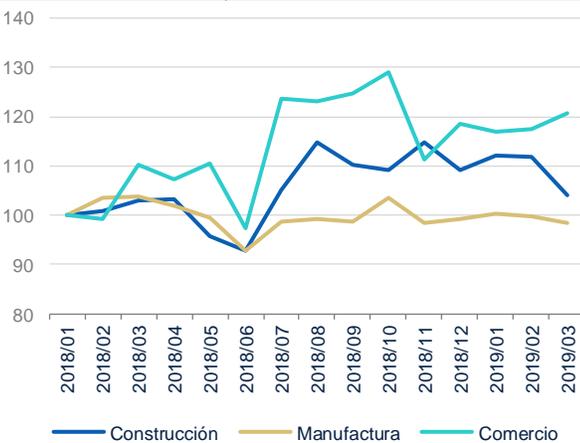
Gráfica 3.12 Inversión Fija Bruta
(Índice 2013/01 = 100)



Fuente: BBVA Research / INEGI

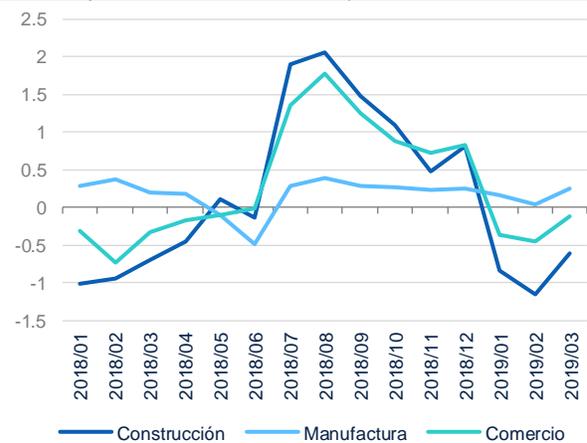
La inversión pública siguió en terreno negativo al cierre de 2018, al registrar por tercer trimestre consecutivo una desaceleración, de -27.5% en términos anualizados para el 4T18. La serie histórica de esta variable apunta hacia una marcada ralentización al final de cada sexenio que se extiende generalmente hacia el primer año de la administración entrante, por lo que anticipamos que el lento dinamismo de la inversión pública se observe aún en 2019, y registre una tasa de crecimiento anual cercana a -4%. Junto con la inversión pública, estimamos que el consumo gubernamental registrará bajas tasas de crecimiento, por tratarse del primer año del nuevo gobierno, lo que representa una curva de aprendizaje en términos de ejecución del gasto. En términos anuales anticipamos que el consumo público registre una variación cercana a -0.5%.

Gráfica 3.13 Momento Adecuado para Invertir
(Índice 2018/01 = 100)



Fuente: BBVA Research / INEGI

Gráfica 3.14 Indicador de Confianza Empresarial
(MaM%, promedio móvil 6 meses)

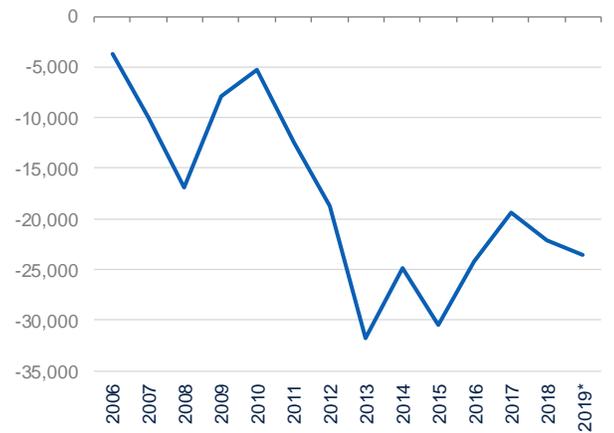


Fuente: BBVA Research / INEGI

El déficit de cuenta corriente aumentó marginalmente en 2018 vs. 2017, lo cual se debe principalmente a los mayores déficits en las balanzas de mercancías petroleras y de ingreso primario

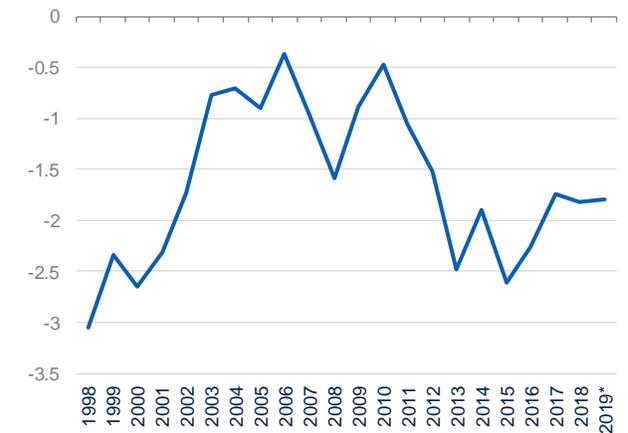
Después de haber registrado 19.4 mil millones de USD en 2017, el déficit de cuenta corriente aumentó hasta ubicarse en 22.2 mil millones de USD en 2018 (Gráfica 3.15). En términos de PIB, el déficit de cuenta corriente pasó de 1.7% a 1.8% (Gráfica 3.16). La información correspondiente al cuarto trimestre de 2018 indica que el déficit de cuenta corriente fue 3.4 mil millones de USD, cuya cifra anualizada equivaldría a 1.1% del PIB. Para 2019, prevemos que el déficit de cuenta corriente sea aproximadamente de 23.6 mil millones de USD ó 1.8% del PIB.

Gráfica 3.15 Cuenta corriente
(Millones de USD)



* Pronóstico
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 3.16 Cuenta corriente
(% del PIB)



* Pronóstico
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Al analizar el comportamiento del déficit de cuenta corriente correspondiente al cuarto trimestre de 2018, dicho déficit disminuyó en comparación con la cifra correspondiente al tercer trimestre de 2018 (Cuadro 3.1). Ello se explica principalmente por un mayor superávit en la balanza de mercancías no petroleras.

Cuando comparamos el comportamiento del déficit de cuenta corriente en 2018 vs. 2017, podemos notar que el incremento en dicho déficit por 2.8 mil millones de USD se debe principalmente a los mayores déficits en las balanzas de mercancías petroleras y de ingreso primario (Cuadro 3.2). Esto último obedece en gran medida a la evolución más dinámica de las importaciones de gasolinas y diésel, así como al mayor rendimiento neto de los activos fijos y financieros en propiedad de no residentes. En relación a las importaciones de gasolinas, México importó de EE.UU. (su principal proveedor internacional de gasolinas) un promedio de 517 mil barriles diarios en 2018 vs. 425 mil barriles diarios en 2017. Es decir, estas importaciones mostraron un incremento anual de 21.7% en 2018.

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

	Jul-Sep 18 (A)	Oct-Dic 18 (B)	Diferencia (B-A)
Cuenta corriente	-5,703	-3,424	2,279
Bal. de bienes y servicios	-8,660	-5,208	3,452
Balanza de bienes	-5,721	-3,534	2,186
Bal. mercancías petroleras	-6,037	-6,866	-829
Bal. mercancías no petroleras	363	3,385	3,021
Bal. bienes adq. en puertos por medios de trans.	-47	-53	-6
Balanza de servicios	-2,939	-1,673	1,266
Bal. de ingreso primario	-5,313	-6,779	-1,466
Bal. de ingreso secundario	8,269	8,563	294

Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Cuadro 3.2 Cuenta corriente y sus componentes en 2017 y 2018 (Millones de USD)

