

# Situación México

4º TRIMESTRE DE 2015 | UNIDAD DE MÉXICO



01  
Ligera tendencia al alza en crecimiento a pesar de un entorno complicado

02  
La demanda interna ha sido una sorpresa positiva y el principal factor detrás del crecimiento de este año

03  
La inflación cerrará 2015 en mínimo histórico en torno a 2.4%

# Índice

1. En resumen .....	2
2. Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016 .....	4
3. Ligera tendencia al alza en crecimiento a pesar de un entorno complicado	13
3.1 Mejora moderada en el ritmo de crecimiento en 2016 .....	13
Recuadro 1. Fibra E: instrumento para promover la inversión en el sector energético e infraestructura .....	22
3.2 Como anticipábamos, la inflación anual exhibió descensos adicionales en el tercer trimestre .....	23
3.3 Banxico adopta un tono menos restrictivo, pero la Reserva Federal continúa como el principal catalizador de una primera alza de la tasa de política monetaria.....	27
3.4 La Reserva Federal vuelve al primer plano tras poner el foco de atención en la reunión de diciembre .....	29
4. Previsiones .....	32

Fecha de cierre: 13 de noviembre de 2015

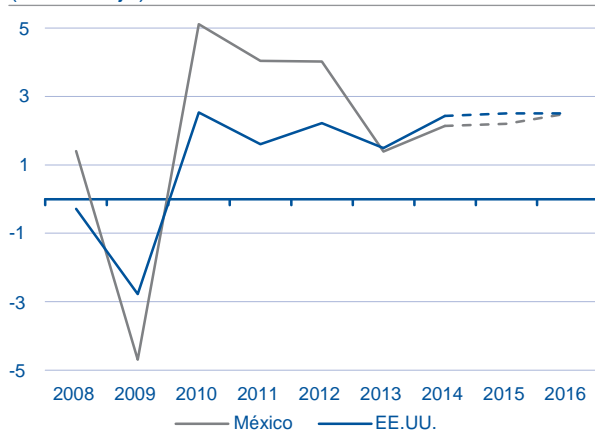
# 1. En resumen

Las perspectivas de crecimiento mundial son más bajas que el trimestre anterior. De acuerdo con nuestras estimaciones, el PIB mundial creció 3.4% en 2014, lo hará sólo un 3.2% en 2015, y el año que viene se recuperará hasta el 3.5%, apenas el promedio del último quinquenio. Por primera vez desde los años 80, en el período 2011-2015, se registró en promedio una desaceleración simultánea del PIB en economías desarrolladas y en el agregado de economías emergentes y en desarrollo. El agotamiento del modelo de crecimiento de China pesa sobre todo en la demanda externa de otros países emergentes, en particular de los exportadores de materias primas y de los más integrados en sus cadenas de producción. Las perspectivas de mejoría del PIB mundial desde 2016 han de apoyarse en un mayor crecimiento en las economías desarrolladas a medida que se reduzca la excesiva deuda del sector privado. A su vez el crecimiento podría acelerarse con reformas estructurales que aumenten la productividad en esos países.

Ante las mejoras en el mercado ahora en ((.)). y a perspectiva de que la inflación se acelerará en aquel país apoyada por el incremento en salarios, seguimos considerando que la primer alza de la tasa monetaria en EE.UU. ocurrirá en diciembre, lo cual descuenta también el mercado, aunque un retraso al primer trimestre de próximo año no está totalmente descartado.

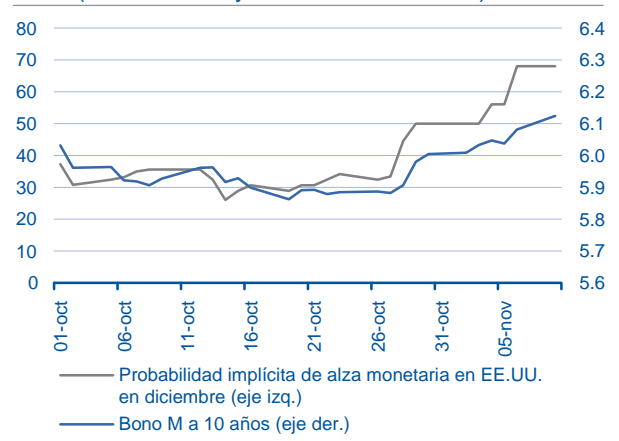
En el caso de México, se estima que el PIB crezca 2.2% en 2015 y 2.6% en 2016, desde el 2.6% y 2.7% estimado previamente. La revisión al escenario es consecuencia de la falta de mejora en la producción industrial en EE.UU. en los últimos meses, la falta de gasto público en infraestructura, y una revisión a la baja al escenario de crecimiento de este país para 2016 de 2.8% a 2.5%. Adicionalmente, el recorte al gasto público federal en México en 2015 implica que éste dejará de ser un impulso para el crecimiento. Con el objeto de mitigar la reducción en inversión, se ha lanzado un nuevo instrumento financiero llamado Fibra E que busca monetizar infraestructura ya existente, e invertir los recursos de este proceso de monetización en infraestructura adicional.<sup>1</sup> Estimamos que este mecanismo es muy positivo, pero sus mayores efectos requerirán un periodo importante de maduración.

Vrácfa 1  
Crecimiento anual del PIB de México y EEUU  
(Porcentaje)



Fuente: INEGI, BEA y BBVA Research.

Vrácfa 2  
Probabilidad implícita en el mercado de futuros de un alza de 25 pb en la tasa de fondos federales en diciembre y tasa de rendimiento del bono M a 10 años (Probabilidad y tasa de rendimiento)



Fuente: INEGI y BBVA Research.

<sup>1</sup> Véase Recuadro 1. Fibra E: instrumento para promover la inversión en el sector energético e infraestructura.

La sorpresa al alza en los últimos meses ha provenido del sector servicios (que incluye comercio). Estimamos que en esta mejora ha influido la depreciación cambiaria que incrementa el ingreso disponible a través de las remesas y el sector turístico, entre otros. Con esto, en los primeros ocho meses del año el crecimiento anual promedio del sector servicios ha sido de 3.2%, lo que contrasta con un crecimiento de únicamente 1.0% del sector industrial.

La reforma energética ha continuado su curso, y ya se han licitado los campos de las primeras dos etapas de la Ronda 1. No obstante, los bajos precios de petróleo han influido en una adjudicación de contratos menor a la estimada previamente y en un retraso en las inversiones en aguas profundas, las cuales se encuentran entre las de mayor cuantía, lo que implica que los beneficios de la reforma energética tardarán más tiempo en materializarse.

Para el mediano plazo, estimamos que la reforma energética aún generará inversión e ingresos públicos adicionales, pero a un ritmo menor al anticipado previamente ante la persistencia de los bajos precios internacionales del petróleo. Así, en la medida que el precio del petróleo se recupere, la inversión adicional proyectada en el sector energético de 25 mil millones de dólares anuales en el mediano plazo podría contribuir con más de un punto porcentual de crecimiento económico del país.

La inflación general ha alcanzado un nuevo mínimo histórico en 2.6%. La baja inflación en el año ha estado apoyada por la holgura en la economía, la reforma del sector telecomunicaciones, la dilución del efecto del aumento de impuestos, y un desempeño favorable de los precios de los productos agrícolas. En este entorno se observa un bajo traspaso del tipo de cambio a los precios de las mercancías que ha sido compensado por disminuciones en algunos precios de servicios asociados principalmente a las telecomunicaciones. Estimamos que la inflación cerrará el año en torno a 2.4%. Para 2016 se prevé que la inflación comience a aumentar gradualmente a medida que mejoren las condiciones económicas y considerando que el tipo de cambio se mantendrá en niveles elevados. De esta manera estimamos una inflación promedio de 3.3% para 2016.

En relación a la política monetaria, la comunicación de Banxico apoya la idea de sincronización de su tasa objetivo con el proceso de aumento de la tasa de fondos federales en EE.UU., pero la elevada holgura y la baja inflación sugieren que el ciclo de subidas de Banxico debería ser más lento que el de la Reserva Federal. Así, prevemos que Banxico ajuste a la baja su tasa de referencia a 3.25% y 3.50% al cierre de 2015 y 2016, respectivamente, con un sesgo a un inicio más tardío de la primera subida monetaria si la Reserva Federal así lo hace.

La probabilidad implícita en el mercado financiero de futuros de una subida monetaria en diciembre en el 70% subió hasta el 70% después de la sorpresa positiva en el dato de generación de empleo y aumento de salarios en octubre en EE.UU. Además, estos datos estuvieron precedidos por el señalamiento de la presidenta de la Reserva Federal de que un incremento en la tasa de fondos federales en la reunión diciembre era una "posibilidad real". Lo anterior provocó un incremento relevante en las tasas de deuda gubernamental tanto en EE.UU. como en México y una apreciación de dólar contra el resto de las monedas. La continuación de la fuerza de dólar en un contexto de poco apetito por riesgo global nos hace prever que el tipo de cambio cerrará este año en niveles cercanos a los actuales y que la apreciación prevista para el próximo año será moderada a anticipar un nivel de 15.9 pesos por dólar al cierre de 2016.

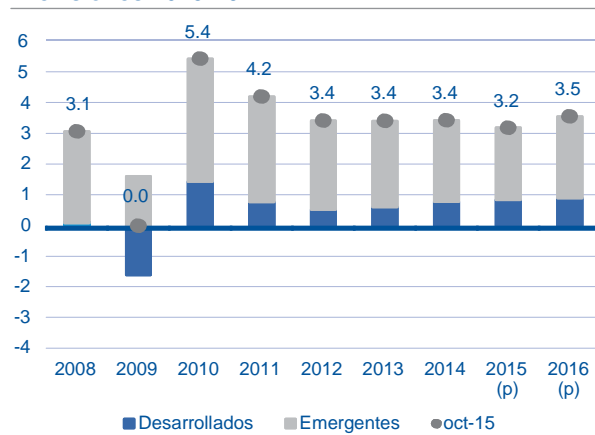
## 2. Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016

Según nuestras estimaciones,<sup>1</sup> el PIB mundial en el tercer trimestre habría crecido a un ritmo menor al previsto y similar al observado a principios de año (+0.6% trimestral, +2.4% anual), encadenando cuatro trimestres consecutivos de crecimiento inferior al registrado en promedio entre 2010 y 2014. Los registros de actividad económica a escala global han vuelto a comportarse peor de lo esperado en los últimos meses debido, fundamentalmente, a la progresiva desaceeración de los principales países emergentes, en un contexto en el que las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China provocaron un repunte significativo de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas.

El balance del primer semestre y el sesgo negativo que arrojan los indicadores de actividad disponibles para el tercer trimestre en geografías como (EE.UU.), Latinoamérica y Asia han traído aparejada una revisión a la baja de los pronósticos de crecimiento de las principales áreas emergentes para el conjunto del año. Como resultado, el PIB mundial podría cerrar 2015 con un avance anual del 3.2% (dos décimas menos de lo pronosticado hace tres meses), e más reducido desde 2009 (Véase Gráfico 2.1). La recuperación gradual del bloque desarrollado no lograría compensar la moderación de emergente que, de confirmarse nuestras previsiones, avanzaría apenas un 4% anual tras un crecimiento medio en los cinco años precedentes superior al 5.5%.

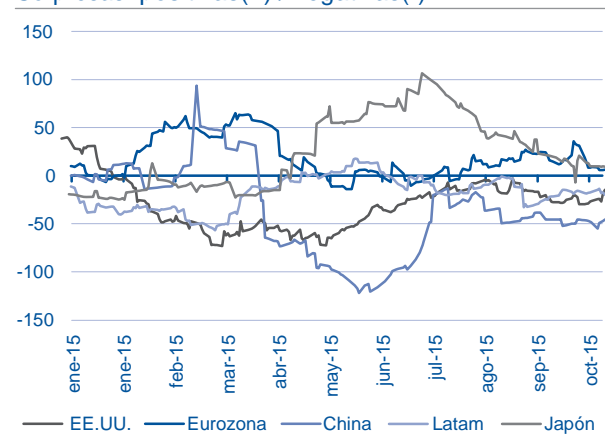
Las perspectivas para 2016 son ligeramente más favorables (el crecimiento mundial podría repuntar hasta el 3.5%, situándose tres décimas por debajo del pronóstico del anterior trimestre), sustentadas en un mejor comportamiento relativo tanto de las economías desarrolladas como emergentes. Sin embargo, la intensificación reciente de algunos de los focos de riesgo con mayor impacto global, como es el caso de la desaceleración del sector manufacturero chino y sus repercusiones sobre el ciclo de materias primas y el comercio mundial, eleva la incertidumbre y acentúa los riesgos a la baja para la recuperación de los países con mayor dependencia de la demanda y el ahorro externos. El potencial deterioro de las perspectivas de crecimiento a medio plazo de economías desarrolladas como EE.UU. también es un factor a considerar en las perspectivas de crecimiento global.

Gráfico 2.1  
PIB mundial: crecimiento anual (%).  
Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
Índice de sorpresas económicas.  
Sorpresas positivas(+) / negativas(-)



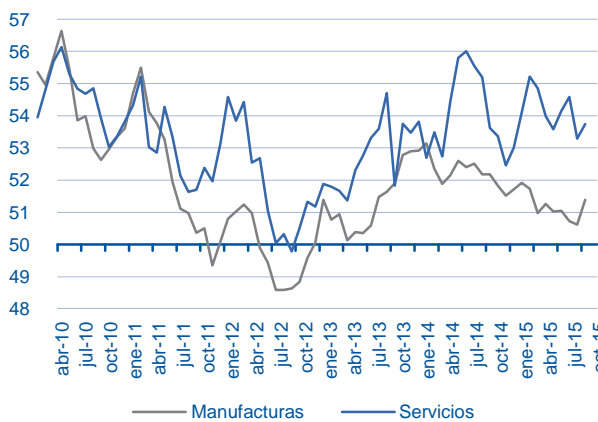
Fuente: BBVA Research y Citigroup

<sup>1</sup> Estimación basada en el indicador de actividad global (GAIN) de BBVA Research. Detalle metodológico en <http://bit.ly/1n15RIn>

La intensidad de la desaceleración del bloque emergente es, a diferencia de otros episodios recientes, el factor determinante de la pérdida de dinamismo del crecimiento mundial. Los índices de sorpresas económicas (Vráfca 2.2) para China, que crece por debajo de J% anua , y Latinoam+rica, en contracción, evan prácticamente desde principios del segundo trimestre de 2015 en terreno negativo. Por el momento, la recuperación de a demanda dom+stica y e mantenimiento de condiciones monetarias axas están imitando e impacto de ajuste del bloque emergente sobre las principales economías desarrolladas, en particular, sobre la eurozona. Sin embargo, la moderación de los indicadores de sentimiento empresarial en los últimos meses, así como la estabi ización de crecimiento de ((-)). en nive es a go más bajos de o esperado, pone de manifiesto que a diferenciación entre bloques económicos empieza a estrecharse y que el riesgo de contagio puede incrementarse si los países emergentes mantienen la dinámica de deterioro reciente.

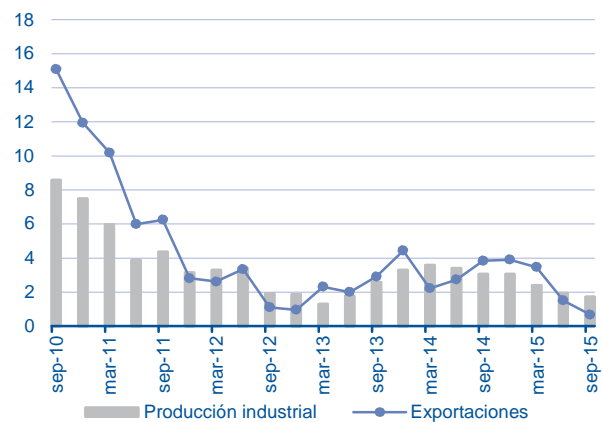
La divergencia entre la evolución de la actividad en la industria y los servicios, favorable a los últimos, es igualmente representativa de la naturaleza de la moderación del ciclo económico global. La desaceleración progresiva de índice de confianza empresaria para e sector manufacturero, que en septiembre se sitúa próximo a nive es compatibles con estancamiento de a actividad, contrasta con e mantenimiento en zona de expansión de equiva ente para e sector servicios. ( o se refeja en un crecimiento de a producción industria mundial inferior al 2% interanual en agosto (el menor ritmo de crecimiento desde principios de 2013) y en una desace eración acusada de as exportaciones de bienes (en agosto, apenas crecen respecto a os nive es de hace un año). Por el contrario, las ventas del comercio minorista en EE.UU. y la eurozona han conseguido estabilizarse en tasas de crecimiento del orden del 2% interanual (aunque, en el primer caso, desacelerán-dose respecto a los ritmos de avance de mediados de 2014) y las de China han hecho lo propio en tasas del 10%. El soporte de la demanda doméstica en el bloque desarrollado, en parte, gracias a factores de apoyo como la corrección del precio del petróleo o la bajada de las tasas de interés, y el mayor peso adquirido por los servicios en la demanda de algunos países emergentes como China están detrás de este comportamiento.