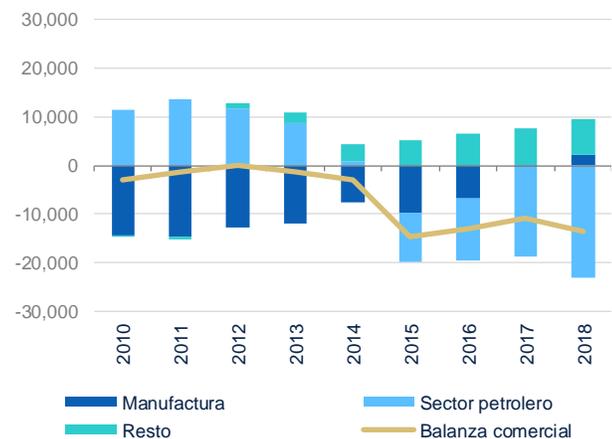
	Ene-Dic 17 (A)	Ene-Dic 18 (B)	Diferencia (B-A)
Cuenta corriente	-19,401	-22,186	-2,785
Bal. de bienes y servicios	-20,807	-22,587	-1,780
Balanza de bienes	-10,990	-13,882	-2,892
Bal. mercancías petroleras	-18,309	-23,190	-4,881
Bal. mercancías no petroleras	7,341	9,485	2,144
Bal. bienes adq. en puertos por medios de trans.	-22	-178	-156
Balanza de servicios	-9,817	-8,705	1,112
Bal. de ingreso primario	-28,268	-32,277	-4,009
Bal. de ingreso secundario	29,674	32,678	3,004

Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

En lo referente a la balanza comercial, su déficit pasó de 11.0 mil millones de USD en 2017 a 13.7 mil millones de USD en 2018. Este mayor déficit se explica principalmente por el aumento sustancial en el déficit de la balanza comercial petrolera, el cual pasó de 18.3 mil millones de USD a 23.2 mil millones de USD entre 2017 y 2018 (Gráfica 3.17). Para 2019 estimamos que el déficit de la balanza comercial se ubique en 13.8 mil millones de USD.

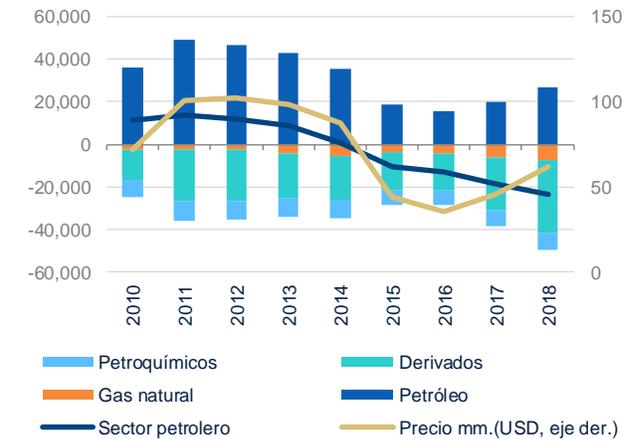
Cabe mencionar que el saldo comercial del petróleo crudo, gas natural y productos derivados ha sido deficitario desde 2015 (históricamente este balance había sido superavitario). A pesar del incremento anual en el valor de las exportaciones de petróleo crudo en 2018, el saldo comercial de todo el sector petrolero incrementó su déficit en relación a 2017 (Gráfica 3.18). Ello se debió en mayor medida a la ampliación en el déficit comercial de los productos derivados del petróleo, resultado de las mayores importaciones de gasolinas y diésel.

Gráfica 3.17 Balanza comercial y componentes principales (Millones de USD)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 3.18 Saldos comerciales en el sector petrolero (Millones de USD)



* mm. significa mezcla mexicana de exportación
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Finanzas públicas: los ingresos públicos totales del primer bimestre de 2019 registraron una caída anual real de 3.9% mientras que el gasto neto total mostró una contracción anual real de 7.7% en el mismo lapso

Los ingresos presupuestarios totales del sector público mostraron un decremento anual real de 3.9% en el periodo enero-febrero de 2019. En la desagregación de los ingresos presupuestarios totales por componentes, los ingresos no tributarios (incluyendo los ingresos petroleros del gobierno federal) mostraron un retroceso anual real de 4.8% en el mismo periodo. Por su parte, los ingresos tributarios exhibieron un aumento anual real de 3.4% en el primer bimestre de 2019. Si bien el IEPS gasolinas y diésel aportó 4.0 puntos porcentuales a la variación anual real de los ingresos tributarios, esta contribución positiva fue contrarrestada por la aportación negativa del IVA de 2.6 puntos porcentuales al dinamismo de los ingresos tributarios. Por su parte, el ISR también mostró una contribución positiva de 1.6 puntos porcentuales a dicho dinamismo. En lo concerniente a los impuestos a la importación, estos añadieron 0.4 puntos porcentuales al crecimiento anual real de los ingresos tributarios.

El ISR es un componente de los ingresos tributarios que se destaca por su peso en la estructura de estos últimos (53.1% de participación en el periodo enero-febrero de 2018). Aunque el ISR mostró una variación anual real de 3.1% en dicho periodo, ésta se compara de manera desfavorable al 5.2% de la variación anual real correspondiente al periodo enero-febrero de 2018.

Los ingresos petroleros del sector público representaron 12.3% de los ingresos presupuestarios totales en el periodo enero-febrero de 2019 (la cifra correspondiente fue 17.6% en el periodo enero-febrero de 2018). Es importante mencionar que este rubro de los ingresos registró un decremento anual real de 32.7% en el periodo enero-febrero de 2019.

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

	2018	2019	Var. % real	Estruc. %
Total	853.2	853.9	-3.9	100.0
Gobierno Federal	660.3	700.5	1.9	82.0
Tributarios	536.6	577.8	3.4	67.7
ISR	285.5	306.6	3.1	35.9
IVA	173.3	165.7	-8.2	19.4
No Tributarios	123.7	122.7	-4.8	14.4
Organismos y empresas control presupuestal	60.2	65.8	4.9	7.7
Empresas Productivas del Estado	132.7	87.7	-36.5	10.3
Pemex	68.0	24.5	-65.4	2.9
CFE	64.7	63.2	-6.2	7.4
Total	853.2	853.9	-3.9	100.0
Ingresos petroleros	150.5	105.5	-32.7	12.3
Ingresos no petroleros	702.6	748.5	2.3	87.7

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

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

	2018	2019	Var. % real	Estruc. %
Total	933.7	897.2	-7.7	100.0
Gasto Programable	639.6	629.7	-5.5	70.2
Gasto corriente	525.8	511.9	-6.5	57.1
Gasto en capital	113.8	117.9	-0.6	13.1
No Programable	294.1	267.4	-12.7	29.8
Participaciones a Edos.	144.7	162.0	7.5	18.1
Costo financiero	81.8	94.6	11.1	10.5
Adefas* y otros	67.6	10.8	-84.6	1.2

* Adeudos de ejercicios fiscales anteriores

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

En lo referente al gasto neto pagado del sector público en el periodo enero-febrero de 2019, éste registró una caída anual real de 7.7%. Ello se debió en mayor medida al rubro del gasto no programable (el cual participó con 29.8% en el total del gasto neto pagado del sector público en el periodo enero-febrero de 2019), el cual mostró una contracción anual real de 12.7% en dicho periodo. Por su parte, el gasto programable exhibió un retroceso anual real de 5.5% en el primer bimestre de 2019. Al interior de este gasto, cabe destacar que dicho retroceso se explica casi totalmente por

los recortes al gasto corriente, el cual experimentó un decremento anual real de 6.5% mientras que el gasto en capital registró una caída anual real de 0.6%.

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-febrero de 2019. No obstante, cálculos propios muestran que, sin la inversión financiera y los rubros de gasto mencionados, el resto del gasto experimentó un mayor decremento al haber exhibido una contracción anual real de 19.5% durante dicho periodo.

La mayor caída anual real experimentada por este concepto más limitado de gasto señala 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 continuar con los esfuerzos en materia de contención de gasto durante el periodo febrero-diciembre de 2019 para lograr la meta de 241.7 mil millones de pesos ó 1.0% del PIB para el superávit primario.

En el periodo enero-febrero de 2019, el balance primario del sector público registró un monto de 57.7 mil millones de pesos vs. 7.3 mil millones de pesos en el mismo lapso de 2018. El superávit primario se debió en gran medida al balance positivo de 73.8 mil millones de pesos del gobierno federal, el cual fue contrarrestado por el balance negativo de 22.4 mil millones de pesos de organismos y empresas.

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

	2018		2019	
	Nominal	Nominal	Real	Var. % real
Gasto neto total	933.7	897.2	861.4	-7.7
Sin inversión financiera	918.8	876.4	841.5	-8.4
Sin inversión fin. y participaciones	774.1	714.4	685.9	-11.4
Sin inversión fin., part. y pensiones	636.6	560.0	537.7	-15.5
Sin inversión fin., part., pens. y costo financiero	554.9	465.4	446.8	-19.5

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

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

	2018	2019	Var. % real
Balance público	-67.8	-27.6	-60.9
Bal. púb. sin inversión productiva	30.6	69.3	117.6
Balance presupuestario	-80.5	-43.2	-48.5
Ingreso presupuestario	853.2	853.9	-3.9
Gasto neto pagado presup.	933.7	897.2	-7.7
Bal. del Gobierno Federal	-74.9	8.7	n.s.
Bal. Organismos y Empresas	-5.6	-51.9	783.6
Balance primario	7.3	57.7	663.1
Balance presupuestario	1.2	51.4	3950.8
Gobierno Federal	-27.7	73.8	n.s.
Organismos y empresas	28.9	-22.4	n.s.
Pemex	-0.8	-54.4	6368.0
Otras entidades	29.7	31.9	3.3
Ent. bajo control indirecto	6.0	6.3	-0.2

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 46.8% del PIB al cierre de 2018. Este nivel de deuda es 0.1 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 36.1% al cierre de 2018.

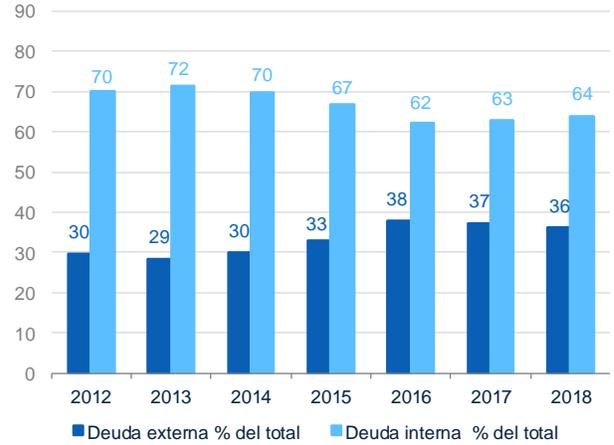
Al cierre de 2018, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) se encuentra 16.0 puntos porcentuales de PIB por encima de su nivel alcanzado en 2007. Este indicador amplio de la deuda pública se ubicó en 44.8% y 46.0% del PIB al cierre de 2018 y 2017, respectivamente. Prevemos que el SHRFSP cierre 2019 en 45.5% del PIB.

Gráfica 3.19 Deuda bruta y saldo de los requerimientos financieros del sector público (% del PIB)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Gráfica 3.20 Estructura porcentual de la deuda interna y externa del sector público (% de la deuda total)

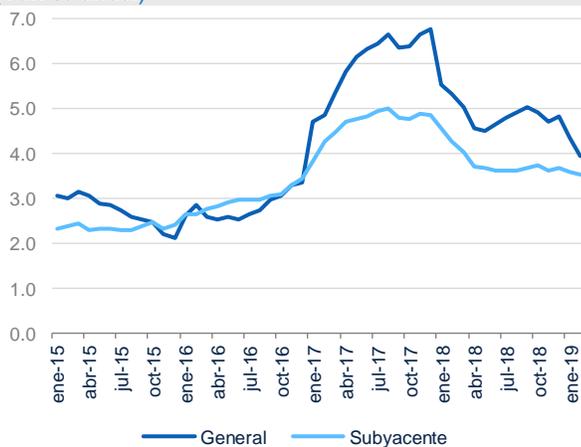


Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

4. La inflación ha tenido un gran comienzo en 2019: el aumento acumulado de 0.1pp en enero-febrero es el más bajo desde 2015, año en el que la inflación alcanzó un mínimo histórico

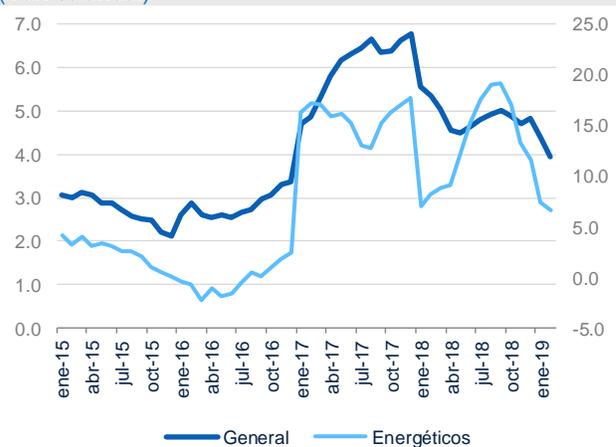
Después del aumento transitorio de la inflación general en el tercer trimestre de 2018, que se explicó principalmente por la aceleración en el aumento de los precios energéticos (véase gráfica 4.2), ésta disminuyó 0.1 puntos porcentuales (pp) en promedio en el cuarto trimestre (de 4.91% a 4.82%). Este descenso se explica por la disminución de la inflación no subyacente de un promedio de 8.78% a uno de 8.32%, con una inflación subyacente estable – pasando de 3.64% en 3T18 a 3.68% en 4T18– a pesar de la magnitud de los choques de oferta en los precios energéticos. Así, tras la rápida disminución de la inflación subyacente en los primeros cuatro meses de 2018 en los que disminuyó 1.2pp (de 4.87% a 3.71%), la inflación fluctuó en un rango estrecho de 3.6-3.7% el resto del año. La resistencia a disminuir de la inflación subyacente durante este periodo se explicó principalmente por un ligero aumento de los precios de los servicios (la inflación de este subíndice aumentó de 3.15% en abril de 2018 a 3.47% en diciembre) que fue compensado por una menor inflación de las mercancías que disminuyó de 4.35% en abril a 3.92% en diciembre. El aumento de los precios de los servicios respondió principalmente a efectos indirectos en los servicios de transporte derivados del fuerte incremento en los precios de la gasolina. Por su parte, el menor ritmo de disminución de las mercancías se explica por un rebote transitorio en la inflación de los alimentos procesados que obedeció también a efectos indirectos tras los fuertes incrementos observados en los precios de los alimentos perecederos en la segunda mitad del año. Es destacable que a pesar de los incrementos observados en los salarios reales y en un contexto de poca holgura de la economía durante 2018, la inflación subyacente se mantuvo estable.

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



Fuente: BBVA Research / INEGI

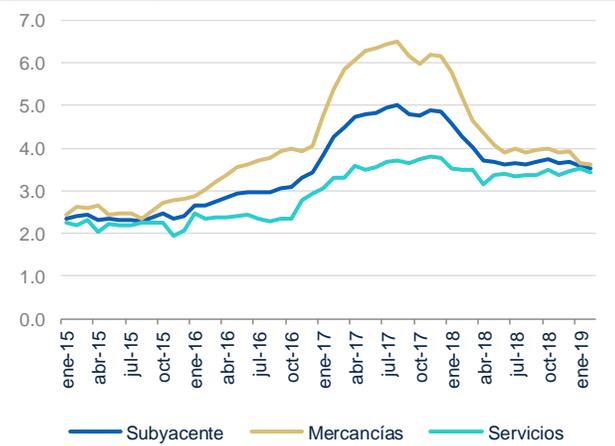
Gráfica 4.2 Inflación general y de energéticos* (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research / INEGI