Vráfca 2.3  
PMI mundial de manufacturas y servicios



Fuente: BBVA Research y Markit

Vráfca 2.4  
Producción industrial y exportaciones de bienes mundiales (variación % anual)

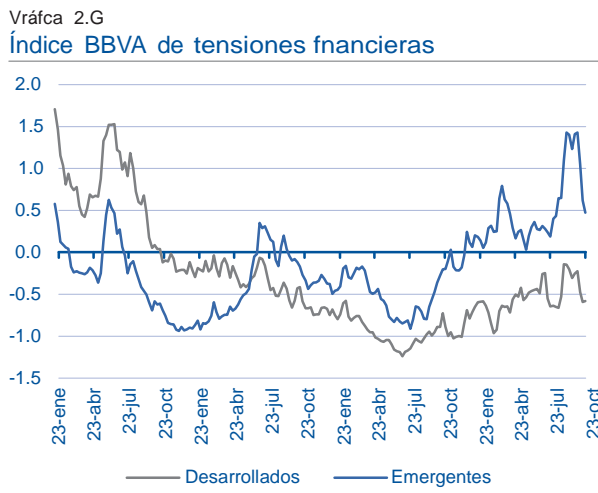


Fuente: BBVA Research y CPB

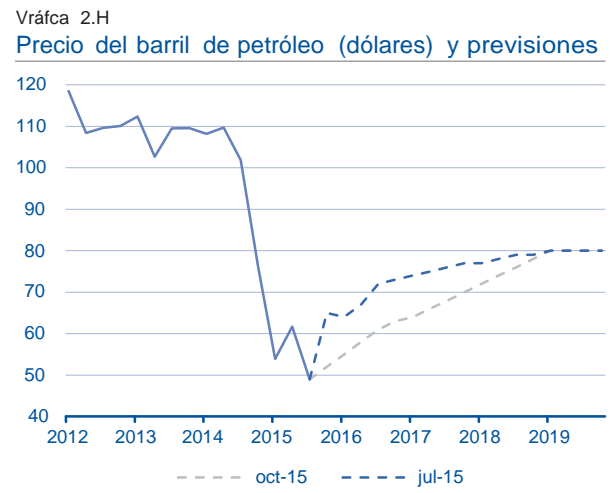
Con todo, la estabilización del precio de las materias primas en niveles bajos y el repunte sostenido de las tensiones financieras en as economías emergentes, acompa/ado de sa idas intensas de capita es, depreciaciones acusadas de sus divisas y un aumento de os diferencia es soberanos, ponen de manifiesto que e balance de riesgos sigue siendo bajista a escala global.

La ralentización de la demanda parece la principal justificación frente al aumento de la oferta para explicar la caída del precio del petróleo desde los 65 dólares por barril en los que cotizaba a mediados de año a los menos de 50 dólares en los que se situaba en octubre. La dinámica del petróleo es similar a la de otras materias primas como el cobre o el aluminio, lo que resulta consistente con la existencia de un factor común a todas ellas vinculado al freno de la demanda. (Este es uno de los elementos que justifica el deterioro de las perspectivas de crecimiento de áreas geográficas como Latinoamérica o del sector energético e industria de ((.)). y que, sin duda, está contribuyendo a mantener e incluso a aumentar la percepción de riesgo financiero en el conjunto de bloques emergente. A la transición de patrón de crecimiento que exige el agotamiento de un ciclo a la cista de materias primas, se une la inestabilidad financiera ocasionada por la salida de flujos de capital y el potencial impacto que sobre las expectativas de precios suponen depreciaciones cambiarias tan abundantes como las observadas en los últimos meses.

(El índice BBVA de tensiones financieras para el conjunto de países emergentes eleva desde finales de 2014 por encima del promedio de la última década, alcanzando en octubre los niveles máximos de 2011 (Gráfico 2.G) y los más elevados tras la crisis financiera de 2008-09. (Este ajuste, desencadenado por China, se ha terminado extendiendo a los principales países y, con mayor intensidad, a Latinoamérica, siendo ambas geografías las que explican el grueso de las salidas netas de capital desde bloque que, hasta finales de octubre, sumaban un importe similar al observado en los primeros meses de 2013, coincidiendo con el taper tantrum de la Fed. Los repuntes más significativos los han sufrido aquellos países más expuestos a ciclos de materias primas y con mayores vulnerabilidades externas, tanto en términos de déficit por cuenta corriente como de financiamiento privado denominado en moneda extranjera. Factores idiosincráticos como la incertidumbre política o la existencia de riesgos geopolíticos en Brasil o Turquía han reforzado el clima de desconfianza y acentuado el incremento de la volatilidad financiera. Como en otros episodios similares de reasignación de flujos de capital y aversión al riesgo, los activos financieros de economías desarrolladas han ejercido de refugio, presionando a la baja la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo.



Fuente: BBVA Research y Bloomberg



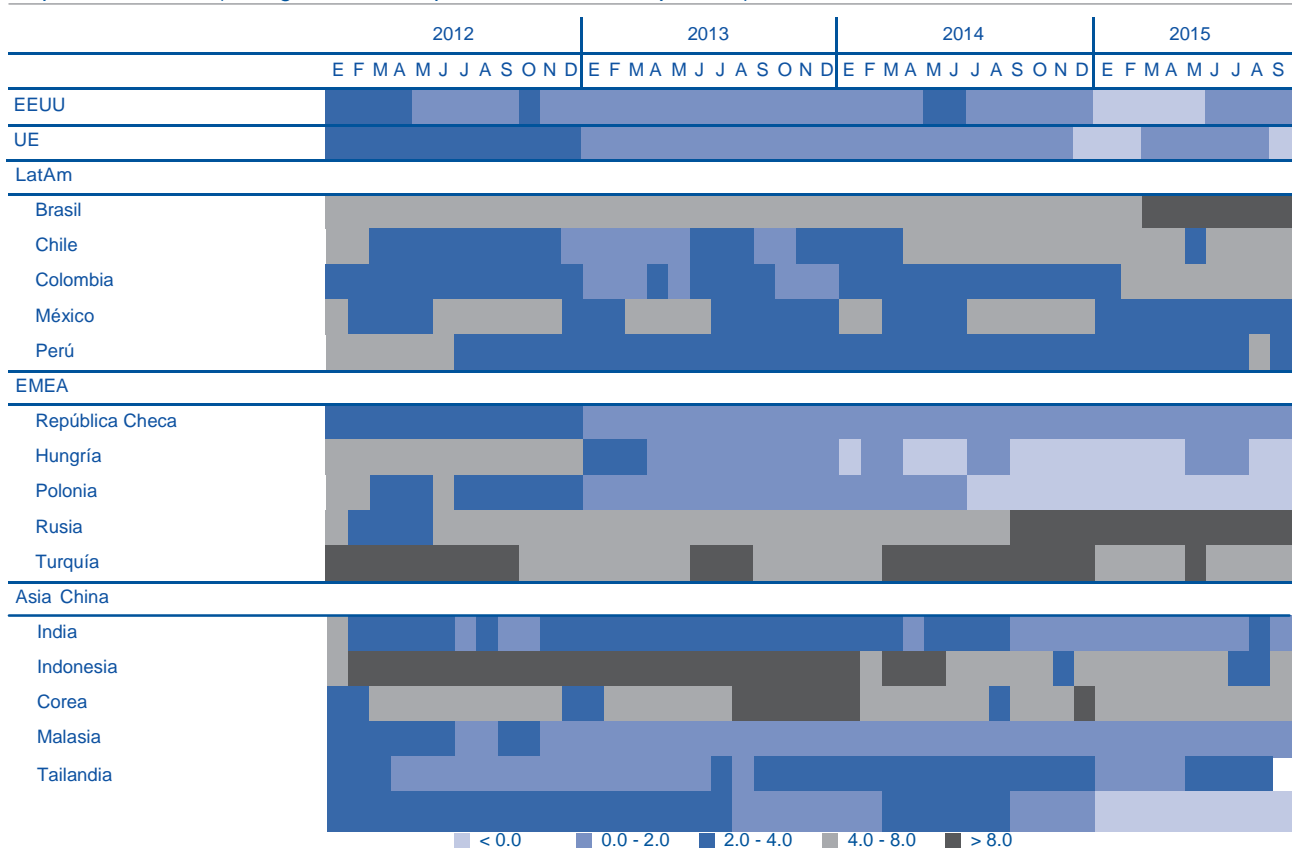
Fuente: BBVA Research y Haver

(El contexto de menor crecimiento mundial y moderación del precio de las materias primas ha llevado a presionar a la baja los registros de precios y las expectativas de inflación a medio plazo del bloque desarrollado. Ello, unido a los potenciales riesgos que traería aparejado un ajuste más pronunciado de la actividad en China, ha modulado la estrategia de política monetaria esperada para los principales bancos centrales desarrollados. En concreto, la Fed no subió las tasas de interés de referencia como se preveía en septiembre debido a la inestabilidad financiera observada el pasado verano y a las dudas sobre la fortaleza cíclica de las economías emergentes y su potencial impacto sobre la recuperación de EE.UU. Dada la estrategia "data dependent" de

a Fed, a probabilidad de un incremento de tasas antes de que finalice el ciclo oscila con la nueva información y el análisis que de la misma hace el banco central. La reunión del pasado 27 de octubre ha vuelto a reforzar las perspectivas de una subida en diciembre, que se mantiene como el evento más probable aunque altamente incierto. El retraso del inicio de la normalización monetaria en EE.UU. ha impactado en las condiciones monetarias de la eurozona a través del tipo de cambio, lo que unido a la preocupación por la convergencia entre la inflación hacia el 2%, ha provocado el anuncio de BC( de un posible refuerzo de las medidas de estímulo. Y es que tanto la caída de la inflación como la apreciación reciente de euro están imitando a mejora de las condiciones financieras ocasionada por el programa de quantitative easing.

Los bancos centrales del bloque emergente se enfrentan al dilema de contrarrestar la debilidad del ciclo económico manteniendo, a mismo tiempo, el anclaje de las expectativas de inflación (las depreciaciones cambiarias están empezando a traducirse en aumentos de precios en algunos países) y la estabilidad de su balanza de capital. Por ello, y en función del margen de maniobra que les otorgan los niveles de tasas de interés reales, hay bancos centrales que han decidido bajar las tasas de interés de referencia (es el caso de China pero también de India o Corea) mientras que otros, principalmente de Latinoamérica (Chile, Colombia o Perú), han optado por endurecer sus condiciones monetarias ante el riesgo de que la inflación se establezca por encima de sus rangos "objetivo". En adelante y con independencia de elementos idiosincráticos, la actuación de los bancos centrales emergentes continuará condicionada en gran medida por la respuesta de la Fed, decidiendo retrasar todavía más la primera subida de tasas o adoptándola en diciembre, y las nuevas decisiones de estímulo monetario que puedan implementar el BCE y/o el Banco de Japón.

Vrácfa 2.J  
Mapa de inflación (tasa general,%, Sep-15 último dato disponible)



Fuente: BBVA Research y Haver

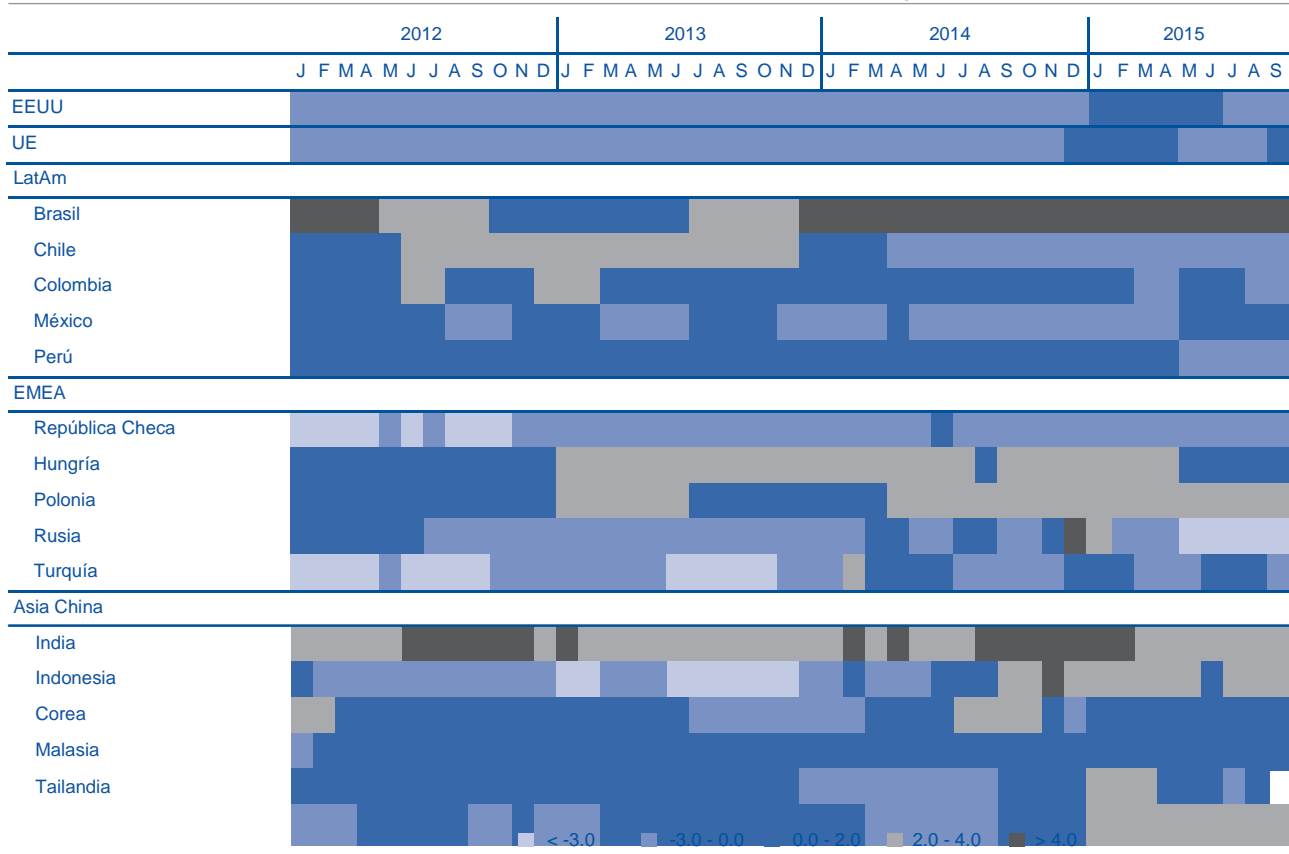


Buena parte de la estabilización reciente observada en la cotización de los activos de riesgo y los flujos de capitales dirigidos a países emergentes responde precisamente a la expectativa de que los principales bancos centrales mantendrán o reforzarán sus políticas de apoyo al ciclo económico; en el caso de China para evitar un ajuste brusco de la actividad y en el de la Fed o el BC ( para apoyar la recuperación en un entorno externo más incierto, presiones desinflacionistas crecientes, escaso espacio para adoptar políticas fiscales contracíclicas y restricciones para acometer reformas estructurales que relancen el crecimiento de forma sostenida.

Aun cuando la política monetaria pueda mitigar el impacto de un escenario de menor crecimiento sobre las condiciones financieras globales, el espacio de que dispone para reactivar el ciclo económico es reducido, teniendo en cuenta los bajos niveles de tasas de interés y el elevado volumen de liquidez ya existente. La combinación de un shock financiero en China, que sitúe el crecimiento anual de la economía bien por debajo del 6%, con una recuperación del bloque desarrollado todavía más lenta de lo observado hasta el momento es, sin duda, un escenario de riesgo relevante, tanto por su grado de probabilidad (imitado pero no extremo) como de severidad por su impacto potencial sobre la economía mundial.

Gráfica 2.8

Mapa de tasas de interés reales (tasa de interés de referencia menos inflación general, %)



Fuente: BBVA Research y Haver

## EE.UU.: revisión a la baja del crecimiento esperado para 2016 debido al deterioro de entorno externo

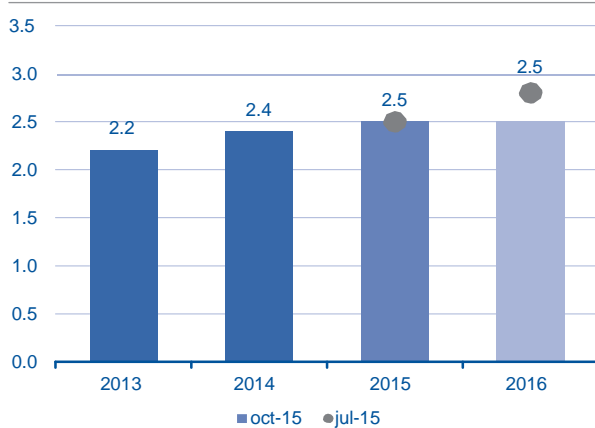
En lo que respecta al análisis detallado de las principales economías, cabe señalar la estabilización del crecimiento económico de EE.UU. en tasas reducidas respecto a las registradas en otras fases de recuperación. Tras la sorpresa positiva de la actividad en el segundo trimestre, que compensó el mal inicio de año, el PIB podría cerrar el tercero con un crecimiento anualizado del 1.5% (frente al 3.9% de los tres meses precedentes) y mantener este ritmo de avance hasta finales de 2016.