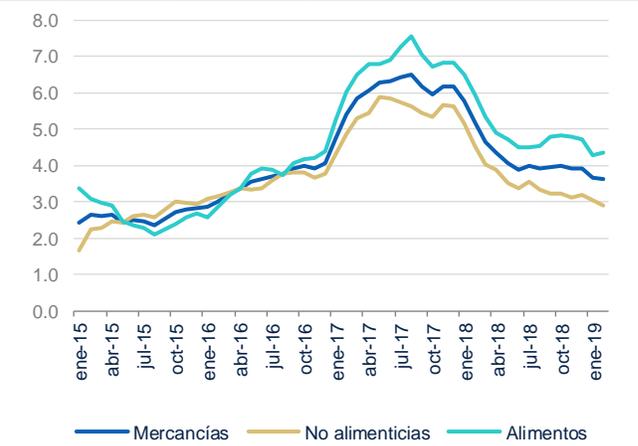
En contraste con el aumento transitorio de la inflación general en la segunda mitad de 2018 (de 4.65% en junio a 4.83% en diciembre) y la estabilidad de la inflación subyacente en ese mismo lapso (de 3.64% en junio a 3.68% en diciembre), en los primeros dos meses de 2019 ha tenido un desempeño muy favorable. El aumento acumulado de 0.1pp en enero-febrero es el más bajo desde 2015, año en el que la inflación alcanzó un mínimo histórico de 2.1%. Destaca que, en ese año, la inflación acumulada tan baja en este periodo en el que típicamente aumenta entre 0.8 y 0.9pp (véase gráfica 4.1) respondió a los efectos favorables de la reforma de telecomunicaciones por la eliminación de algunos cobros como el de larga distancia. De hecho, la inflación acumulada en 2019 es aún menor (0.06pp en comparación con 0.10pp en 2015). Con ello, la inflación general disminuyó 0.9pp entre diciembre de 2018 y febrero de este año (de 4.83% a 3.94%), ubicándose por debajo de 4.0% por primera vez desde diciembre de 2016. Esta disminución tiene su origen en menores precios de los energéticos (véase gráfica 4.2) y en una caída de 12pp en la inflación de frutas y verduras entre la primera quincena de enero y la segunda de febrero. En estos dos meses, la inflación subyacente también disminuyó, aunque a menor ritmo, y paso de 3.68% en diciembre a 3.54% en febrero. Esta ligera disminución que rompió la resistencia a bajar del estrecho rango de 3.6-3.7% en el que se había movido la inflación subyacente entre abril de 2018 y enero de 2019, respondió a una ligera disminución en la inflación de las mercancías (véase gráfica 4.3), que a su vez obedeció al continuo buen comportamiento de la inflación de las mercancías no alimenticias (véase gráfica 4.4) cuya inflación ya ha disminuido 0.3pp en lo que va del año (pasó de 3.18% en diciembre de 2018 a 2.90% en febrero) y se ubica por debajo de 3.0% por primera vez desde diciembre de 2015, previo a todo el periodo de *pass-through* (ie, traspaso del tipo de cambio a los precios) que se derivó de los efectos sobre el tipo de cambio que tuvo la nominación de Trump como candidato a la presidencia en abril de 2016 y su eventual triunfo en noviembre de ese mismo año. Se puede afirmar que los efectos del *pass-through* sobre la inflación se han disipado. Si la inflación subyacente no ha disminuido a menor ritmo es por los choques que se han registrado tanto en precios energéticos como en alimentos perecederos. En ausencia de estos choques la inflación subyacente habría mostrado menor resistencia a la baja y estaría más cerca de 3.0%.

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



Fuente: BBVA Research / INEGI

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

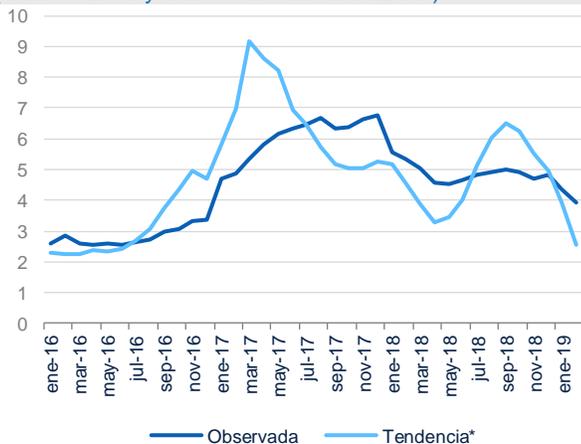


Fuente: BBVA Research / INEGI

Ritmo de convergencia más lento al objetivo de 3.0% a partir de ahora con un previsible aumento transitorio de la inflación general en 2T19

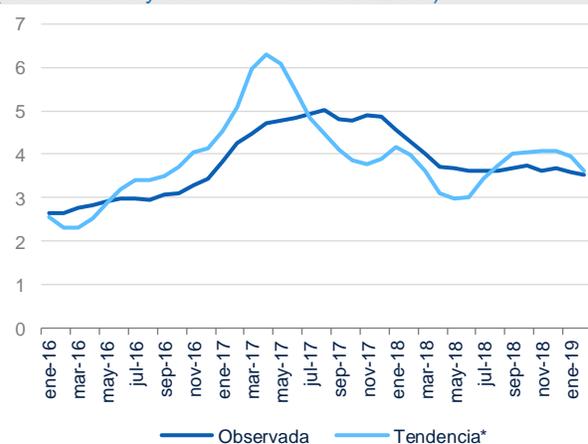
Las tendencias recientes de la inflación general y subyacente sugieren que ambas disminuirán en los próximos meses, si bien la subyacente lo hará a menor ritmo (véase gráficas 4.5 y 4.6). No obstante, prevemos un aumento transitorio de la inflación general en 2T19 que la llevará nuevamente por encima de 4.0% antes de disminuir debajo de ese nivel en 3T19 y tener una caída adicional hasta 3.4% a fin de este año (-0.3pp respecto a nuestro pronóstico previo de 3.7%). Por su parte, anticipamos que la inflación subyacente se mantendrá relativamente estable entre marzo y octubre (fluctuando entre 3.5 y 3.6%) antes de disminuir a 3.3% en los últimos dos meses del año (ie, mantenemos nuestra previsión de 3.3%).

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



* Cálculos propios basados en la desestacionalización del índice de la inflación general.
Fuente: BBVA Research / INEGI

Gráfica 4.6 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

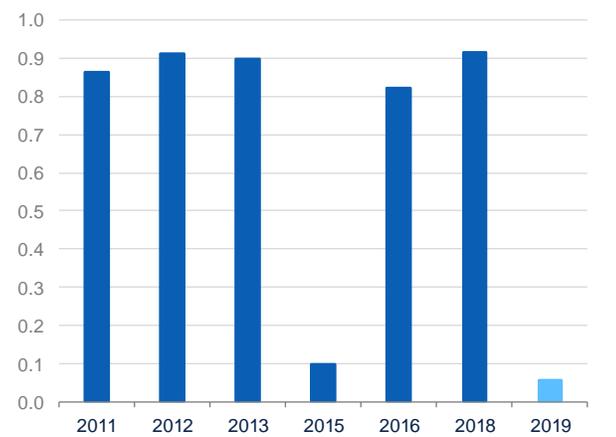
El balance de riesgos para la inflación ha mejorado y está más balanceado

Nuestras previsiones para la inflación están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza; los riesgos han mejorado y se encuentran más balanceados. Los principales riesgos al alza continúan asociados al desempeño futuro del tipo de cambio. Consideramos que los riesgos para el tipo de cambio continúan sesgados al alza. Éste podría verse afectado tanto por factores externos, como el posible resurgimiento de los temores por la falta de ratificación del nuevo tratado de libre comercio de América del Norte en el Congreso de EE.UU., como internos por un posible deterioro adicional en la situación de PEMEX que afectar al tipo de cambio si se percibe que eventualmente se traduciría en un deterioro de las finanzas públicas. Además de estos riesgos al alza asociados al tipo de cambio, podrían resurgir las presiones sobre los precios energéticos y/o los de frutas y verduras, dando origen a nuevos choques de oferta. En nuestra opinión, el aumento del salario mínimo no representa un riesgo alcista ya que no representa aún un aumento mayor al de la productividad laboral durante los últimos 25 años, a que solo el 3% de los trabajadores en el sector formal lo perciben, y a que en un contexto de mayor debilidad económica/mayor output gap, no aumentará el poder de

negociación de los trabajadores que perciben dos o más salarios mínimos, evitando con ello un traspaso de dicho aumento a otros salarios.