El consumo privado sigue siendo determinante en la dinámica de recuperación económica si bien el menor crecimiento del empleo en los últimos meses y el aumento moderado de los salarios reducen su potencial para incrementar la demanda doméstica y compensar la caída tanto de las exportaciones como de la inversión en el sector energético (la reducción de la producción y el deterioro de la rentabilidad de las empresas petroleras anticipan un mayor ajuste de la inversión en el sector). La mejora de la inversión residencial tampoco garantiza una reactivación sustancial del gasto doméstico a corto plazo.

Además, el peso creciente de los países emergentes en el comercio de países (las exportaciones dirigidas a China, México, Brasil y Chile suponen algo más del 20% de totales), junto con la apreciación acumulada por el dólar desde finales de 2014, continuará afectando las ventas de EE.UU. en el exterior. Por todo ello, el PIB podría crecer al 2.5% en 2015 (en línea con lo esperado el trimestre anterior) y repetir ese registro en 2016, lo que supone una revisión a la baja de tres décimas respecto a lo pronosticado entonces.

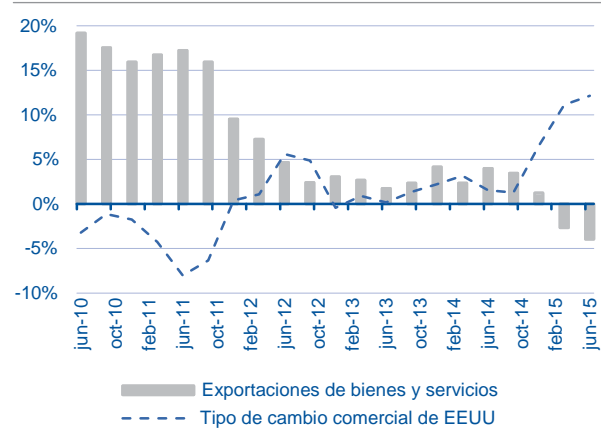
Los riesgos que se derivan para EE.UU. de un entorno global más desfavorable están condicionando la función de reacción de la Fed al decidir mantener las tasas de interés inalteradas en septiembre. Unos riesgos que afectan al crecimiento económico pero también a las expectativas de inflación: la corrección de los precios de importación ha debido a la inflación genera una tasa de 0% en septiembre, mientras que la tasa subyacente, una vez excluidos los precios de la energía, se sitúa en el 1%. El impacto de la apreciación del dólar sobre las exportaciones es otro factor a tener en cuenta, así como la incertidumbre sobre el efecto de tasas mayores en las condiciones financieras globales.

Vrgrafía 2.9  
EE.UU. Crecimiento económico (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Vrgrafía 2.10  
Exportaciones y tipo de cambio de EE.UU.  
(variación anual)



Fuente: BBVA Research y Haver

Aunque la estrategia de comunicación de la Fed sigue enfatizando en la necesidad de adaptar el escenario de endurecimiento monetario a flujo de información económica, e disenso entre sus miembros respecto a la conveniencia de subir tasas antes de que termine el año o esperar a 2016 se ha incrementado. En cualquier caso, a senda de incremento de tasas de interés se antoja muy gradual, con niveles de egada a fnas de 2016 probablemente inferiores a lo esperado hace un trimestre y no superiores al 1%. El ajuste a la baja de las previsiones de crecimiento económico más allá de 2016 hacia tasas ligeramente por debajo del 2.5% y tasas de inflación convergiendo gradualmente hacia el 2% también justifica un escenario de tasas de interés anclados en niveles históricamente reducidos. Pese a todo, el dólar se mantendría relativamente apreciado frente a sus principales cruces debido a las divergencias en la estrategia de política monetaria del resto de bancos centrales desarrollados (posible ampliación de los estímulos monetarios por parte del BCE y el Banco de Japón) y las vulnerabilidades que presentan las economías emergentes de referencia.

## China: revisión al alza del crecimiento esperado para 2015 que no disipa las dudas sobre el ritmo de la desaceleración económica en el futuro

La posición cíclica de China constituye, sin duda, una de las principales variables a vigilar a escala global. La fuerte corrección de su mercado bursátil el pasado mes de agosto alertó de los riesgos derivados de un shock financiero en el país con capacidad para comprometer el crecimiento de su gasto doméstico. La magnitud de las caídas de capitales y de repunte de volatilidad financiera derivó en una amplia batería de medidas de política monetaria encaminadas a suavizar el deterioro de las condiciones de liquidez y su potencial impacto sobre el esquema de financiamiento del sector empresarial, altamente endeudado. El inesperado cambio anunciado por las autoridades en el proceso de fijación de tipo de cambio de apertura diaria de yuan y los recortes progresivos de las tasas de interés de referencia se enmarcan en este contexto, caracterizado, además, por una desaceleración progresiva de la actividad que ha situado el crecimiento del PIB por debajo del 7% interanual en el tercer trimestre.

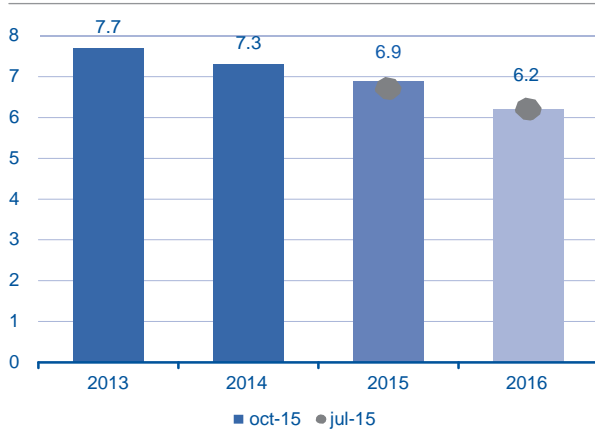
Con independencia del cuestionamiento que se haga a las estadísticas de Contabilidad Nacional, lo cierto es que los indicadores adelantados de actividad y confianza empresarial revelan que China ha entrado en una nueva fase de menor crecimiento liderada por el ajuste del sector manufacturero y en la que los servicios están adquiriendo un peso relativo creciente (en 2015, representan el 48% del PIB, siete puntos más que en 2006) que, sin embargo, no logra compensar el freno de la actividad industrial. La transición hacia tasas de crecimiento estructuralmente más bajas tiene consecuencias relevantes para el ciclo económico mundial, tal y como refleja ya el comportamiento de las materias primas y el comercio de bienes. A nivel doméstico, la caída persistente de los precios de producción desde principios de 2012, junto con la moderación de la inflación hacia cotas del 2% (tanto la tasa general como la subyacente), es representativa del proceso de ajuste en el que se halla inmerso la economía.

La corrección de las expectativas de beneficios empresarial es de las empresas chinas cotizadas, así como el aumento de sus ratios de apalancamiento y la moderación del crédito bancario, elevan los riesgos de asistir a un deterioro del gasto doméstico más intenso al observado hasta el momento. Además, cabe señalar que la elevada concentración del endeudamiento corporativo en aquellas empresas más apalancadas (entre ellas, empresas de participación pública) y con mayor exposición a ciclo interno (construcción y mercado inmobiliario)<sup>2</sup> incrementan la vulnerabilidad del sector privado, incluido el bancario, a un shock de financiamiento y menores ingresos.

Todo apunta a que las autoridades continuarán recurriendo a medidas de estímulo monetario (no se descartan más bajadas de tasas de interés pese a que son ya cinco las realizadas en lo que va de año) y al margen de política fiscal de que dispone el Gobierno central para garantizar que el crecimiento económico no cae por debajo del 6% anual. Nuestros pronósticos cifran el crecimiento para 2015 en el 6.9% y para 2016 en el 6.2%, con la inflación en el 1.4% y el 2% respectivamente.

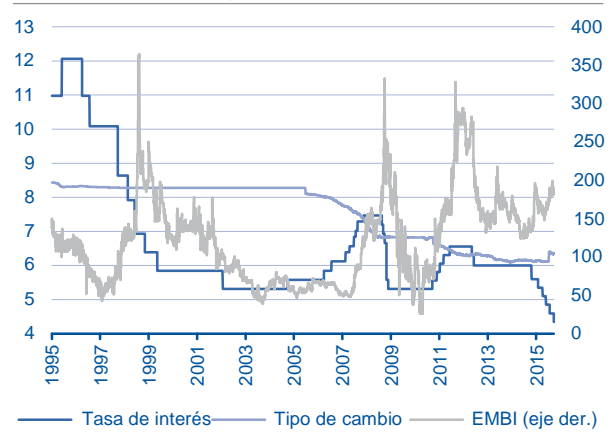
<sup>2</sup> Véase Corporate Leverage in Emerging Markets: a concern? Global Financial Stability Report, IMF, October 2015.

Vráfca 2.11  
China, crecimiento económico (% ala)



Fuente: BBVA Research

Vráfca 2.12  
China: tasa de interés de referencia (%), tipo de cambio Yuan/dólar y diferencial soberano (EMBI, pb)



Fuente: BBVA Research y Haver

## Eurozona: resistencia de la demanda doméstica y el BCE listo para evitar la recaída de a inflación

(n a eurozona, a recuperación económica prosigue aunque no se intensifica y como se preveía hace unos meses. Las tasas de avance trimestral del PIB se estabilizan en el rango del 0.3-0.4%, lo que mantiene a expectativa de que e crecimiento anual puede alcanzar e 1.6% en 2016. La reducción de precio de petróleo, las bajas tasas de interés y la recuperación incipiente de los nuevos flujos de crédito privado explican el avance de la demanda doméstica y, en particular, del consumo. La mejora de inversión en capital continúa siendo tenue pese a las señales positivas que arrojan los indicadores de confianza empresarial y la relajación de las condiciones de financiamiento. El buen comportamiento relativo mostrado por las exportaciones de bienes en el conjunto del área contrasta con el mayor estancamiento del comercio mundial, en parte, debido a que el 60% del comercio de la eurozona se realiza con países desarrollados. La depreciación del euro también puede estar favoreciendo la competitividad de las ventas a exterior.

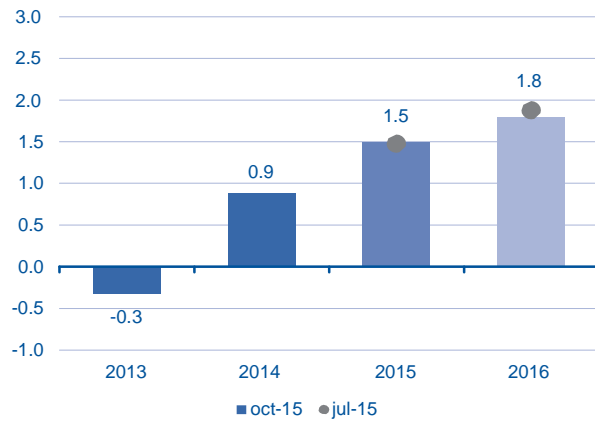
Aunque el balance de riesgos para el crecimiento del área sigue sesgado a la baja, tanto por la incertidumbre que existe a cerca de ciclo económico mundial como por la persistencia de elementos de vulnerabilidad idiosincrática (principalmente, inestabilidad política asociada a los procesos electorales en marcha y cierto retraso en la implementación de reformas estructurales en algunas economías clave), el PIB de la eurozona podría incrementar su ritmo de avance en 2016 hasta el 1.8% (apenas una décima menos que lo esperado el trimestre anterior). Italia y Francia, con tasas de crecimiento todavía reducidas en 2015, explicarían el rezago del conjunto, hasta el momento, sustentado en la recuperación de los países periféricos.

Pese a ello, la mejora de la actividad continúa siendo gradual y no está trayendo aparejado un repunte de las expectativas de precios. Los registros contemporáneos de inflación han vuelto a responder a la caída de los precios energéticos observada en los últimos meses, por lo que la tasa general se mantendrá próxima a 0% hasta finales de año y próxima a 1% en 2016. Por el momento, la inflación subyacente se ha estabilizado en cotas ligeramente inferiores al 1%.

La acentuación de los riesgos a la baja para las previsiones de inflación, en gran medida debido al abaratamiento de los bienes importados, junto con la apreciación reciente del euro vuelve a cuestionar el margen de mejora de las condiciones monetarias en la eurozona. La sensibilidad del BCE a este escenario es elevada y justificaría la adopción de nuevas medidas de estímulo a corto plazo, tal y como ha anticipado. La combina-

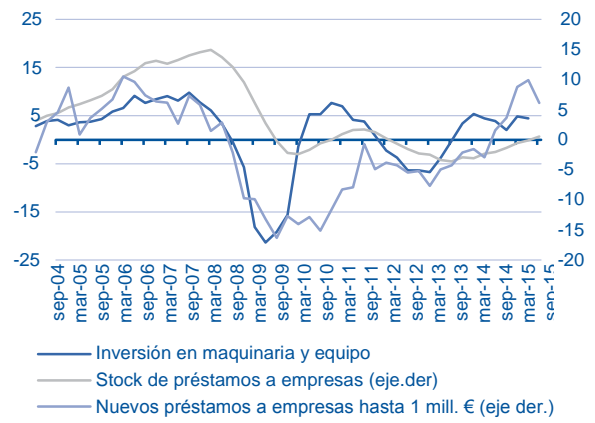
ción de recortes adicionales de los tipos de interés de referencia (probablemente, de la facilidad marginal de depósito) y a ampliación de programa de compra de deuda (en extensión y/o cantidad de liquidez inyectada) perseguiría el anclaje de los tipos de interés a largo plazo en niveles reducidos durante más tiempo y una cierta depreciación de euro que contenga las presiones defacionistas.

Vrácfa 2.13  
Eurozona, crecimiento económico (% ala)



Fuente: BBVA Research

Vrácfa 2.14  
Eurozona: inversión y préstamos bancarios  
(variación % anual)



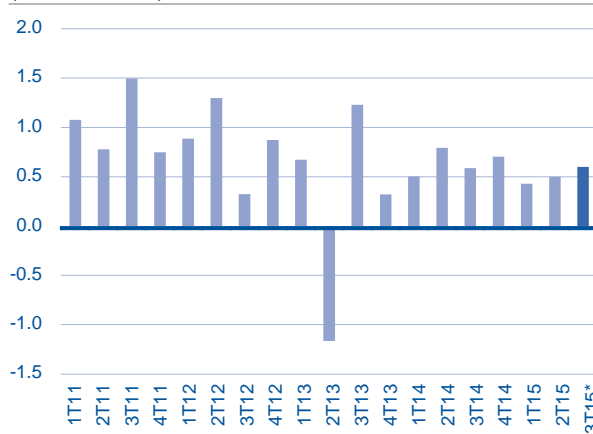
Fuente: BBVA Research, Eurostat y BCE

### 3. Ligera tendencia al alza en crecimiento a pesar de un entorno complicado

#### 3.1 Mejora moderada en el ritmo de crecimiento en 2016

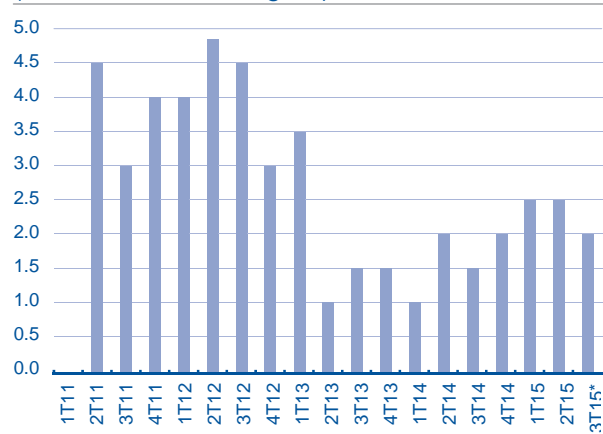
En 2014 el PIB registró una tasa de crecimiento anual de 2.1% mientras que en el primer semestre de 2015 el crecimiento anual ha sido de 2.4%. Para el tercer trimestre el año, la estimación oportuna del INEGI indica que el PIB habrá crecido 0.8% de forma trimestral (gráfica 3.1) y 2.3% en términos anuales, ambas tasas considerando la serie desestacionalizada. En su serie original, la tasa de crecimiento anual preliminar del PIB en el tercer trimestre de 2015 fue de 2.4%. Cabe mencionar que todas estas tasas de crecimiento son preliminares y pueden cambiar una vez que el INEGI publique los datos definitivos de PIB de tercer trimestre.