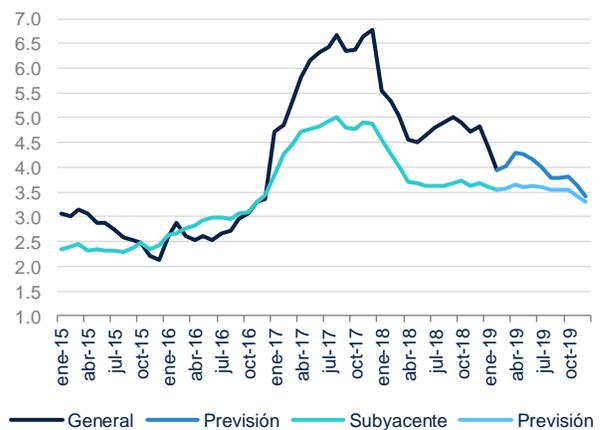
Los principales riesgos a la baja están asociados a la debilidad de la economía que está traduciéndose en un mayor output gap y que sigue explicando la ausencia de presiones de demanda en los precios. Además, podría continuar el favorable desempeño de los precios no subyacentes en un contexto en el que la nueva administración se ha comprometido a no aumentar los precios de la gasolina más allá de la inflación. De alcanzarse este objetivo en 2019, los precios de la gasolina (que representan 6% de la canasta de la inflación general) no aumentarían el resto del año, limitando las posibles presiones alcistas que se derivarían de un posible repunte en los precios energéticos en el mercado internacional.

Gráfica 4.7 Inflación acumulada enero-febrero por año (Puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research / INEGI

Gráfica 4.8 Perspectivas para la inflación general y subyacente (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research / INEGI

Política monetaria: cautelada en el corto plazo, inicio de ciclo de bajadas en la segunda mitad del año

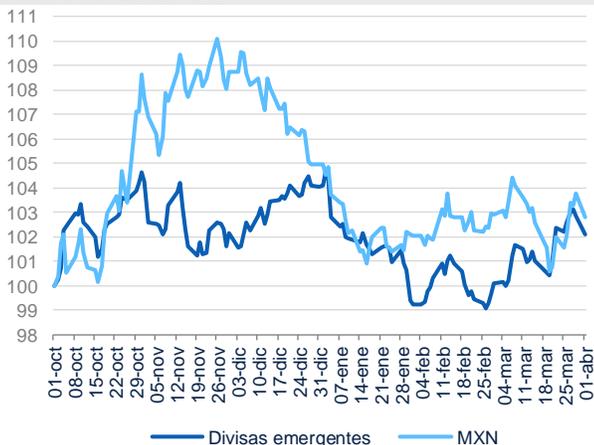
Después de que la Junta de Gobierno del Banco de México (la Junta) decidió aumentar la tasa monetaria de forma preventiva en 25pb en cada una de las dos últimas reuniones del 2018 (en noviembre y diciembre) para llevarla a un nivel de 8.25%, en las dos reuniones de este año, en febrero y marzo, decidió de forma unánime mantener la tasa sin cambios en ese nivel. Si bien el lenguaje de los últimos dos comunicados de política monetaria de Banxico sigue siendo restrictivo (*hawkish*), e incluso 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 es menos restrictivo que el de los anteriores y da señales de que, en ausencia de un deterioro del balance de riesgos para la inflación, una pausa monetaria es el escenario más probable en los próximos meses.

Aunque la comunicación de Banxico no da ninguna señal de que se empiece a discutir la posibilidad de bajar la tasa monetaria, y en términos generales, la Junta no ha suavizado su tono, parece también claro que Banxico ya tampoco está inclinado a hacer aumentos preventivos adicionales. Como habíamos anticipado, Banxico ha cambiado de un

enfoque preventivo (con subidas preventivas de la tasa monetaria), a uno cauteloso de esperar y ver la evolución del balance de riesgos para la inflación. El párrafo de política monetaria del último comunicado se mantuvo sin cambios. La Junta repitió que "mantendrá una postura de política monetaria prudente" y ajustará las tasas de manera "oportuna y firme" si es necesario. La Junta también repitió que el balance de riesgos a la inflación permanece inclinado al alza. Banxico destacó que la inflación ha caído este año y reconoció que la inflación subyacente disminuyó, pero minimizó esto último al notar que los precios de los alimentos procesados han aumentado recientemente. Además, destacó el riesgo que representa la persistencia de la inflación subyacente. Banxico también reconoció la reciente disminución de las expectativas de inflación de los analistas y las implícitas en los instrumentos de mercado, pero destacó que éstas se mantienen en niveles altos y por encima de la meta. Desde nuestro punto de vista, el comunicado agregó un ligero cambio *dovish* (menos restrictivo) al mencionar que "algunos de los factores de riesgo [de la inflación] se han intensificado a la baja". Sin embargo, Banxico destacó que "hay otros que podrían empujarla hacia arriba en mayor magnitud y desviarla de la trayectoria esperada".

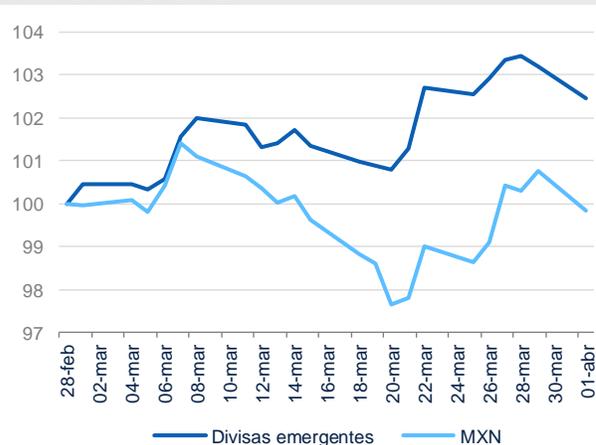
A pesar del tono *hawkish* y el enfoque de esperar y ver que parece haber adoptado Banxico en 1T19, creemos que es probable que cambie a un enfoque de gradual relajamiento de la postura monetaria más pronto que tarde. Hay varias razones para ello: i) la Reserva Federal ha dado señales claras de que en ausencia de aumentos no previstos en la inflación no aumentará su tasa monetaria en lo que resta del año; ii) el tipo de cambio está relativamente estable a pesar de los riesgos; iii) prevemos que la inflación general debería ubicarse por debajo del 4,0% a partir del verano de forma permanente; iv) anticipamos que la subyacente se mantendrá estable antes de disminuir en 4T19; v) la economía está dando muestras claras de debilitamiento y, en consecuencia, la mayor debilidad de la posición cíclica de la economía se está traduciendo en un aumento de la brecha del producto (output gap), limitando los riesgos alcistas provenientes del mercado laboral; y vi) la postura monetaria es altamente restrictiva: la tasa de política monetaria real ex ante se ubica por encima de 4.0%, un nivel elevado para estándares históricos, y significativamente mayor a la estimación de 2.0% de la tasa neutral.

Gráfica 4.9 MXN vs divisas de emergentes*
Índice 1 oct 2018=100



* Cálculos propios basados en una reponderación del índice JP Emerging Markets Currency Index tras quitar al MXN
Fuente: BBVA Research / Bloomberg

Gráfica 4.10 MXN vs divisas de emergentes*
Índice 28 feb 2019=100



* Cálculos propios basados en una reponderación del índice JP Emerging Markets Currency Index tras quitar al MXN
Fuente: BBVA Research / Bloomberg

En este contexto, en nuestra opinión, el caso para una postura menos restrictiva de la política monetaria se fortalecerá en unos pocos meses. Creemos que Banxico comenzará a flexibilizar su postura monetaria en agosto y pronosticamos 50 pb de recortes de tasas este año (25pb en agosto y 25pb en noviembre, reduciendo la tasa de la política a 7.75% para fines de año) y otros 100 pb de recortes el próximo año (a 6.75%).

Razones por las que esperamos que Banxico comience a reducir tasas este año ...

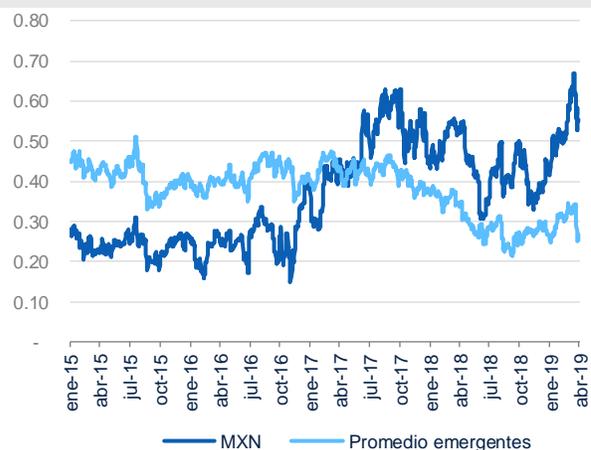
1. El balance de riesgos para la inflación continúa mejorando, con el buen comportamiento de la inflación, el fortalecimiento del peso y la posterior relativa estabilidad del tipo de cambio, y el descenso de las expectativas de inflación. La inflación general ha caído más de lo esperado en el 1T, lo que da a Banxico menos razones para preocuparse por su tendencia, luego del rebote impulsado por los choques de oferta observados durante el 4T18. El peso tras fortalecerse durante diciembre y la primera mitad de enero, ha mostrado relativa estabilidad. De hecho, las preocupaciones sobre México han disminuido y con ello, el peso ha recuperado por completo de la marcada diferenciación negativa observada entre octubre y noviembre de 2018 después de la cancelación del NAIM (ver gráficas 4.9 y 4.10). Los riesgos para el peso continúan sesgados al alza, y están principalmente relacionados con PEMEX (el gobierno aún debe abordar los problemas de PEMEX de manera creíble), la calificación soberana, la ejecución del presupuesto 2019 y las presiones fiscales en el futuro, y un posible retraso en la ratificación del acuerdo comercial de Norteamérica en el Congreso de EE.UU., pero con la Reserva Federal al margen y las menores preocupaciones sobre México, el contexto para las monedas de emergentes y el MXN ha mejorado. Además, las expectativas de inflación basadas en el mercado a largo plazo han retrocedido después del repunte del peso (ver gráfica 4.11) y las expectativas de consenso de los analistas también han disminuido (el consenso de los analistas ahora espera una inflación general de 3.7% para fin de año en comparación con 4.0% al inicio del año).

Gráfica 4.11 Expectativas de inflación de largo derivadas de instrumentos de mercado* y tipo de cambio % y ppd



* Breakeven 10 años
Fuente: BBVA Research / Bloomberg

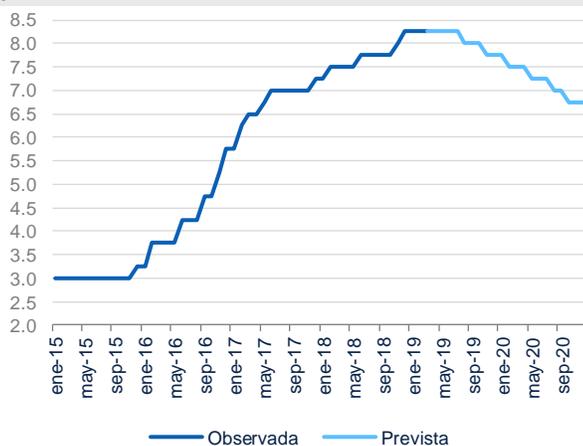
Gráfica 4.12 Carry-trade ajustado por riesgo* %



* Cálculos propios basados en el diferencial de las tasas monetarias y ajustado con la volatilidad implícita a un mes de cada divisa
Fuente: BBVA Research / Bloomberg

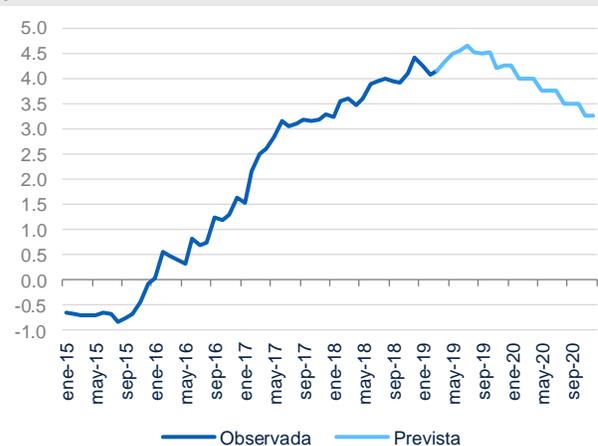
- Es probable que la Reserva Federal permanezca al margen. Resultaba complicado para Banxico comenzar a recortar las tasas con un ciclo de subidas de la Fed y con una inflación por encima del 4.0%, pero con una perspectiva menos favorable para la economía de EE.UU., existe una probabilidad cada vez mayor de que no haya más aumentos de tasas en 2019. De hecho, tras la última reunión la Fed indicó que en ausencia de mayores presiones inflacionarias en los EE. UU. (nuestro escenario base), se sentiría cómoda manteniendo las tasas sin cambios. Además, si las condiciones económicas se deterioraran significativamente, la Fed podría comenzar a considerar posibles recortes de tasas. En este contexto, Banxico debería tener menos preocupaciones sobre la posición relativa de la política monetaria, incluso si comienza a recortar las tasas a finales de este año, ya que el *carry-trade* ajustado por riesgo del MXN sigue siendo muy atractivo (ver gráfica 4.12).
- La marcada ralentización del ritmo de actividad económica durante 4T18-1T19 implica una posición cíclica más débil. En consecuencia, es previsible que continúe la ausencia de presiones de demanda con el aumento del *output gap*.

Gráfica 4.13 Perspectivas tasa monetaria, nominal %



Fuente: BBVA Research / Banxico

Gráfica 4.14 Perspectivas tasa monetaria, real ex ante* %



* La tasa real ex ante se calcula como la diferencia entre la tasa monetaria y las expectativas de inflación a 12 meses de la encuesta de Banxico. Para las previsiones utilizamos nuestros pronósticos de inflación.
Fuente: BBVA Research / INEGI / Banxico

... pero no hasta el tercer trimestre

Es probable que la inflación repunte en el 2T. La inflación general sorprendió a la baja en las primeras cinco quincenas del año, empujando la inflación anual a 3.9% desde 4.8% en diciembre. La inflación subyacente ha bajado a 3.5% desde 3.7% a fines del año pasado, y el estrecho rango de 3.6-3.7% en el que se movió desde abril de 2018 a enero de 2019. Sin embargo, la fuerte disminución en la inflación general se explica principalmente por fuerte caída en los precios de frutas y verduras (-12.0% entre la primera quincena de enero y la segunda quincena de febrero). Es probable que la inflación general anual rebote en el segundo trimestre y se mantenga por encima del 4,0% al menos hasta junio como argumentamos en la sección anterior. Asimismo, es poco probable que la inflación subyacente disminuya más hasta el cuarto trimestre y, por lo tanto, Banxico probablemente continuará señalando que la inflación subyacente muestra signos de rigidez a la baja. En este contexto, consideramos difícil que Banxico opte por iniciar un ciclo gradual de relajamiento antes del 3T.

5. Recuperación de los activos domésticos en un entorno de menor incertidumbre doméstica y de pausa monetaria en EE.UU.

En un entorno con señales de desaceleración económica global, la pausa en el proceso de normalización monetaria por parte de la Reserva Federal (FED) y la reducción de los riesgos domésticos son los principales factores detrás de los movimientos de los mercados financieros nacionales en los últimos meses.

El envío de un presupuesto fiscalmente prudente para 2019 y la recompra de bonos del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México (NAIM) generaron que los participantes de los mercados percibieran una menor probabilidad de ocurrencia de los riesgos asociados a las políticas de la nueva administración. Y es que tras la cancelación del NAIM y la subsecuente aparición de iniciativas legislativas sobre eliminación de las comisiones bancarias y de estatización del sistema de ahorro para el retiro, los mercados parecían descontar un escenario adverso que ponía en duda el cumplimiento de la disciplina fiscal. Esto se reflejó claramente en una diferenciación negativa de los precios de los activos domésticos que llevó al tipo de cambio a cotizar por encima de los 20.5 pesos por dólar y al rendimiento a vencimiento del bono a 10 años a ubicarse por encima del 9.0%, algo no visto desde 2009.