Gráfica 3.1  
Producto interno bruto  
(Var. % tt, ae)



ae=ajustada por estacionalidad. t/t=trimestre a trimestre.  
\* La tasa de crecimiento trimestral del 3T15 es preliminar.  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.2  
Producto Interno Bruto  
(Var. % anual, serie original)



\* La tasa de crecimiento anual del 3T2015 es preliminar.  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

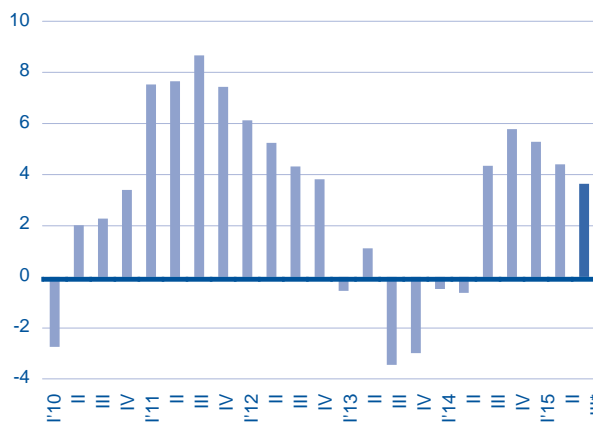
Los datos de crecimiento del PIB para los primeros 9 meses del año sugieren un desempeño económico moderado en el que el crecimiento anual del PIB en 2015 estaría por debajo de 2.5%. Si al punto anterior se agrega la perspectiva de un entorno internacional poco favorable para el país dado por un bajo precio del barril de petróleo de exportación, posiblemente a la baja de tasas de intereses en los mercados internacionales, y un moderado ritmo de crecimiento económico en ((.)), y en principio socio comercial de México, se estima que la economía de país en el último trimestre de 2015 y en el próximo continuará con un desempeño moderado.

Como se verá en las siguientes secciones, la caída de las exportaciones petroleras, la desestacionalización de las exportaciones no petroleras, y la desestacionalización de gasto del sector público en términos reales representan importantes limitantes para una expansión robusta de la actividad en el resto de 2015 y posiblemente en parte importante de 2016.

### 3.1.1 Demanda interna: desaceleración de la inversión fija bruta que contrasta con mejoras recientes en el consumo privado

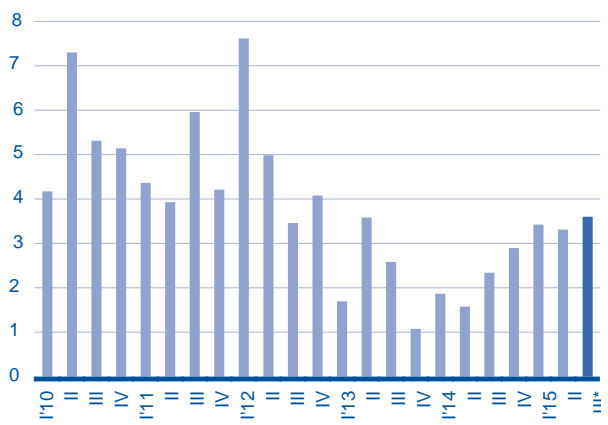
A lo largo de los primeros tres trimestres de 2015 la tasa de crecimiento anual de la inversión fija bruta ha venido desacelerándose (gráfica 3.3). Una expansión más robusta deberá venir aparejada de una mejora en la inversión. Entre los factores que podrían aumentar la inversión y mejorar sus expectativas están las reformas estructurales realizadas en años recientes, como es el caso de la reforma energética. En la medida en que las etapas de licitación que esta reforma contiene se vayan realizando de manera exitosa se tendrá que la inversión podrá ir aumentando para apoyar al proceso de crecimiento económico del país.

Gráfica 3.3  
Índice de la formación bruta de capital fijo  
(Var. % anual del promedio trimestral del índice)



\*III indica el promedio de los meses de julio y agosto de 2015.  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.4  
Índice del consumo privado  
(Var. % anual del promedio trimestral del índice)



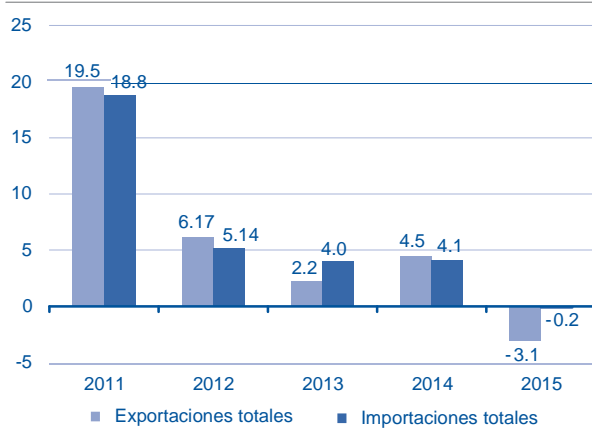
\*III indica el promedio de los meses de julio y agosto de 2015.  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

En contraste con la inversión, el consumo del sector privado ha venido mejorando su desempeño a partir de la segunda mitad de 2014, lo cual se reflejó en una tasa de crecimiento anual creciente (gráfica 3.4). Cabe mencionar que si bien el ritmo de crecimiento del consumo privado ha venido mejorando, su tasa de crecimiento anual en los tres primeros trimestres de 2015 es aun moderada con un crecimiento ligeramente mayor al 3.0%. Estimamos que las mejoras en el consumo privado son resultado de la mejora en el salario real ante la caída en la inflación, los empleos que se crearon, y el efecto positivo de la depreciación cambiaria en el sector turístico y las remesas.

### 3.1.2 Sector externo: evolución reciente de las exportaciones e importaciones de mercancías

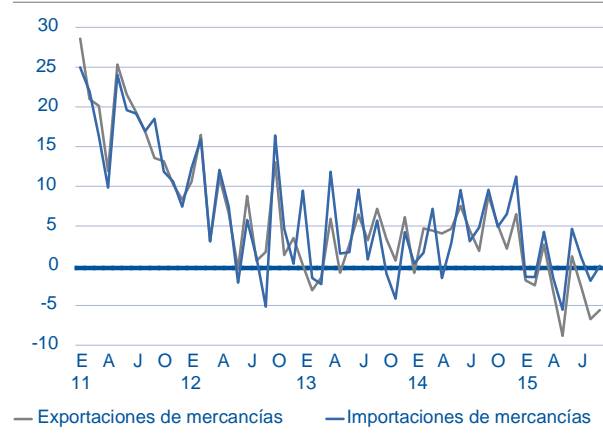
La tasa de crecimiento anual de las exportaciones e importaciones totales de mercancías acumuladas de enero a septiembre de 2015 fue de -3.3% y de -0.2%, respectivamente (gráfica 3.5). (Estas cifras muestran un débil sector externo en 2015 en comparación con el desempeño positivo que este registró en el mismo periodo de 2014 caracterizado por tasas de crecimiento positivas de las exportaciones (4.6%) y las importaciones (4.1%). Vale la pena mencionar que la desaceleración en 2015 ha ocurrido de manera gradual a lo largo del año (gráfica 3.5).

Vráfica 3.G  
Exportaciones e importaciones de mercancías acumuladas de enero a septiembre (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

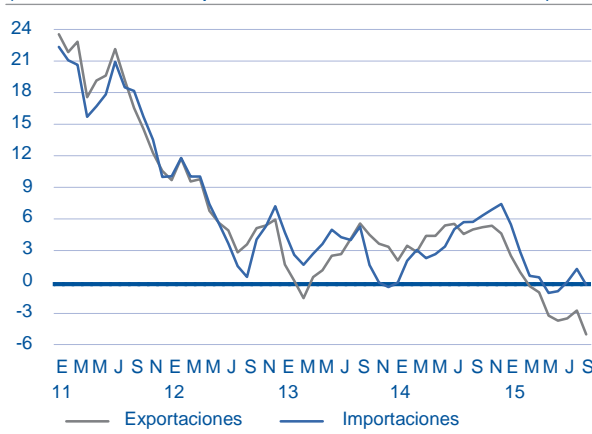
Vráfica 3.H  
Exportaciones e importaciones mensuales de mercancías (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

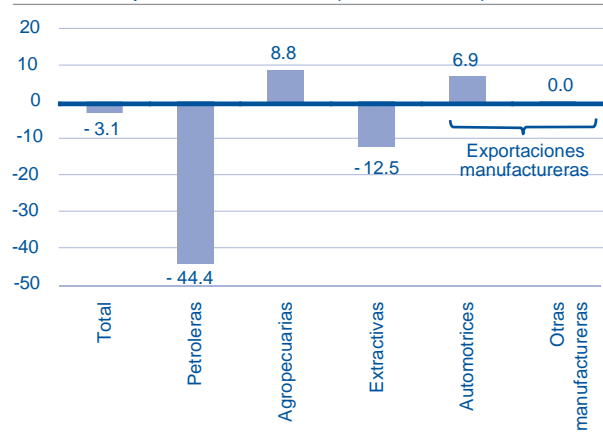
( deterioro de las exportaciones totales de mercancías en gran medida se debe a la contracción que se ha observado en las exportaciones petroleras ha registrado (gráfica 3.9). Dicha contracción es resultado de una reducción en el precio del barril de petróleo crudo de exportación durante 2015 en relación con el precio vigente en 2014 (gráfica 3.9). (En concreto, en los primeros nueve meses de 2015 el precio promedio del barril de petróleo crudo que exporta el país fue de 93 dólares y en el mismo lapso de 2014 bajó a 41.9 dólares. (En consecuencia, la importancia relativa de las exportaciones petroleras se redujo de manera importante. Las exportaciones petroleras pasaron de representar el 11.6% de las exportaciones totales acumuladas durante los primeros nueve meses de 2014 al 6.6% en el mismo lapso de 2015.

Vráfica 3.J  
Exportaciones e importaciones de mercancías (Var. % anual del promedio móvil de tres meses)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Vráfica 3.8  
Exportaciones de mercancías acumuladas de enero a septiembre de 2015 (Var. % anual)



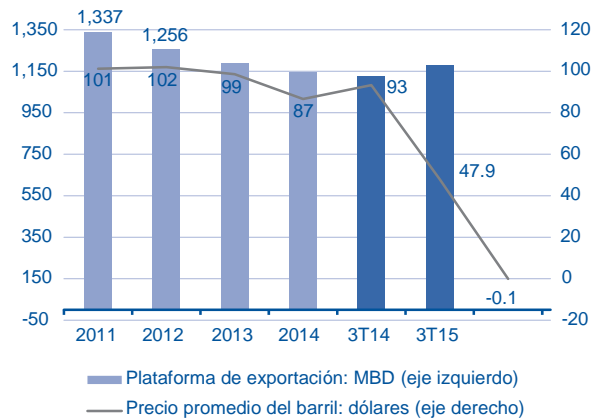
Fuente: BBVA Research con información del INEGI.



Uno de los factores que ha influido en la contracción de las exportaciones totales de mercancías es el menor crecimiento de las exportaciones manufactureras no automotrices, las cuales se representaron en los primeros nueve meses de 2015 casi el 9% de las exportaciones totales. Además, si bien las exportaciones automotrices en 2015 han tenido un crecimiento cercano al 7% en los primeros nueve meses del año, y representaron el 30% de las exportaciones totales, su expansión resulta insuficiente para compensar la contracción de las exportaciones petroleras y la falta de crecimiento de las exportaciones manufactureras no automotrices (gráficas 3.8 y 3.10).

Gráfica 3.9

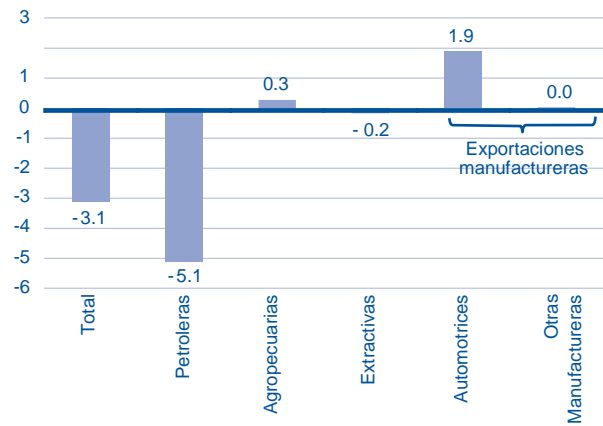
Exportaciones de petróleo crudo: promedio de la plataforma y del precio de exportación  
(Cifras en miles de barriles diarios y en dólares por barril de petróleo crudo)



3T indica que son cifras promedio del tercer trimestre del año.  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.10

Exportaciones de mercancías acumuladas de enero a septiembre  
(Aportación al crecimiento, puntos porcentuales)

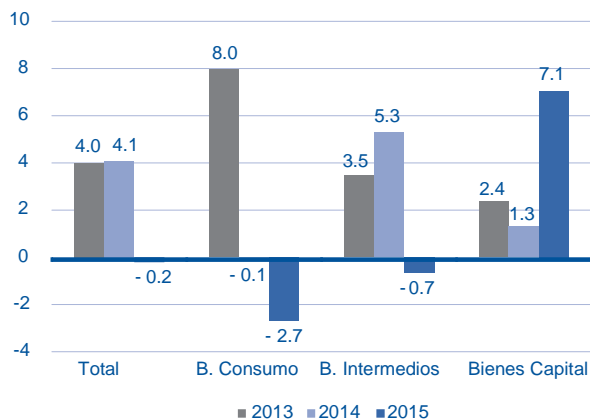


Manufactureras incluye automotrices y no automotrices.  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Por lo que respecta a las importaciones de mercancías, su tasa de crecimiento anual fue de -0.2% acumulado en los primeros nueve meses del año. Esta contracción contrasta con el crecimiento de 4.1% observado en el mismo lapso de 2014. En la medida en que un alta proporción de las importaciones son bienes intermedios utilizados en la producción de las exportaciones, se tiene entonces que el dinamismo de estas últimas determina en gran medida el comportamiento de las importaciones, en particular de todas aquellas que se clasifican como importaciones de bienes intermedios (gráfica 3.11).

Gráfica 3.11

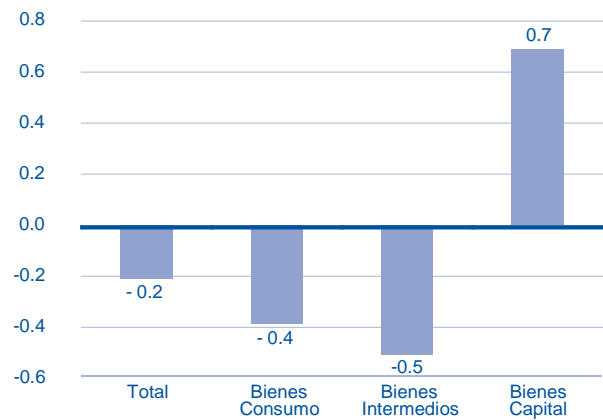
Importaciones de mercancías por tipo acumuladas de enero a septiembre  
(Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.12

Importaciones de mercancías acumuladas de enero a septiembre de 2015  
(Aportación al crecimiento, puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

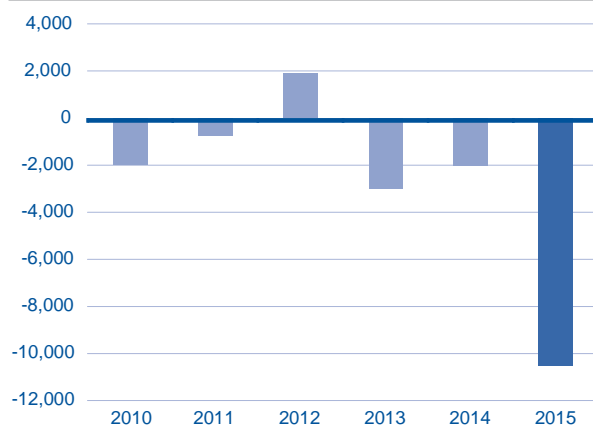
En concreto, el 76% de las importaciones totales de mercancías que se han realizado a lo largo de 2015 corresponden a importaciones de bienes intermedios, en tanto que el 14% de total se refiere a importaciones de bienes de consumo y el restante 10% son importaciones de bienes de capital. Si bien en los primeros nueve meses de 2015 solo la categoría de importaciones de bienes de capital registró una tasa de crecimiento positiva (gráfica 3.11), se tiene que dada su limitada participación en las importaciones totales, la aportación de éstas al crecimiento de las importaciones totales de mercancías de ese periodo fue limitado, además que no fue suficiente para compensar la contracción de las importaciones de bienes de consumo y de bienes intermedios (gráfica 3.12).

### 3.1.2.2 Déficit de la balanza comercial

El comportamiento referido de las importaciones y exportaciones de mercancías durante los primeros nueve meses de 2015 se refleja en un saldo acumulado de la balanza comercial deficitario por 10.6 millones de dólares (mmd). Este monto de déficit fue sustancialmente mayor a que se registró en el mismo periodo de 2014, que fue de 2.0 mmd (gráfica 3.13), y a promedio de 2010-2014 de casi 1.2 mmd.