El cambio en la percepción de los inversionistas sobre los riesgos domésticos generó una rápida recuperación de los precios de los activos, el cual se vio significativamente fortalecido por el cambio en la postura de la FED. En efecto, el súbito cambio de la comunicación del presidente de la FED a principios del mes de enero hacia una postura “paciente” y de mayor dependencia en los datos económicos para continuar con el proceso de normalización monetaria, aunado a la debilidad de los datos económicos a nivel global, generó que los mercados descontaran que durante 2019 no se producirá ningún alza adicional en la tasa de fondos federales. Esto, a su vez, se tradujo en una mayor demanda por activos de mercados emergentes, a tal punto que para mediados de enero el tipo de cambio se ubicó por debajo de los 19 pesos y el rendimiento a vencimiento del bono a 10 años por debajo del 8.60%.

Gráfica 5.1 Tipo de cambio (Pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

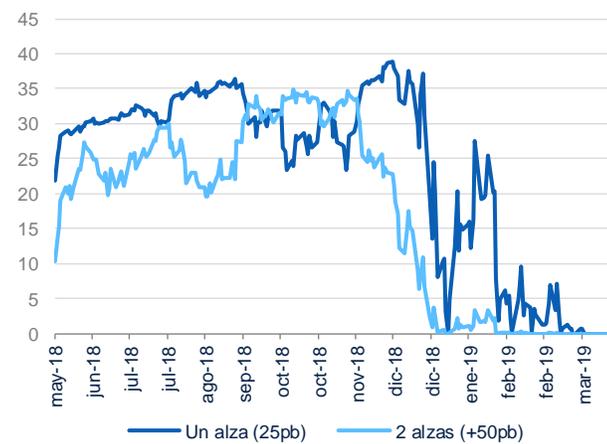
Gráfica 5.2 Rendimiento a vencimiento bono a 10 años, EE.UU. y México (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

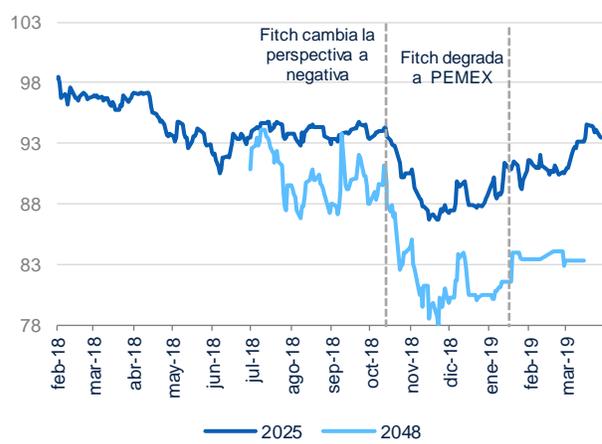
A partir de este momento se confirmó el cambio en el escenario hacia uno que incorpora una desaceleración económica global, una pausa monetaria por parte de la FED y posturas laxas durante un mayor tiempo por parte del resto de los principales bancos centrales de países desarrollados. En consecuencia, los movimientos de corto plazo de los mercados financieros han estado asociados al desempeño de los datos económicos respecto a lo esperado, en un intento de los inversionistas de evaluar si lo que predominará en la valuación de los activos serán los menores ingresos derivados de la desaceleración económica o las menores tasas de descuento. Esto ocurre particularmente en los EE.UU., que continúa como el principal motor del crecimiento global a la vez que es la nación desarrollada que mantiene un crecimiento por encima de su potencial.

Gráfica 5.3 Probabilidad implícita de incrementos en la tasa de fondos federales en 2019 (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 5.4 Precio de los bonos de PEMEX (USD)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

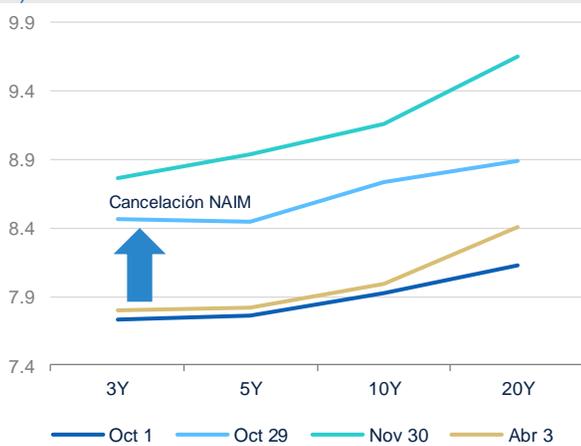
Si bien los cambios en el escenario anteriormente descrito han predominado sobre los precios de los activos mexicanos, no se puede dejar de lado la volatilidad generada por el resurgimiento de las preocupaciones sobre la situación financiera de PEMEX. Durante las primeras semanas del año se exacerbó las preocupaciones sobre la situación financiera de PEMEX ante los riesgos que presenta el cambio en su modelo de negocio en un entorno de caída de la producción petrolera y un endeudamiento que supera los USD 100 mil millones de dólares. La poca confianza que generaron sus directivos ante inversionistas y la dificultad de establecer medidas contundentes de apoyo por parte del gobierno federal, dado el complicado entorno antes descrito, derivaron en la reducción de la calificación de la petrolera por parte de Fitch Ratings a BBB- desde BBB+. Adicionalmente, la estrecha relación entre el desempeño de la petrolera y las finanzas públicas del país ha incrementado la presión sobre la calificación de deuda soberana del país, al punto que Standard & Poor's modificó la perspectiva de deuda de México de estable a negativa. En consecuencia, no sólo la deuda de la petrolera registró presiones, sino también varios indicadores macroeconómicos. Mientras que el rendimiento del bono a 10 años de PEMEX en dólares tocó niveles por encima del 8.0%, el peso se desligó del comportamiento de las divisas emergentes y el tipo de cambio llegó a tocar nuevamente niveles alrededor de 19.5 pesos por dólar entre febrero y marzo. No obstante, el anuncio de que 7 mil millones de dólares del Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros (FAIEP) se utilizará para pagar los vencimientos de deuda de la petrolera, evitando así su salida a los mercados financieros, alivió las preocupaciones de los inversionistas y logró no sólo revalorar los bonos de PEMEX, sino también retomar la alta correlación del peso con las monedas emergentes. Con esto el tipo de cambio cotiza actualmente alrededor de los 19.2 pesos por dólar, lo que la ubica como la sexta divisa con mayor apreciación en lo que va del año. Cabe señalar que el peso ya eliminó la

diferenciación negativa observada tras la cancelación del NAIM e inclusive es la moneda con la mayor apreciación (6.2%) desde el primero de diciembre de 2018, fecha en que los riesgos idiosincráticos aún no se disipaban y la FED no había cambiado su postura.

Los temores sobre la situación financiera de PEMEX tuvieron efectos más limitados sobre la curva mexicana, que actualmente presenta niveles prácticamente iguales en todos sus nodos a los registrados antes de la cancelación del NAIM. Y es que, en un entorno con caídas de 70 puntos base en el rendimiento a vencimiento del bono del Tesoro a 10 años en los últimos cinco meses, las sorpresas positivas de inflación y las perspectivas de un recorte de la tasa de política monetaria durante la segunda mitad del año se conjugaron para que el rendimiento a vencimiento del bono gubernamental a 10 años cayera 60 puntos base adicionales a su nivel de enero y actualmente se ubique en niveles de 8.0%.

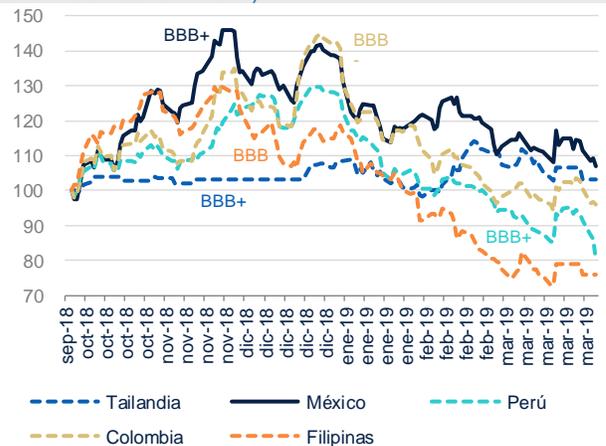
La recuperación observada en los mercados cambiario y de renta fija nacional dista de lo ocurrido en materia de riesgo soberano. Si bien los factores antes descritos también permitieron reducir la prima de riesgo soberano, medida como el spread del CDS a 5 años, desde sus máximos de 163 puntos base en noviembre, los mercados continúan situando a México a la par de naciones como Colombia e incluso Rusia que tienen calificaciones de deuda dos escalones por debajo de la que ostenta México (BBB+). Este es un comportamiento que ya se venía observando desde años atrás, sin embargo, en meses recientes se acentuó ante el incremento de los riesgos idiosincráticos. Un fenómeno similar se presenta en el mercado de deuda en dólares, en el que los rendimientos de la deuda mexicana se mantienen alejados de los de sus pares en calificación como Perú y cercanos también a los de países como Rusia que está apenas por encima del grado de inversión. En términos prácticos, los mercados otorgan recursos a México a un costo significativamente más alto del que correspondería a su calificación de deuda soberana.

Gráfica 5.5 Curva de rendimientos gubernamentales (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 5.6 Riesgo soberano, spread CDS a 5 años (Índice 1 Oct 2018 = 100)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

En lo que respecta a los flujos a instrumentos de renta fija nacional por parte de extranjeros, la expectativa de pausa por parte de la FED que incorporan los participantes de los mercados aunada a los niveles restrictivos de la tasa de política monetaria en nuestro país, abrió oportunidades de arbitraje que se reflejaron en una mayor demanda de deuda de corto plazo. De hecho, la cantidad de CETES como proporción del total en circulación que poseen los extranjeros se incrementó de 25 a alrededor de 35% en lo que va del año. Es importante señalar que antes de que la FED iniciara con su proceso de normalización monetaria los extranjeros llegaron a tener el 70% del total en circulación de los CETES. En cuanto a los bonos de mediano y largo plazos, los extranjeros mantienen sus posiciones sin cambios significativos, comportamiento similar a lo que se ha observado en los últimos años.

En suma, las señales de prudencia fiscal por parte del nuevo gobierno y, sobre todo, el cambio en la postura de la FED han reducido significativamente las presiones sobre los precios de los activos domésticos. Hacia delante se espera que la relativa estabilidad que hemos observado desde inicios de año se pueda mantener en la medida en que no haya cambios abruptos en las expectativas de mercado sobre la trayectoria de las tasas de interés en EE.UU. y se mantengan reducidas las posibilidades de observar una recesión en nuestro vecino del norte. Todo esto en un entorno doméstico en el que el gobierno federal parece haber ganado tiempo para afrontar la situación financiera de PEMEX, que es sin duda, el principal riesgo idiosincrático. En este contexto esperamos que el tipo de cambio cierre el 2019 en niveles de 19 pesos promedio, mientras que esperamos que el rendimiento del bono a 10 años continúe con su trayectoria descendente para cerrar el año por debajo del 8.0%.

6. Previsiones

Cuadro 6.1 Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	1.6	2.2	2.9	2.5	2.0
UEM	1.9	2.5	1.8	1.0	1.3
Alemania	2.2	2.5	1.5	0.8	1.4
Francia	1.1	2.3	1.6	1.2	1.5
Italia	1.2	1.7	0.8	-0.2	0.5
España	3.2	3.0	2.6	2.2	1.9
Reino Unido	1.8	1.8	1.4	1.3	1.6
América Latina*	-0.2	1.8	1.5	1.7	2.3
México	2.7	2.3	2.0	1.4	2.2
Brasil	-3.3	1.1	1.1	1.8	1.8
Eagles**	5.2	5.4	5.2	4.9	5.0
Turquía	3.2	7.4	2.6	1.0	2.5
Asia-Pacífico	5.6	5.6	5.6	5.3	5.2
Japón	0.6	1.9	0.8	0.7	0.5
China	6.7	6.8	6.6	6.0	5.8
Asia (exc. China)	4.6	4.6	4.7	4.6	4.6
Mundo	3.3	3.7	3.6	3.4	3.4

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay

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

Fecha de cierre de previsiones: 5 abril 2019

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 6.2 Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2017	2018	2019	2020	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20	3T20	4T20
PIB (variación % real)	2.2	2.9	2.5	2.0	1.7	2.6	2.3	1.5	2.1	2.3	1.8	2.0
Consumo personal (var. % real)	2.5	2.6	2.8	2.1	3.1	2.5	2.1	2.2	2.1	2.2	2.0	2.0
Consumo gobierno (var. % real)	-0.1	1.5	1.6	0.7	2.0	1.6	1.2	0.8	0.5	0.5	0.3	0.2
Inversión fija bruta (var. % real)	4.8	6.0	5.2	4.0	2.7	6.0	5.2	1.2	4.4	5.0	3.7	4.8
Construcción ¹	3.3	-0.2	-1.2	1.2	-2.2	1.2	1.8	1.2	0.9	1.3	1.3	1.1
Prod. industrial (var. % real anual)	1.6	4.0	2.6	2.4	0.4	2.5	2.4	1.8	2.7	2.9	2.6	1.8
Balance cuenta corriente (% del PIB)	-2.3	-2.3	-2.8	-2.9	-2.7	-2.8	-2.8	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-3.0
Inflación anual (fin de periodo)	2.1	1.9	2.2	1.9	1.4	2.4	2.4	2.4	1.6	1.8	2.0	2.2
Inflación anual (promedio de periodo)	2.1	2.4	1.7	2.1	0.6	2.4	2.4	2.4	1.9	1.8	1.9	2.1
Balance fiscal primario ² (% del PIB)	-3.4	-3.9	-4.2	-4.1	-4.2	-4.2	-4.2	-4.2	-4.2	-4.2	-4.1	-4.1

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6.3 Indicadores y Pronósticos México

	2017	2018	2019	2020	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20	3T20	4T20
PIB (series desestacional.)												
Variación % real anual	2.3	2.0	1.4	2.2	0.6	1.3	1.5	2.0	2.6	2.5	2.1	1.8
Por habitante en dólares	9,478	9,793	10,285	10,721	10,002	10,269	10,408	10,460	10,609	10,630	10,779	10,866
Miles de millones de dólares	1,171	1,221	1,295	1,346	1,253	1,293	1,312	1,321	1,341	1,351	1,372	1,385
Inflación (% , promedio)												
General	6.04	4.90	3.95	3.69	4.11	4.24	3.85	3.62	3.93	3.80	3.53	3.51
Subyacente	4.68	3.82	3.54	3.38	3.57	3.62	3.56	3.41	3.42	3.37	3.39	3.33
Mercados Finan. (% , prom.)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	6.75	7.69	8.10	7.21	8.25	8.25	8.08	7.83	7.58	7.33	7.08	6.83
Cetes 28 días	6.69	7.62	7.94	7.17	7.97	8.02	7.99	7.80	7.55	7.30	7.05	6.80
TIIE 28 días	7.12	8.06	8.43	7.51	8.56	8.59	8.34	8.09	7.84	7.59	7.34	7.09
Bono 10 años	7.18	7.97	8.10	7.58	8.56	8.10	8.04	7.91	7.77	7.66	7.51	7.39
Tipo de cambio (promedio)												
Pesos por dólar	18.8	19.3	18.9	19.0	19.2	18.7	18.8	19.0	19.1	19.0	18.9	19.0
Finanzas Públicas*												
RFSP (% del PIB)	-1.1	-2.3	-2.5	-2.1				-2.5				-2.1
Sector Externo¹												
Balanza comercial (mmd)	-11.0	-13.7	-13.8	-15.2	-3.2	-1.5	-7.0	-2.1	-3.5	-1.9	-7.4	-2.4
Cuenta corriente (mmd)	-19.4	-22.2	-23.6	-27.6	-7.3	-3.4	-5.3	-7.6	-8.3	-4.4	-6.3	-8.6
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.7	-1.8	-1.8	-2.0	-2.3	-1.0	-1.6	-2.3	-2.4	-1.3	-1.8	-2.4
Empleo												
Empleo formal privado (% a/a)	4.3	3.6	3.2	3.0	3.2	3.0	3.1	3.2	3.4	3.3	3.1	3.0
T.desem.abierto (% pob. activa)	3.4	3.3	3.9	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	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 / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores"

Este informe ha sido elaborado por:

Economista Jefe
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