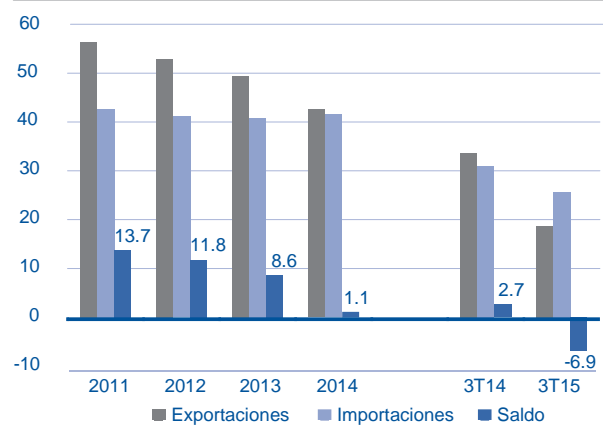
Una de las principales causas de mayor monto de déficit de la balanza comercial en 2015 es la posición deficitaria de la balanza petrolera de país. Resultado de la importante disminución de precio de barril de petróleo crudo que el país exporta, se tiene que en los primeros nueve meses de año la balanza petrolera de país reportó un déficit de 8.9 mmd (gráfica 3.14). (Estos 8.9 mmd de saldo deficitario de la balanza petrolera representan el 84% de déficit de la balanza comercial registrado en los primeros nueve meses de 2015).

Gráfica 3.13  
Saldo acumulado de enero a septiembre de la balanza comercial (Millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.14  
Saldo de la balanza petrolera acumulado de enero a septiembre (Miles de millones de dólares)

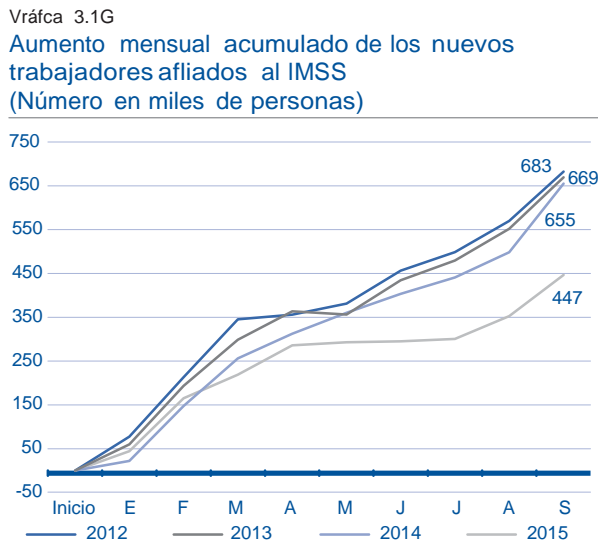


Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

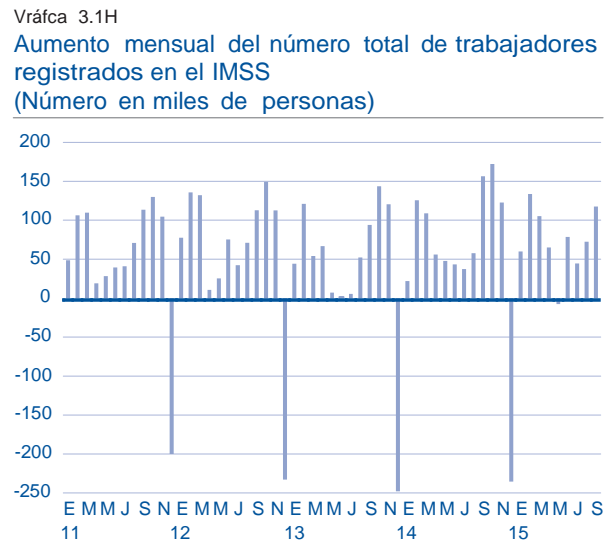
Por otra parte, si en los años posteriores el déficit de la balanza comercial persiste como resultado de la disminución de valor de las exportaciones petroleras, es posible que el sector externo deje de tener una aportación positiva al crecimiento de la actividad económica. Esto a su vez limitaría el potencial de crecimiento económico del país en el mediano plazo. Esto podrá ser evitado al materializarse los primeros efectos importantes sobre las exportaciones que tenga la reforma energética que se ha venido implementando en fechas recientes.

### 3.1.3 Evolución favorable del empleo formal de los trabajadores del sector privado

El número total de trabajadores registrados en el Instituto Mexicano de Seguro Social (IMSS) refleja a empleo formal del país generado por el sector privado, y en los últimos años este número de trabajadores ha aumentado de manera importante. Cabe mencionar que el aumento de los trabajadores registrados en el IMSS de enero a septiembre de 2015 (669 mil) ha sido mayor que el incremento observado en ese mismo lapso en los últimos dos años (2014: 683 mil; 2013: 447 mil) (gráfica 3.1G).



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Cabe recordar que debido a los efectos estacionales de las ventas navideñas, en diciembre de todos los años se reduce el número total de trabajadores registrados en el IMSS. Esto se debe en gran medida a que los contratos de empleo temporal no se renuevan. De manera general, los registros de trabajadores en el IMSS aumentan de manera importante en los primeros cuatro meses del año siguiente. Posteriormente en los siguientes tres meses el registro ante el IMSS de nuevos empleos muestra un aumento pausado en términos mensuales, y de octavo a onceavo mes ese registro vuelve a aumentar de manera importante (gráfica 3.1H).

### 3.1.4 Finanzas públicas: desaceleración gradual del gasto del sector público

La tasa de crecimiento real anual de los ingresos del sector público presupuestario acumulados durante los primeros nueve meses de 2015 fue de 3.4%. A su interior tenemos que los ingresos del sector público de origen no petrolero tuvieron un crecimiento anual en el periodo de 22.4%, mientras que los ingresos de origen petrolero cayeron -36.7% (cuadro 3.1).

Los ingresos tributarios han tenido un desempeño favorable con un crecimiento de 29.5% real en los primeros nueve meses de a/o. (entre las razones que parecen explicar el mejor comportamiento de los ingresos tributarios está la mayor fiscalización realizada por las autoridades, cambios planeados en la reforma fiscal de 2014 que se reflejaron en las declaraciones anuales de ingresos correspondientes a ese año realizadas en 2015, y la mayor recaudación lograda por el impuesto especial sobre producción y servicios (IEPS) de gasolinas y diesel, que pasó de reflejar una partida deficitaria en los primeros nueve meses de 2014 de 23.2 mil millones de pesos (mmp) a una positiva de 156.1 mmp en los mismos meses de 2015.

Cuadro 3.1

Ingresos del sector público presupuestario acumulados de enero a septiembre de 2015 (Miles de millones de pesos)

	Monto	Var. % real	Estruc. %
Total	3,037.6	3.4	100.0
Gobierno Federal	2,319.6	7.1	76.4
Tributarios	1,793.6	29.5	59.0
ISR	935.2	24.9	30.8
IVA	539.1	4.9	17.7
No Tributarios	526.0	-32.6	17.3
Org. y emp. control presup.	231.5	5.9	7.6
Emp. produc. del Estado	486.5	-11.9	16.0
Pemex	262.1	-12.6	8.6
CFE	224.4	-11.1	7.4
Total	3,037.6	3.4	100.0
Ingresos petroleros	595.9	-36.7	19.6
Ingresos no petroleros	2,441.7	22.4	80.4

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Cuadro 3.2

Gasto del sector público presupuestario acumulado de enero a septiembre de 2015 (Miles de millones de pesos)

	Monto	Var. % real	Estruc. %
Total	3,498.7	3.9	100.0
Gasto Programable	2,733.8	2.4	78.1
Gasto corriente	2,066.7	3.5	59.1
Gasto capital	667.0	-0.7	19.1
NO Programable	765.0	9.6	21.9
Participaciones a Edos.	479.9	4.2	13.7
Costo financiero	259.0	22.0	7.4
Adefas* y otros	26.1	2.6	0.7

Adefas: Adeudos de ejercicios fiscales anteriores  
Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

En relación con el gasto público presupuestario del sector público, se observa que de enero a septiembre de 2015, éste tuvo un crecimiento real anual de 3.9% (cuadro 3.2). Esta tasa de crecimiento real anual ha disminuido de manera gradual a lo largo de año. Por ejemplo, a fin de primer trimestre de año fue de 11.9%; a fin de segundo trimestre bajó a 4.4%, y en el tercer trimestre se redujo a 3.9%. (Nota: a medida en que la tasa de crecimiento real anual del gasto total del sector público presupuestario esté disminuyendo, este tipo de gasto debiera reducir su impacto como fuente de crecimiento de la actividad económica del país.

La tendencia a la baja descrita previamente sugiere que en el último trimestre de 2015 el gasto del sector público continuará desacelerándose.

Gráfica 3.1J

Gasto presupuestario del sector público acumulado de enero a septiembre de 2015: programado y observado (Miles de millones de pesos)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Cuadro 3.3

Situación financiera del sector público acumulada de enero a septiembre (Miles de millones de pesos)

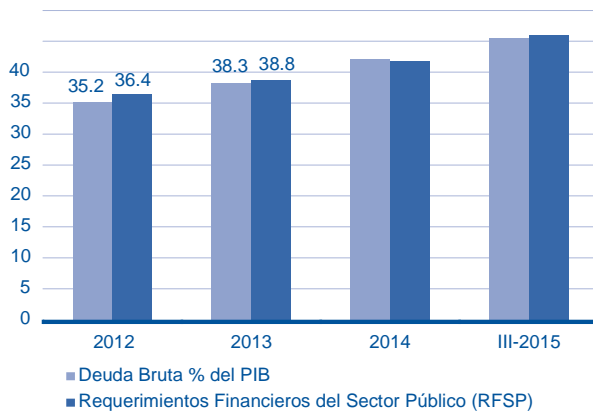
	2014	2015	Var. % real
Balance público	-405.8	-438.9	ns
Bal. púb. sin inver. productiva	-134.2	-83.5	ns
Ingreso presupuestario	2,854.5	3,037.6	3.4
Gasto neto pagado	3,273.0	3,498.7	3.9
Balance Gobierno Federal	-353.9	-331.1	ns
Balance org. y empresas	-64.5	-130.0	ns
Balance primario	-195.8	-179.0	ns
Balance presupuestario	-212.2	-202.2	ns
Gobierno Federal	-185.8	-143.8	ns
Organismos y empresas	-26.4	-58.4	ns
Pemex	-108.2	-141.4	ns
Otras entidades	81.8	83.0	-1.3
Entidades bajo control indirect.	16.4	23.2	37.4

ns=no significativo  
Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Dentro de los componentes del gasto, llama la atención que el rubro que muestra la mayor tasa de crecimiento es el que se refiere a Costo financiero de la deuda de sector público, pues en septiembre el gasto acumulado por este concepto creció 22% real anual. Esta cifra contrasta de manera importante con el crecimiento del gasto corriente (3.5%) y del gasto de capital (-0.7%) realizada por el sector público.

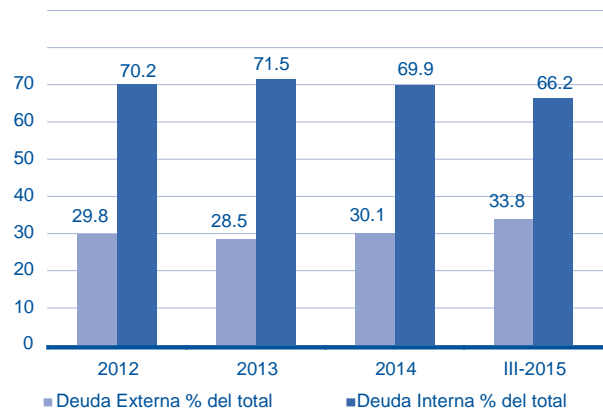
Por su parte, el monto de déficit de sector público acumulado durante los primeros nueve meses de 2015 ha aumentado con respecto al año pasado (Cuadro 3.3). Cabe mencionar que la persistencia de déficit de sector público en los últimos años y el mayor monto de éste son factores que se traducen en un mayor nivel de la deuda del sector público. El punto anterior se ilustra si se considera que el saldo de la deuda bruta del sector público como porcentaje de PIB a finales de 2014 fue de 42.1% y esa razón aumentó 3.4 puntos porcentuales en los nueve meses siguientes para aumentar a 45.5% en septiembre de 2015 (gráfica 3.18).

Gráfica 3.18  
Deuda bruta y Requerimientos Financieros del Sector Público (% del PIB)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Gráfica 3.19  
Estructura porcentual de la deuda interna y externa del sector público (% de la deuda total)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

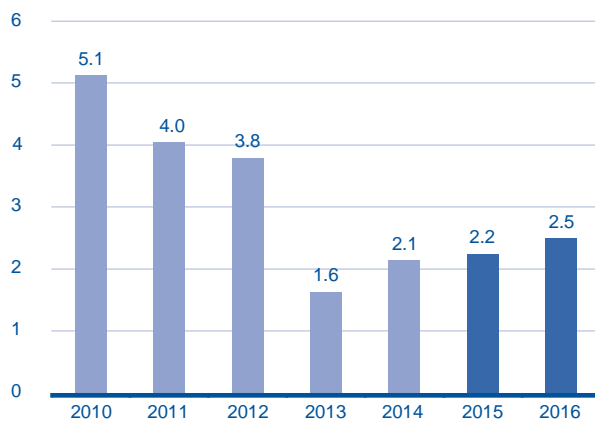
Cabe mencionar que en el pasado reciente el endeudamiento externo ha aumentado su importancia relativa en la proporción de la deuda total de sector público de país (gráfica 3.19). (esto puede deberse, entre otras razones, a la existencia de mejores condiciones financieras de endeudarse en moneda extranjera, o al efecto de la reciente depreciación cambiaria sobre el valor de la deuda externa al ser expresada en moneda nacional).

### 3.1.G Perspectivas de la economía mexicana para el final de 2015 y 2016

Estimamos que el crecimiento en lo que resta del año será similar al observado en los trimestres previos. Esto como resultado del buen comportamiento del consumo privado, aunque limitado por el débil desempeño del sector exportador y un menor impulso de gasto de sector público. De esta forma esperamos que en 2016 a tasa de crecimiento anual del PIB se sitúe en 2.2%, nivel ligeramente superior a la tasa de 2.1% observada en 2014.

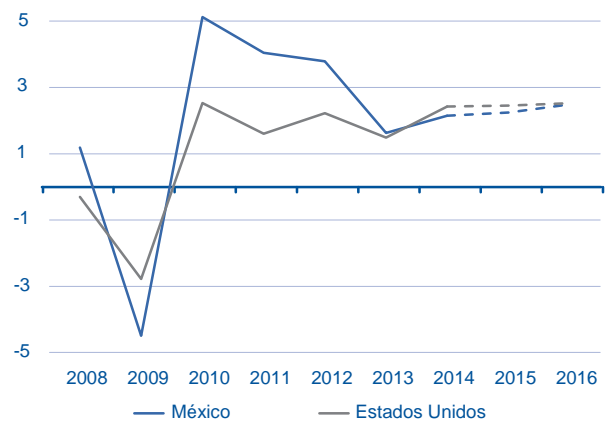
Para 201H estimamos que ((.)). tendrá una expansión económica similar a la de este año, y que el precio internacional del petróleo solo tendrá una mejora muy moderada por lo que consideramos que los factores descritos en el párrafo anterior se extenderán hacia 201H, con lo que estimamos que el crecimiento de PIB en México el próximo año será de 2.6%.

Vráfca 3.20  
Crecimiento anual del PIB de México  
(Var. % a/a)



a/a=año a año.  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Vráfca 3.21  
PIB de México y los Estados Unidos  
(Var. % a/a, ae)



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

### Recuadro 1. Fibra E: instrumento para promover la inversión en el sector energético e infraestructura

En la presentación del tercer informe de gobierno, la Presidencia de la República dio a conocer un nuevo esquema de financiamiento para proyectos relacionados con el sector energético y la infraestructura del país denominado Fibra E.

Además de promover la inversión en el sector energético e infraestructura, este nuevo esquema busca mitigar la reducción en la inversión nacional en un entorno de reducción de la inversión pública derivado de la caída de los ingresos petroleros. El esquema de financiamiento consiste en monetizar activos ya existentes de modo muy similar a lo que ocurre con los contratos de Sociedades Limitadas (Master Limited Partnerships –MLP– por sus siglas en inglés) en Estados Unidos. En concreto, el instrumento se estructura bajo la figura de un fideicomiso constituido únicamente por activos de los sectores energéticos y/o de infraestructura (e.g. gasoductos) que fideicomite en un inicio un promotor (sponsor). El fideicomiso emite

certificados bursátiles fiduciarios entre el público inversionista, con lo cual este se hace de recursos que

tienen la finalidad exclusiva de ser invertidos nuevamente en activos adicionales de los sectores energéticos y/o de infraestructura. A su vez el público inversionista obtiene

los flujos de efectivo que de este se derivan. Así, el

público inversionista y el promotor, que bajo la figura del MLP conserva al menos el 2% del capital. Los flujos que se derivan de fideicomiso usualmente provienen de los propios activos de fideicomiso con terceros y están libres de impuestos al ingreso a nivel corporativo. Esto último representa uno de los principales atractivos para los inversionistas de este tipo de instrumentos y es

una característica que comparten con las Fibras tradicionales. Es importante señalar que por ley el fideicomiso está diseñado para distribuir flujos de efectivo entre los inversionistas, por lo cual el 95% de la utilidad neta anual deberá ser repartida en forma de dividendos.

Vale la pena destacar que el fideicomiso no tiene la propiedad de manera directa de los activos sino de acciones de empresas (denominadas sociedades promovidas) que a su vez poseen los activos. Por otra parte, el fideicomiso puede emitir deuda para complementar el financiamiento de nuevos proyectos.

Si bien consideramos que el esquema utilizado por la Fibra E es muy positivo para promover el financiamiento hacia la inversión en infraestructura y el sector energético, estimamos que los importantes beneficios que se esperan requerirán un periodo de maduración.

Gráfica 3.22

#### Estructura general de la Fibra E



Fuente: BBVA Research

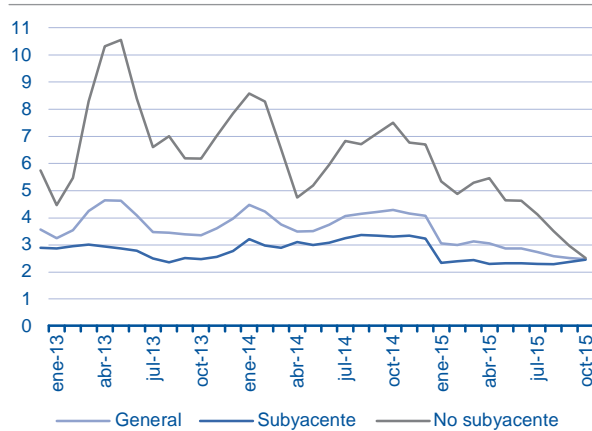


### 3.2 Como anticipábamos, a inflación anual exhibió descensos adicionales en el tercer trimestre

De abril a octubre de este año la inflación general ha mantenido una tendencia a la baja que ha llevado a ubicarse por debajo de objetivo de Banco de México (Banxico) y registrar mínimos históricos consecutivos en los últimos seis meses. A esta favorable evolución han contribuido varios factores: i) la holgura en la economía, ii) el efecto base favorable por la dilución del choque de oferta que representó la subida de impuestos de enero de 2014 sobre distintas mercancías, iii) las reducciones de los precios de los servicios de telecomunicaciones, iv) los menores incrementos en los precios de la gasolina y las reducciones en los precios de la electricidad, v) un comportamiento mucho más favorable de los precios pecuarios en comparación con el del año anterior, y vi) la credibilidad de banco central que ha permitido que se mantengan ancladas las expectativas de inflación a pesar de distintos cambios en precios reales.

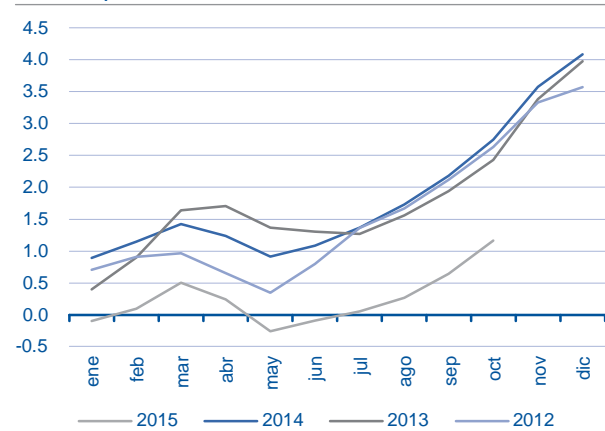
Los menores precios de las telecomunicaciones están asociados a la reforma aprobada en el sector mientras que los menores precios de la electricidad obedecen a la reforma energética, pero también a los menores precios de los insumos utilizados en la generación de electricidad. El principal efecto sobre la inflación de esta disminución en los precios de telecomunicaciones y energéticos es directo, pero también podría estarse dando un pequeño efecto indirecto en la economía que esté permitiendo a las empresas absorber al menos parcialmente los mayores costos asociados a la reciente depreciación cambiaria. Es decir, es probable que los menores costos en insumos energéticos y de telecomunicaciones hayan dado cierto espacio a las empresas para, en un contexto de holgura en la economía, absorber en sus márgenes el mayor costo cambiario, al menos temporalmente. Lo anterior contribuiría a que el traspaso del tipo de cambio a los precios (pass-through) se limite a los bienes durables y no existan efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios, o que se viene observando en la economía. Hasta ahora, la depreciación del peso solo ha provocado un cambio de precios reales y, por ende, no debiera tener efectos permanentes sobre el nivel de precios en el próximo año.

Vráfica 3.23  
Inflación y componentes  
Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Vráfica 3.24  
Inflación acumulada por año  
Puntos porcentuales



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

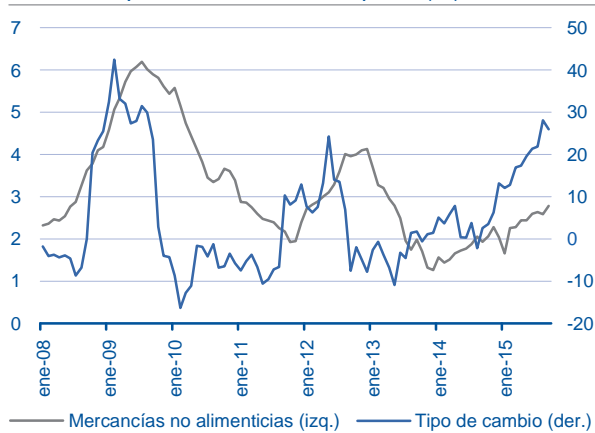
Por lo tanto, a pesar de la fuerte depreciación de peso durante los últimos doce meses, la inflación general promedio ha disminuido en cada uno de los primeros tres trimestres del año y prevemos que también lo hará en el cuarto. (En el segundo trimestre la inflación anual promedió 2.94%, marcando el segundo mínimo histórico consecutivo para un trimestre en la historia reciente del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) después de haber promediado 3.01% en el primer trimestre. La inflación del segundo trimestre se ubicó por primera vez por debajo de la meta de Banxico de 3.0%. (En el tercer trimestre de 2015 la inflación general anual tuvo una disminución adicional a un promedio de 2.61%, y en octubre disminuyó a aún más a 2.48%.



Por otra parte, la inflación subyacente anual promedio se había mantenido relativamente estable durante los primeros tres trimestres del año al ubicarse en 2.39%, 2.32% y 2.33%, respectivamente. Estos promedios se comparan favorablemente con el de 3.30% del último trimestre de 2014. Cabe destacar que antes de la disminución de este año, la inflación subyacente anual se había mantenido cerca de 3.0% desde el primer trimestre de 2011 con un promedio trimestral de 3.13% entre 2011 y el cuarto trimestre de 2014. En cuanto al componente no subyacente, la inflación anual promedio disminuyó de 6.11% a 3.63% entre el primer y el tercer trimestre, y tuvo un descenso adicional a 2.62% en octubre. Así, como se observa en la gráfica 3.24, por primera vez en la historia la inflación acumulada en la primera mitad de año fue negativa (-0.09 puntos porcentuales (pp)-), y al cierre de tercer trimestre fue de apenas 0.86 pp (en comparación con 2.08 pp de media en los tres años previos), y al octubre apenas alcanzó 1.16 pp, 1.58 pp menos que el nivel acumulado durante el mismo periodo un año antes (2.74 pp).

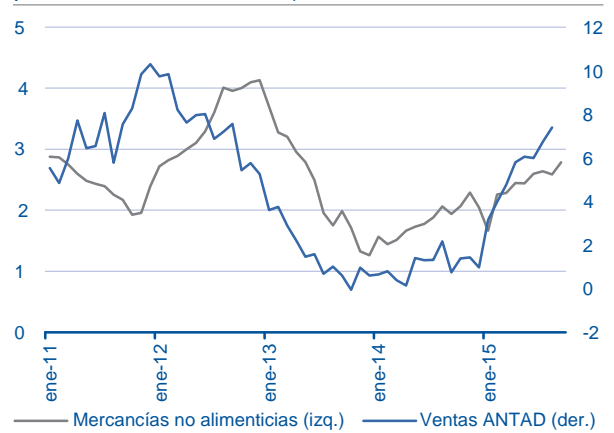
A interior de la inflación subyacente, la evolución de sus dos componentes principales refleja el ajuste en precios relativos que se describió previamente. Este cambio ha implicado aumentos en la inflación anual de las mercancías al tiempo que la variación anual de los precios de los servicios ha hecho que estos se hayan mantenido bajos y estables. La inflación anual de las mercancías ha repuntado de 2.43% en enero a 2.93% en octubre. Esta tendencia se explica por la tendencia a la baja de los precios de las mercancías no alimenticias. En tasa anual, la variación de este componente aumentó de 1.66% en enero a 3.01% en octubre. Si consideramos promedios trimestrales, la inflación anual de este componente subió 0.80 pp entre el primer y el tercer trimestre de 2.01% a 2.81%. (Es decir, si bien la inflación anual de las mercancías no alimenticias se mantiene baja, resulta evidente el efecto directo de traspaso de tipo de cambio a los precios (véase gráfica 3.25). Hacia adelante, considerando que el tipo de cambio se mantendrá en niveles elevados, y que es previsible que no se observe un retorno a niveles más moderados en el futuro cercano en un contexto de aversión al riesgo global, es previsible que esta tendencia a la baja de este tipo de precios continúe en los próximos meses. Esto es además posible por una cierta recuperación de la demanda interna en los últimos meses (véase gráfica 3.2H) que podría dar lugar de espacio a las empresas para seguir traspasando a los precios finales los mayores costos de los productos importados, ya sean estos bienes finales o insumos. Por su parte, después de exhibir una tendencia bajista durante primeros ocho meses de año, el componente de mercancías alimenticias ha presentado aumentos en tasa anual en los últimos dos meses (septiembre y octubre). Por otra parte, la inflación anual de los servicios sigue estable en niveles bajos. Ésta promedió 2.28%, 2.16% y 2.22% en los tres primeros trimestres y se ubicó en 2.26% en octubre. Esta estabilidad en niveles bajos se explica principalmente por las reducciones en los precios de los servicios de telecomunicación (véase gráfica 3.2J) y la elevada holgura en la economía.

Gráfica 3.2G  
Inflación anual de las mercancías no alimenticias y tasa de depreciación anual del peso (%)



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.2H  
Inflación de las mercancías no alimenticias y ventas ANTAD (Var. % anual y var. % anual, promedio móvil 4 meses)



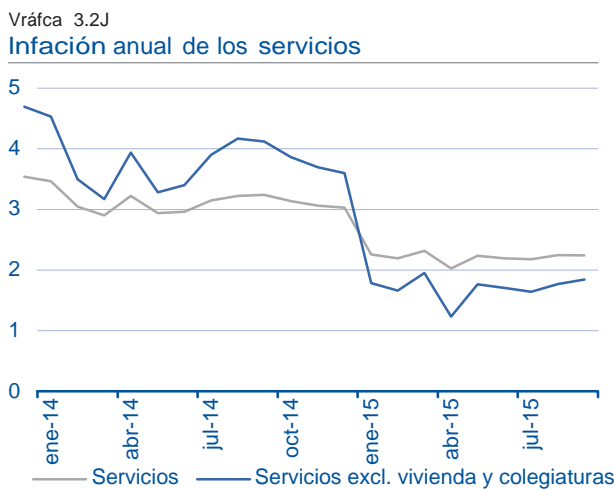
Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Por último, la inflación anual de subíndice no subyacente, que contiene los productos con los precios más volátiles como son los agropecuarios, la energía y las tarifas públicas, continúa mostrando una notable desaceleración. La inflación anual de componente no subyacente ha disminuido progresivamente en los primeros tres trimestres de 5.17% a 4.91% y 3.53%. En octubre mostró una desaceleración adicional a 2.52%. Esta desaceleración se explica principalmente por dos factores: i) a menor inflación anual de los precios de los productos pecuarios, que ha disminuido de 14.20% en enero a 2.17% en octubre, y ii) el menor aumento de los precios energéticos en los que su tasa anual disminuyó de 4.20% en enero a 1.01% en octubre.

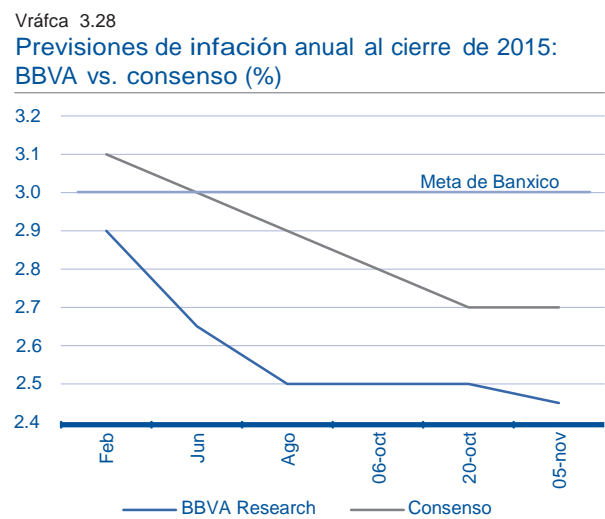
**(En relación a la perspectiva de inflación anual, manteníamos y seguimos a la baja que manteníamos por lo que revisamos nuestro estimado de inflación para este año de 2.5% a 2.4%. Como durante todo el año, este escenario se mantiene por debajo del estimado del consenso)**

Considerando que los factores que explican la tendencia a la baja de la inflación de las mercancías no financieras responden a un cambio de precios relativos que no ha tenido efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios, nuestras perspectivas para la inflación durante el periodo 201G-1H siguen siendo favorables en un contexto de evadada holgura en la economía. Asimismo, los efectos de la reforma de telecomunicaciones han sido notorios y la evolución de la inflación también ha sido favorecida por los efectos favorables sobre las tarifas de electricidad de los menores precios de los combustibles utilizados para su generación. Ante la perspectiva de recuperación gradual de la economía no anticipamos presiones de demanda sobre los precios.

La evolución de la inflación subyacente, que mejor indica el comportamiento de mediano plazo de la inflación, sigue estando favorecida por la holgura en la economía. Además, como se se/a a en la sección de actividad económica, hemos revisado a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2015 y 2016, lo que supone una ampliación adicional de la ya de por sí elevada holgura de la economía. Lo anterior contribuirá a que el traspaso de la depreciación de peso a la inflación continúe acotado y que siga siendo poco probable que se observen efectos de segundo orden.



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI



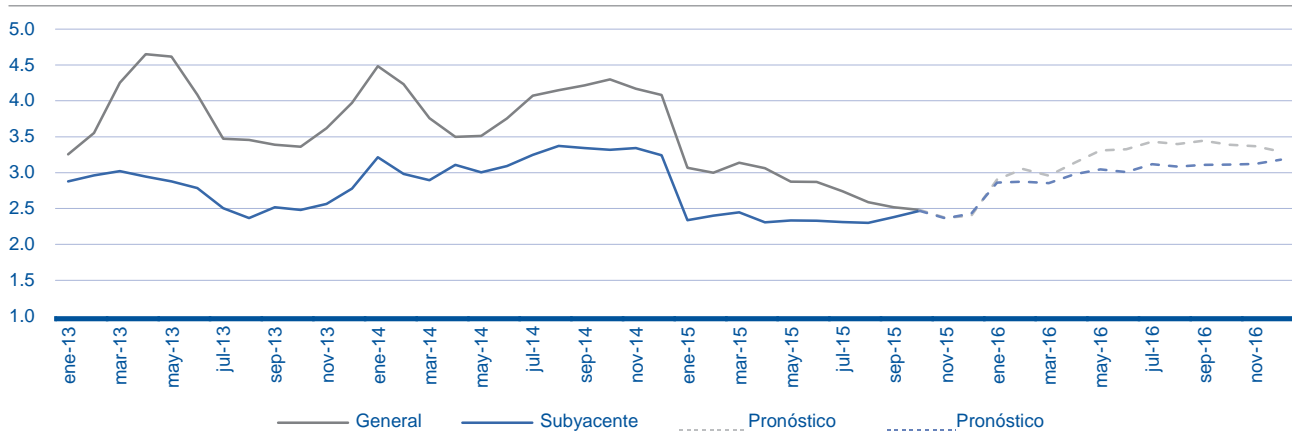
Fuente: BBVA Research con datos de Encuesta de Analistas del Sector Privado.

(En términos cualitativos, nuestro escenario de inflación no cambia. Sin embargo, en términos cuantitativos hicimos un ligero ajuste a la baja a nuestra previsión de inflación general para el cierre de 2015G de 2.6% a 2.4%, mientras que mantenemos nuestro pronóstico de fin de 2015H en 3.3%. Con estas previsiones, estimamos que la inflación general promediará 2.8% en 2015G y 3.3% en 2015H. Por su parte, prevemos que la inflación subyacente anual promediará 2.4% este año, 0.7 puntos porcentuales menos que en 2014 (3.2%). Para 2016 anticipamos un promedio de 3.2% en este componente, mismo nivel que el de 2014.

De mantenerse el menor aumento de los precios energéticos (i.e. no repetirse los significativos aumentos de los precios de la gasolina de los años previos y no revertirse la favorable evolución de los combustibles utilizados en la generación de electricidad) no sólo se habrá concretado una menor inflación en 2015G sino que también debiera favorecer que la convergencia de la inflación hacia la meta de 3.0% se caracterice por ser permanente en la medida en que sería previsible que estos menores precios con el tiempo tengan también efectos indirectos sobre otros precios. De esta manera, es previsible que el subíndice de inflación subyacente tenga un comportamiento más favorable en los próximos años en comparación con los años previos, contribuyendo a alcanzar inflaciones menores de forma permanente.

Nuestras previsiones están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza. Los principales riesgos a la baja son un menor dinamismo al esperado en la economía que provoque un aumento adicional de la brecha del producto, y la posibilidad de disminuciones adicionales en los servicios de telefonía móvil si se acentúa la competencia en el sector. Por su parte, los riesgos al alza provendrían del tipo de cambio en caso de consolidarse su nivel actual o registrarse una depreciación adicional.

Gráfica 3.29  
Perspectivas de inflación  
Var. % anual



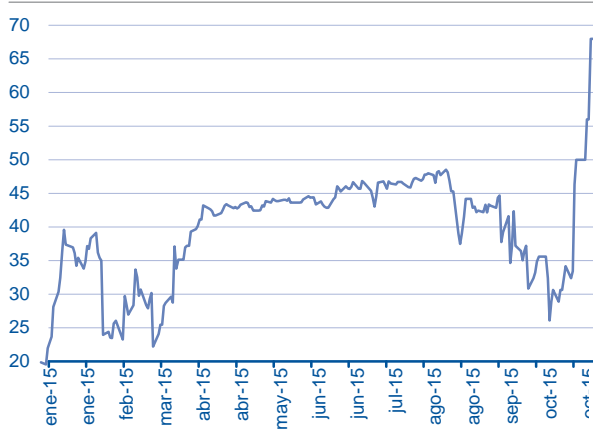
Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

### 3.3 Banxico adopta un tono menos restrictivo, pero a Fed continúa como el principal catalizador de una primer alza de la tasa de política monetaria

En su más reciente anuncio de decisión de política monetaria, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) modificó su comunicación, o que aumentó a probabilidad de un alza de la tasa de política monetaria en ((.)). para la reunión de 1H diciembre. (n concreto, a mencionar de forma explícita, y por primera vez, que evaluará si es apropiado subir el rango objetivo de la tasa de fondos federales en la siguiente reunión, el banco central norteamericano dejó en claro que hay una posibilidad real de que el ciclo de normalización monetaria inicie este año y no hasta 2016 como los participantes del mercado descontaban hasta antes de este anuncio.

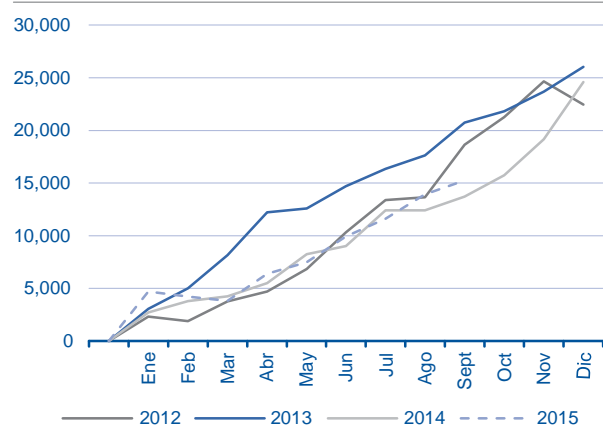
A diferencia de la Fed, Banco de México (Banxico) imprimió un tono algo menos restrictivo a comunicado de política monetaria del mes de octubre derivado del deterioro del balance de riesgos tanto de la actividad doméstica, como de la actividad global, en un entorno de inflación en niveles históricamente bajos.

Vráfica 3.30  
Probabilidad implícita de un alza de 25pb en la tasa de fondos federales en la reunión de diciembre. Mercado de futuros (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

Vráfica 3.31  
Cambio en la tenencia de Bonos M por parte de extranjeros. Flujos acumulados (Millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico.

En esta coyuntura se estima que el cambio en la comunicación de la Fed incrementa las posibilidades de ver un alza en la tasa de política monetaria en México por las siguientes razones. De acuerdo con Banxico, las acciones de la Fed son el principal riesgo para la consolidación de la convergencia de la inflación a objetivo vía una depreciación de tipo de cambio y un incremento en las expectativas de inflación. Adicionalmente, el banco central se ha mostrado preocupado por los riesgos para la estabilidad financiera que este evento podría generar. A casi un año del inicio de la depreciación cambiaria, que actualmente se ubica en 19% anual, el traspaso a los precios de dicha depreciación ha sido limitado y se ha circunscrito a los precios de los bienes durables. (n relación con la estabilidad financiera, la principal preocupación de banco central es una salida abrupta de los inversionistas extranjeros de mercado de renta fija mexicano ante mayores tasas en ((.))., no obstante, a mes de septiembre, la tenencia de bonos de largo plazo por parte de extranjeros se mantenía estable. De esta manera, aun cuando al momento no hay indicios de un deterioro en el proceso de formación de precios ni en lo que respecta a la estabilidad financiera, el señalamiento de banco central de que podrían exacerbarse dichos riesgos una vez que el alza de las tasas de interés por parte de la Fed se materialice

sugiere que en afán de contener dichos riesgos el Banco de México actuaría aumentando su tasa objetivo. Inclusive, la minuta de la más reciente reunión de política monetaria da cuenta que al interior de la Junta de gobierno aún hay pronunciamientos a favor de la conveniencia de ajustar la postura monetaria de manera preventiva.

Ahora bien, considerando que la primera tasa monetaria en México tendría como objetivo mitigar los riesgos antes señalados, vale la pena señalar que el deterioro del balance de riesgos de actividad económica es un factor que sería más relevante para la trayectoria futura de la tasa monetaria que para la fecha del primer movimiento. (Esto es, la debilidad de ciclo doméstico y la hoguera que prevalece en la economía influirán en las decisiones que tome Banxico sobre la velocidad de ciclo de tasas, e incluso esperamos sea muy gradual, incluso más que el que se espera para las tasas en EE.UU.

(En síntesis, los riesgos que representan las posibles acciones de la Fed para la inflación y la estabilidad financiera de país apoyan nuestra perspectiva de que Banxico sincronizará el primer movimiento de la tasa de política monetaria con el incremento de la tasa de fondos federales en EE.UU., el cual esperamos se produzca en diciembre. Posteriormente esperamos que la debilidad de la actividad doméstica sea el factor predominante en la postura monetaria de Banxico, o que se reflejará en una trayectoria a la tasa de referencia muy gradual y más lenta que la que se prevé para las tasas en EE.UU. Cabe destacar que hay riesgos de retraso sobre el inicio del ciclo de normalización monetaria en Estados Unidos, los cuales podrían materializarse en caso de que la evolución de la actividad, el empleo y la inflación de la unión americana estén por debajo de las expectativas de la Fed.

### 3.4 La Fed vuelve al primer plano tras poner el foco de atención en la reunión de diciembre

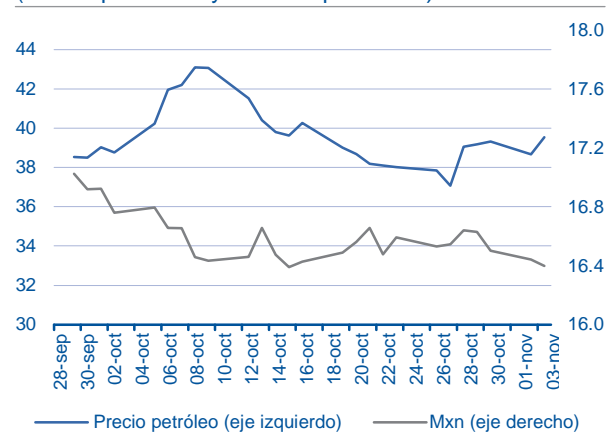
Las dudas sobre el ritmo de desaceleración de la economía china y sus posibles efectos sobre la economía global aminoraron la incertidumbre a los mercados financieros y redujeron, de manera transitoria, la volatilidad con que los inversionistas venían reasignando recursos hacia instrumentos denominados en dólares. A finales de agosto pasado el dato por debajo de lo esperado de producción manufacturera en China se sumó a otros indicadores y acciones gubernamentales (e.g. la depreciación de Yuan) que exacerbaban las preocupaciones de los inversionistas sobre una desaceleración abrupta de esa economía, lo que generó un incremento de la aversión al riesgo a niveles no vistos desde la parte más álgida de la crisis del Euro en septiembre de 2011. La venta de activos de mayor riesgo tuvo efectos tanto en los mercados de países desarrollados como de emergentes, y sobre toda clase de activos. En cuatro días, el S&P500 cayó 11.3%, el MSCI Europa 11.5%, el MSCI de mercados emergentes lo hizo en 9.0%; el precio del barril de petróleo WTI cayó a su nivel mínimo del año de 38 dólares por barril; el rendimiento a vencimiento del bono del tesoro a 10 años tocó nuevamente el 2.0%; mientras que las divisas de países latinoamericanos cayeron más de 3.0%. El peso mexicano tocó su mínimo histórico al caer hasta los 17.20 pesos por dólar, ante la activación de la aversión al riesgo, un factor de incertidumbre que se había mantenido contenido durante todo el año. Cabe destacar que a pesar de la volatilidad, el riesgo soberano de México medido por el nivel de derivado de incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés) a 5 años se mantuvo por debajo de 160 pb (puntos base), nivel menor al de países con calificación crediticia similar, y claramente por debajo de lo registrado en anteriores episodios de aversión al riesgo, en los que se superaron los 100 pb. De manera similar, los flujos de extranjeros a instrumentos de renta fija de largo plazo continuaron siendo positivos e incluso superiores a los registrados en 2014 en el acumulado del año.

Vrácfa 3.32  
Mercados accionarios. Índice 01/01/2015=100  
(Índice)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Vrácfa 3.33  
Tipo de cambio y precio del petróleo  
(Pesos por dólar y dólares por barril)



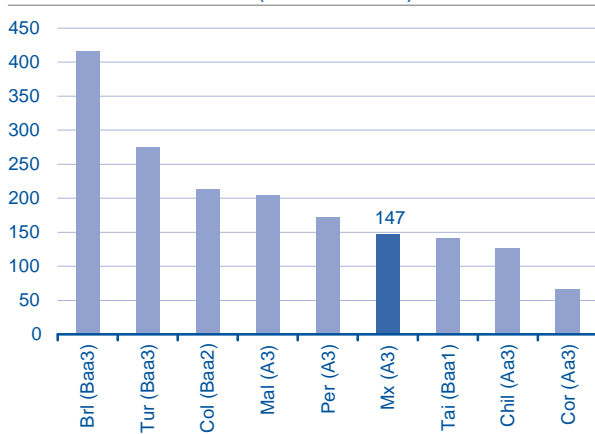
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Así como la volatilidad en los mercados financieros, el efecto más relevante de las dudas sobre el ciclo chino fue su influencia sobre la decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) de mantener sin cambios la tasa de fondos federales. En su comunicado de septiembre la Fed mencionó de manera explícita que los eventos de la economía global representaban un riesgo a la baja tanto para la recuperación de la economía

norteamericana, así como para el logro de su objetivo de inflación, aun cuando dejaron en claro que no había cambios significativos a su escenario económico. La decisión de mantener sin cambio a tasa de referencia, la mención de los riesgos provenientes de la economía global, así como algunos datos de la economía de EE.UU. por debajo de lo esperado (e.g. incremento nómina no agrícola del mes de septiembre) derivaron en ese momento en que los participantes del mercado apazaran hasta 201H su expectativa de primer movimiento de la Fed, lo que a su vez redujo la presión del principal factor de volatilidad para los activos de mercados emergentes durante el año. Esto aunado a un incremento en el precio del petróleo durante el mes de octubre, permitió que, una vez que la aversión al riesgo regresó a su nivel promedio histórico, las monedas de países emergentes se apreciaran 1.G% en promedio. (En particular, el peso mexicano se apreció 2.H% en octubre, a séptima mayor apreciación entre las monedas emergentes y su primera apreciación mensual desde febrero pasado, para cerrar el mes en 16.50 pesos por dólar. Cabe señalar que tres de las divisas con las mayores apreciaciones en el mes (peso colombiano, real brasileño y rublo ruso) corresponden a países exportadores de petróleo.

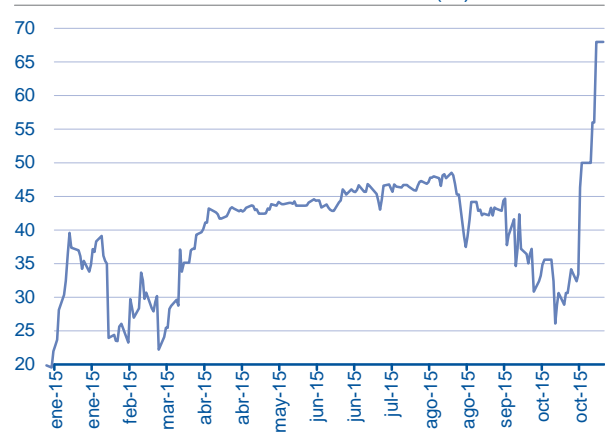
Por su parte, las tasas de interés de largo plazo han continuado moviéndose a ritmo de las expectativas sobre el inicio del ciclo de normalización de la política monetaria. Así, en lo que va de 2015 los movimientos de la tasa de interés del bono M con vencimiento a 10 años han continuado asociados a aquellos de los de la Nota de Tesoro a 10 años (véase gráfica 3.3H). En promedio, las tasas de interés de los bonos a 10 años tanto en México como en el extranjero exhibieron una estabilidad notable en el tercer trimestre y detuvieron transitoriamente la tendencia alcista que mostraron en la primera mitad del año. Esta relativa estabilidad en el trimestre obedeció principalmente a dos factores parcialmente relacionados entre sí. Por un lado, las mayores preocupaciones por China provocaron un aumento en la volatilidad global que tuvo un impacto en el apetito por riesgo en los mercados. El contexto de mayor aversión a riesgo provocó una mayor demanda por activos percibidos como de menor riesgo, principalmente las Notas del Tesoro de EE.UU. Esta mayor demanda permitió que las tasas de interés de largo plazo de EE.UU. se estabilizaran en niveles bajos. Por otro lado, como se comentó previamente, la desaceeración global incuso infuyó en la comunicación de la Reserva Federal y en su reunión de septiembre mostraron un tono de mayor cautela que se tradujo en una fuerte reducción de la probabilidad implícita de subida de la tasa de política monetaria antes de fin de año. Así, el promedio de los rendimientos de la Nota del Tesoro a 10 años durante el tercer trimestre (2.22%) fue similar al observado en el segundo trimestre (2.1H%). De forma similar, las tasas de interés de bono a 10 años mexicano promediaron en el tercer trimestre 6.05%, apenas 9 puntos base más que en el trimestre previo.

Vráfca 3.34  
Derivado de incumplimiento crediticio a 5 años por calificación crediticia (Puntos base)



Nota: Brl: Brasil; Tur: Turquía; Col: Colombia; Mal: Malasia; Per: Perú; Mx: México; Tai: Taiandía; Chil: Chile; Cor: Corea de Sur  
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Vráfca 3.3G  
Probabilidad implícita en el mercado de futuros de un alza de 25 puntos base en la tasa de fondos federales en la reunión de diciembre (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

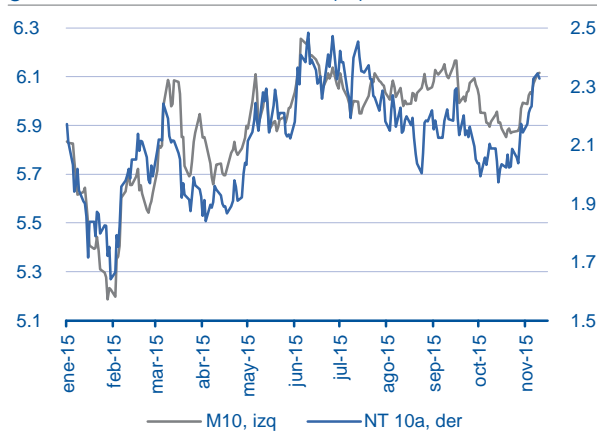


No obstante los puntos anteriores, ahora todo indica que este periodo de relativa estabilidad en los mercados financieros podría ser de naturaleza transitoria, a juzgar por el tono restrictivo que adoptó la Fed en su comunicado de fines de octubre y a sorpresa positiva de dato de empleo durante este mismo mes. Además de poner nuevamente sobre la mesa la posibilidad de iniciar con el ciclo de normalización monetaria en diciembre próximo, en esa fecha ahora la Fed por primera vez se refirió de manera explícita a la posibilidad de incrementar la tasa en su siguiente reunión, lo que concuerda con la eliminación en su comunicado de la mención a los riesgos provenientes de la economía global. Este cambio en la comunicación generó que la probabilidad implícita de ver un incremento de 25 puntos base de la tasa de fondos federales en la reunión de política monetaria de diciembre, de acuerdo con el mercado de futuros, pasara de 32 a 60% (gráfica 3.3G). Esta probabilidad se elevó nuevamente hasta el 70% tras darse a conocer el crecimiento de 271 mil empleos de la nómina no agrícola durante el mes de octubre, dato que resultó muy por encima de los 180 mil empleos esperados y que estuvo acompañado por un crecimiento de los salarios, elemento que había estado ausente en los meses recientes.

Las tasas de interés respondieron de forma significativa a estos dos eventos. Primero, después de que la Fed hiciera explícito por primera vez que una subida de la tasa de referencia en la siguiente reunión (de diciembre de este año) ahora sí es una posibilidad real. Y, tras conocerse la sorpresa alcista en el dato de generación de empleo en EE.UU. de octubre se reforzó la posibilidad del aumento de las tasas de la Fed. De esta manera se observaron variaciones adicionales en las tasas de interés de largo plazo tanto en México como en EE.UU. La tasa de interés de la Nota del Tesoro a 10 años alcanzó 2.3%, nivel no visto desde julio, mientras que la del bono M a 10 años se ubicó por encima de 6.1%.

Gráfica 3.3H

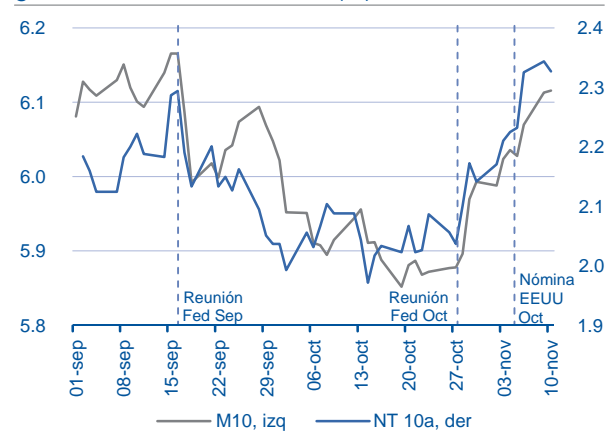
Rendimiento a vencimiento de bonos gubernamentales a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.3J

Rendimiento a vencimiento de bonos gubernamentales a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

En el mercado cambiario el dólar volvió a fortalecerse frente a las principales divisas a nivel mundial (considerando el índice DXY que incluye a las 6 principales divisas a nivel global), de tal modo que ya se encuentra por encima de los niveles registrados antes del incremento de la aversión al riesgo desatado por China y muy cerca de sus máximos de 2008 registrados en marzo pasado. El peso perdió parte de la apreciación ganada durante el mes de octubre tras el anuncio de la Fed y, sobre todo, tras el dato de empleo para ubicarse por encima de 16.50 pesos por dólar. Esperamos que hasta diciembre próximo la cotización de peso incremente su sensibilidad a los datos de actividad y empleo de la economía norteamericana y cierre el año alrededor de 16.50 pesos por dólar en promedio.



## 4. Previsiones

Cuadro 5.1

## Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2.2	1.5	2.4	2.5	2.5
UEM	-0.8	-0.3	0.9	1.5	1.8
Alemania	0.6	0.2	1.6	1.6	1.8
Francia	0.2	0.7	0.2	1.1	1.6
Italia	-2.8	-1.7	-0.4	0.8	1.4
España	-2.1	-1.2	1.4	3.2	2.7
Reino Unido	0.7	1.7	2.9	2.4	2.2
América Latina *	2.8	2.5	0.8	-0.3	0.5
;+xico	3.8	1.6	2.1	2.2	2.5
Brasil	1.8	2.7	0.2	-2.5	-0.5
EAGLES **	5.8	5.6	5.2	4.7	5.0
Turquía	2.1	4.1	2.9	2.8	3.3
Asia-Pacífico	5.7	5.9	5.7	5.6	5.4
Japón	1.7	1.5	-0.1	0.8	1.0
China	7.7	7.7	7.3	6.9	6.2
Asia (exc. China)	4.1	4.5	4.3	4.4	4.8
Mundo	3.4	3.4	3.4	3.2	3.5

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, ;+xico, Perú, Venezuela

\*\* Arabia Saudita, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, ;+xico, Nigeria, Pakistán, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 10 de noviembre de 2015

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.2

## Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2.1	1.5	1.6	0.2	1.8
UEM	2.5	1.4	0.4	0.1	1.1
Alemania	2.1	1.6	0.8	0.2	1.3
Francia	2.2	1.0	0.6	0.1	1.0
Italia	3.3	1.3	0.2	0.2	1.0
España	2.4	1.4	-0.2	-0.4	1.2
Reino Unido	2.8	2.6	1.5	0.1	1.3
América Latina *	7.8	9.2	12.6	16.4	26.6
;+xico	4.1	3.8	4.0	2.8	3.3
Brasil	5.4	6.2	6.3	8.9	6.8
EAGLES **	5.2	5.2	4.6	4.5	4.1
Turquía	8.9	7.6	8.9	7.7	8.5
Asia-Pacífico	3.8	4.0	3.3	2.3	2.8
Japón	0.0	1.6	2.7	0.4	1.2
China	2.6	2.6	2.1	1.6	2.0
Asia (exc. China)	4.8	5.2	4.4	2.9	3.5
Mundo	4.5	4.2	3.9	3.8	4.8

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, ;+xico, Perú, Venezuela

\*\* Arabia Saudita, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, ;+xico, Nigeria, Pakistán, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 10 de noviembre de 2015

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.3

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2013	2014	2015	2016	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
<b>Indicadores Macroeconómicos</b>												
PIB (variación % real)	1.5	2.4	2.5	2.5	0.6	3.9	1.5	3.1	1.9	2.9	2.4	2.8
Consumo personal (var. % real)	1.7	2.7	3.1	2.7	1.7	3.6	3.2	2.4	2.2	2.9	2.8	2.8
Consumo gobierno (var. % real)	-2.9	-0.6	0.7	0.8	-0.1	2.6	1.7	-0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
Inversión fja bruta (var. % rea)	4.2	5.3	4.4	5.9	3.3	5.1	2.9	8.3	5.3	6.6	5.6	7.0
Construcción	3.8	5.2	6.3	4.3	7.4	8.3	1.8	4.5	4.1	4.5	4.5	4.9
Producción industrial (var. % real anual)	1.9	3.7	1.4	0.7	3.5	1.4	0.9	-0.4	-0.1	0.8	0.8	1.4
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.4	-3.0	-2.6	-2.6	-2.7	-2.5	-2.9	-2.6	-2.4	-2.4	-2.6	-2.9
Infación anua (fn de periodo)	1.5	0.8	1.6	1.4	-0.1	0.1	0.0	1.6	2.1	1.4	1.9	1.4
Infación anua (promedio de periodo)	1.5	1.6	0.2	1.8	-0.1	0.0	0.1	0.9	2.2	1.7	1.6	1.6
Ba ance fsca primario (% de PIB)	-4.1	-2.8	-2.5	-2.4				-2.5				-2.4

Nota: pronóstico aparece en negritas  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.4  
**Indicadores y Pronósticos México**

	2013	2014	2015	2016	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
<b>Actividad Económica</b>												
<b>PIB (series desestacionalizadas)</b>												
Variación % real anual	1.6	2.1	2.2	2.5	2.5	2.2	2.3	1.9	2.2	2.3	2.5	3.0
Por habitante en dólares	10,631	10,618	9,342	9,561	9,763	9,550	8,962	9,092	9,189	9,491	9,642	9,923
Miles de millones de dólares	1,259	1,271	1,130	1,169	1,181	1,156	1,085	1,100	1,124	1,161	1,179	1,213
<b>Infación (% , prom.)</b>												
General	3.81	4.02	2.75	3.25	3.07	2.94	2.62	2.40	2.97	3.26	3.42	3.37
Subyacente	2.72	3.18	2.39	3.16	2.39	2.32	2.33	2.53	3.03	3.18	3.26	3.16
<b>Mercados Financieros (% , promedio)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	3.50	3.00	3.02	3.40	3.00	3.00	3.00	3.08	3.25	3.33	3.50	3.50
Cetes 28 días	3.16	3.00	3.25	3.41	2.94	3.01	3.05	3.15	3.25	3.38	3.46	3.50
TIIE 28 días	3.80	3.35	3.44	3.72	3.30	3.31	3.32	3.43	3.55	3.68	3.76	3.80
Bono 10 años (% , prom.)	5.59	6.01	5.96	6.18	5.60	6.01	6.11	6.12	6.06	6.10	6.14	6.34
<b>Tipo de cambio (prom.)</b>												
Pesos por dólar (prom.)	13.0	13.3	15.1	14.5	15.1	15.5	16.6	16.6	16.7	16.3	16.2	16.0
<b>Finanzas Públicas</b>												
*RFSP (% del PIB)	-3.7	-4.6	-4.1	-3.5	-	-	-	-4.1	-	-	-	-3.5
<b>Sector Externo<sup>3</sup></b>												
Balanza comercial (mmd)	-1.2	-2.8	-13.0	-14.2	-2.2	-1.9	-6.5	-2.5	-2.6	-3.0	-6.5	-5.2
Cuenta corriente (mmd)	-30.5	-25.0	-32.5	-35.4	-8.6	-8.0	-7.9	-8.0	-8.4	-8.5	-9.0	-9.4
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.4	-2.0	-2.9	-3.0	-2.9	-2.8	-2.9	-2.9	-3.0	-2.9	-3.1	-3.1
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.5	3.5	4.2	3.7	4.5	4.4	4.4	3.5	4.2	3.6	3.6	3.3
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.9	4.8	4.4	4.6	4.2	4.3	4.6	4.5	4.7	4.5	4.7	4.6

Continúa en la siguiente página

## Indicadores y Pronósticos México

	2013	2014	2015	2016	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
<b>Demanda Agregada <sup>4</sup> (Var % anual, desestacionalizada)</b>												
Demanda Agregada Total	2.0	3.1	2.7	2.8	2.9	3.1	3.0	2.0	2.7	2.6	2.8	3.2
Demanda interna	1.9	1.8	1.1	2.2	-0.0	1.2	1.9	1.4	2.5	2.2	1.9	2.2
Consumo	2.4	2.0	2.5	2.2	3.5	2.6	2.0	1.9	1.6	1.9	2.5	2.8
Privado	2.6	2.0	2.6	2.5	3.5	2.6	2.3	2.0	1.8	2.1	2.9	3.2
Público	1.5	2.5	1.9	0.3	3.2	2.8	0.5	1.4	0.4	0.4	0.3	0.1
Inversión	-1.0	2.2	3.9	2.5	5.9	4.9	3.4	1.7	1.6	1.9	2.8	3.8
Privada	-0.9	4.6	5.1	4.1	7.0	6.2	4.7	2.8	3.6	3.3	4.3	5.2
Pública	-1.5	-6.9	-1.3	-4.7	1.2	-0.8	-2.4	-3.0	-7.1	-4.5	-4.3	-2.9
Demanda (xterna	2.2	7.3	7.6	4.6	12.2	8.9	6.2	3.7	3.3	3.7	5.3	6.1
Importaciones	3.0	6.2	4.3	3.8	4.1	5.6	5.3	2.2	4.3	3.5	3.7	3.8
<b>PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)</b>												
Primario	0.8	3.5	4.5	3.1	6.7	2.8	5.4	3.3	2.6	2.7	2.8	4.3
Secundario	-0.6	1.9	1.0	2.5	1.5	0.6	1.4	0.4	1.9	2.3	2.8	2.9
Minería	-0.5	-2.2	-5.8	-2.0	-5.5	-7.9	-5.6	-4.2	-2.5	-2.5	-1.5	-1.5
Electricidad	0.5	1.8	3.0	3.3	3.3	1.7	4.0	2.8	2.8	2.7	3.9	3.9
Construcción	-4.7	1.8	2.4	nd	4.6	2.9	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Manufactura	1.2	3.8	3.0	3.5	3.7	2.4	3.2	2.6	3.4	3.5	3.7	3.6
Terciario	2.7	2.2	2.9	2.5	3.0	3.1	2.5	2.8	2.3	2.3	2.4	2.9
Comercio	2.9	3.3	3.6	3.3	5.8	3.3	3.2	2.3	2.7	3.3	3.3	3.7
Transporte, correos y almacenamiento	2.7	1.9	2.9	3.1	3.1	3.1	2.8	2.6	2.6	2.9	3.5	3.4
Información en medios masivos	5.1	2.2	6.9	6.5	5.7	4.7	7.5	9.6	7.0	6.2	6.0	6.8
Servicios financieros y de seguros	10.5	2.0	1.7	4.0	1.0	0.1	2.0	3.6	4.6	2.9	3.8	4.8
Serv. inmov. y alquiler de bienes muebles e int.	1.0	2.1	2.3	1.9	1.8	3.2	1.7	2.5	1.8	1.7	1.7	2.5
Servicios profesionales, científicos y técnicos	0.9	1.2	3.1	1.9	2.8	5.0	2.6	2.0	2.1	1.9	1.7	2.1
Dirección de corporativos y empresas	-1.4	6.4	0.0	1.8	-2.7	-1.9	2.9	1.9	1.3	1.6	1.9	2.2
Serv. de apoyo a los neg., serv. de remediación	4.3	0.0	2.0	1.2	2.5	0.5	2.5	2.4	1.3	1.3	1.0	1.4
Servicios educativos	0.8	1.5	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5	1.6	0.9	0.9	0.8	0.7
Servicios de salud y de asistencia social	2.5	0.6	1.4	0.8	1.4	1.7	1.3	1.1	0.8	0.9	0.7	0.9
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	4.0	-0.8	3.9	2.6	3.8	6.0	3.1	2.9	2.5	2.0	2.6	3.3
Serv. de alojam. temp. y prep. de alim. y beb.	1.8	2.9	3.7	2.2	3.7	4.4	3.8	2.8	1.6	1.8	2.4	2.8
otros servicios exc. actividades de gobierno	2.2	1.4	1.6	1.2	2.7	0.9	1.2	1.7	0.7	0.6	1.7	1.8
Actividades del gobierno	-0.4	2.5	2.9	-1.4	4.9	4.2	0.6	1.9	-1.6	-1.4	-2.7	0.2

1: Inversión residencial

2: Base fsca (% de PIB)

3: Acumulado, últimos 12 meses

4: Base 1993=100; PIB por sectores base 2003=100. Los datos observados del sector primario, secundario y terciario desestacionalizado por INEGI, el resto ajuste estacional propio.

mmd: miles de millones de dólares

dpp: dólares por barril

\*RFSP: Requerimientos Financieros del Sector Público

nd: no disponible

Nota: pronóstico aparece en negritas

Fuente: BBVA Research con datos de Buró de Censo, Reserva Federal, Buró de estadísticas Laborales, Banxico, INVI 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 de 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 de 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 cualquiera 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(G) de la Order 2001, (iii) 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 de los analistas/autor/es de presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales se encuentran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) | Gobierno Corporativo | Conducta en los Mercados de Valores".

(esta publicación ha sido elaborada por la unidad macro de México):

**Economista Jefe**  
Carlos Serrano  
car.os.serrano@bbva.com

**Economista Principal**  
Arnoldo López  
arnoldo.lopez@bbva.com

Javier Amador  
javier.amador@grupobbva.com

Iván Martínez  
ivan.martinez.2@bbva.com

Fco. Javier Morales  
francisco.morales@bbva.com

Con la colaboración:  
Escenarios Económicos

## BBVA Research

**Economista Jefe del Grupo**  
Jorge Sicilia

### Economías Emergentes:

**Análisis Transversal de Economías Emergentes**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiza@bbva.com

**Asia** Le Xia  
le.xia@bbva.hk

**México**  
Carlos Serrano  
car.os.serrano@bbva.com

**Turquía**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiza@bbva.com

**Coordinación Latam**  
Juan Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**  
Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**  
Jorge Selaive  
jorge.selaive@bbva.com

**Colombia**  
Juana Téllez  
juana.telez@bbva.com

**Perú**  
Hugo Perea  
hperea@bbva.com

**Venezuela**  
Julio Pineda  
julio.pineda@bbva.com

**Economías Desarrolladas:**  
Rafael Doménech  
rafael.domenech@bbva.com

**España**  
Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Europa**  
Miguel Jiménez  
miguel.jimenez@bbva.com

**Estados Unidos**  
Nathaniel Karp  
nathaniel.karp@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**  
Santiago Fernández de Lis  
sfernandezde@bbva.com

**Sistemas Financieros**  
Ana Rubio  
ana.rubio@bbva.com

**Inclusión Financiera**  
David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**Regulación y Políticas Públicas**  
María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Regulación Digital**  
Alvaro Martín

### Áreas Globales:

**Escenarios Económicos**  
Julián Cubero  
julian.cubero@bbva.com

**Escenarios Financieros**  
Sonsoles Castillo  
sonsoles.castillo@bbva.com

**Innovación y Procesos**  
Oscar de las Peñas  
oscar.deaspensas@bbva.com

BBVA Research Mexico  
Paseo de la Reforma 510  
Colonia Juárez  
C.P. 06600 México D.F.  
Publicaciones:  
(+52) 55 5240 1000 : bbvaresearch\_mexico@bbva.com

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

### Otras publicaciones:

