

# Situación México

2<sup>do</sup> TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE MÉXICO



- 01 Complejo entorno externo debido a preocupaciones sobre el crecimiento económico global y la desaceleración en el ritmo de avance del comercio internacional
- 02 Con base en la expectativa de que el consumo privado en México seguirá impulsando la demanda agregada, revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento económico a 2.6% para este año
- 03 La inflación general anual acumula trece meses consecutivos por debajo de la meta del 3.0% a pesar de la significativa depreciación cambiaria observada desde finales de 2014

## Índice

---

1. En resumen	1
2. Crecimiento económico bajo y frágil, supeditado a la evolución de China	3
3. Crecimiento de 2016 ligeramente mayor al de 2015	9
3.1 El crecimiento de 2016 estará impulsado principalmente por el consumo	9
Recuadro 1. Expectativas para los ingresos petroleros del sector público en 2016 y 2017	22
3.2 Se mantiene el comportamiento favorable de la inflación; acumula 13 meses consecutivos por debajo de la meta de 3.0%	25
3.3 Banxico a la espera de la Fed en un entorno de volatilidad cambiaria	28
3.4 Diferenciación negativa del peso ante entorno volátil	30
4. Previsiones	34

Fecha de cierre: 10 de junio de 2016

# 1. En resumen

---

Los datos disponibles hasta ahora confirman que aun se observa una moderación del crecimiento mundial. El crecimiento del PIB mundial durante el primer trimestre del año estuvo bastante por debajo del promedio registrado entre 2010 y 2015. Este ritmo de crecimiento podría acelerarse ligeramente en el segundo trimestre si se consolidan las señales de menor deterioro de los indicadores disponibles de producción, comercio y confianza empresarial, pero que todavía resulta insuficiente para que el avance anual de la economía mundial se sitúe en torno al 3.2% (nuestra previsión para el conjunto de 2016).

Para que se alcance nuestro pronóstico de crecimiento global, teniendo en cuenta la desaceleración progresiva de China y la debilidad del ciclo de actividad en los principales países emergentes, será necesario que ocurra una mejora sustancial en el crecimiento económico de EE.UU. y Japón, dos economías desarrolladas en las que la producción industrial y las exportaciones de bienes han venido sufriendo caídas interanuales como consecuencia del ajuste del sector energético y la apreciación acumulada por el dólar, en el primer caso; y de la menor demanda asiática y la revalorización del yen, en el segundo. La resistencia del sector servicios en el bloque desarrollado, que en los últimos meses ha perdido dinamismo debido al ajuste manufacturero, también es una condición necesaria.

En este contexto de estabilización del crecimiento mundial hacia tasas de crecimiento moderadas, el sector interno de la economía mexicana ha mantenido su fortaleza, lo que en buena medida nos lleva a revisar al alza el pronóstico de crecimiento para este año. En particular, incrementamos el pronóstico de crecimiento económico para 2016 de 2.2% a 2.6% con base en dos razones: i) la sorpresa positiva que registró el PIB, cuyo crecimiento trimestral fue de 0.8% en su serie ajustada por estacionalidad; y ii) la expectativa de que el consumo privado seguirá siendo el principal componente de la demanda agregada que impulsará el crecimiento económico de 2016. Los datos de consumo privado del primer trimestre confirman que este componente de la demanda agregada sigue siendo el punto de apoyo del crecimiento económico.

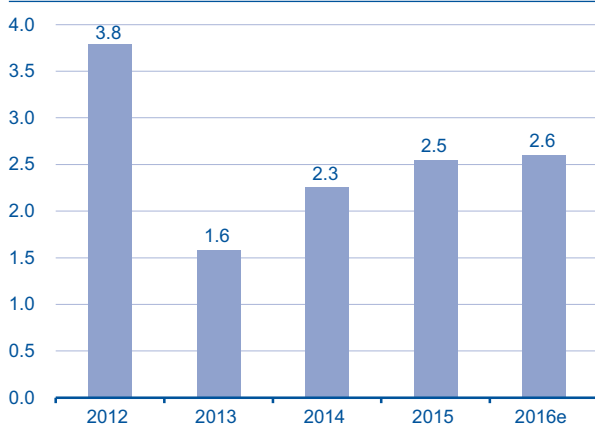
El consumo privado, al igual que en 2015, estará apoyado este año por incrementos en el salario real, remesas en moneda nacional y la continuidad de los programas de formalización del empleo. No obstante, el sector externo, la inversión productiva y las finanzas públicas representan riesgos a la baja para nuestro nuevo pronóstico de crecimiento económico. Ello debido a que podría continuar el desfavorable comportamiento de las exportaciones manufactureras y el deterioro de la balanza petrolera en los siguientes meses. Asimismo, la creación de nuevos empleos será limitada con una inversión productiva creciendo a tasas anuales alrededor de 2.5%.

Aun cuando recientemente se ha observado un mayor dinamismo en la economía, la inflación continúa con su comportamiento favorable a tal grado que se ha mantenido por debajo de la meta de 3.0% de forma ininterrumpida durante los últimos 13 meses. La favorable evolución responde principalmente a la holgura que persiste en la economía, la disminución de algunos precios que ha provocado un efecto compensación del traspaso del tipo de cambio a la inflación (*pass-through*) y el anclaje de las expectativas de inflación. Por ello, lo que seguimos observando es un cambio en precios relativos y un bajo *pass-through* a la inflación general con ausencia de efectos de segundo orden. Seguimos previendo que la inflación anual cierre el 2016 en torno a 2.9%. No obstante, el previsible aumento en los precios de la gasolina en la segunda mitad del año le imprime cierto sesgo al alza a nuestro pronóstico.

En los mercados financieros, la mayor frecuencia y persistencia de los episodios de riesgo ha quedado de manifiesto en la cotización del tipo de cambio, que al momento sigue siendo la principal variable de absorción de choques. Y es que las preocupaciones por el ciclo global, las expectativas sobre el ritmo de normalización de la política monetaria en EE.UU. se han combinado con algunos intervalos de clara diferenciación negativa

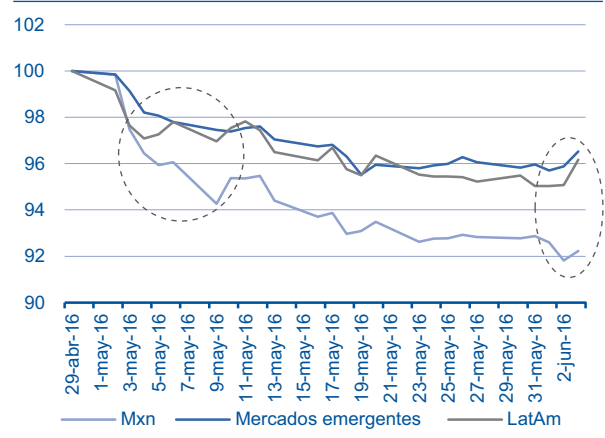
del peso mexicano para llevar al dólar nuevamente a niveles por encima de los 18.2 pesos por dólar, lo que la mantiene como la segunda moneda más depreciada entre las divisas emergentes. Sea cual sea el origen de la diferenciación el hecho es que esta ha exacerbado la depreciación del peso, lo cual en un contexto con riesgos al alza en lo que resta del año, nos hace pensar que la apreciación desde los niveles actuales podría ser más limitada de lo anticipado anteriormente.

Gráfica 1  
**Producto Interno Bruto (Var. % anual)**



e = estimado  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 2  
**Desempeño de divisas emergentes, LatAm y MXN (índice 29 abril = 100)**



Información para LatAm y mercados emergentes con base en los índices de JP Morgan.  
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

La incertidumbre cambiaria detonó nuevamente la expectativa de un movimiento al alza y fuera de calendario de la tasa de referencia. Aunque la comunicación del banco central ha sido contraria a este escenario, la debilidad del peso y la menor probabilidad de un movimiento por parte de la Fed en Junio, mantienen las expectativas de una divergencia entre la política monetaria de México y EE.UU. De esta manera, si bien la sincronización con la Fed se mantiene en el escenario central, la probabilidad de un alza de Banxico, desligada de una mayor tasa de fondos federales, se ha incrementado significativamente. Estas expectativas de alza de la tasa de referencia, junto con una reducción de la tenencia de bonos gubernamentales por parte de extranjeros, se han reflejado en un repunte de las tasas de interés de largo plazo. Con todo, mantenemos nuestra expectativa de que el rendimiento del Mbono a 10 años podría ubicarse ligeramente por debajo de 6.5% al cierre de este año.

En suma, la economía mexicana se ha visto afectada por el contexto de una débil recuperación de la demanda externa, principalmente de Estados Unidos, y los menores precios del petróleo. Esto se ha traducido en una desaceleración en el crecimiento de las exportaciones mexicanas y en recortes al presupuesto de gasto por parte del gobierno federal. No obstante, la economía ha resistido una mayor desaceleración y el buen dinamismo del consumo privado ha compensado hasta ahora la debilidad de la demanda externa y la volatilidad del mercado cambiario. A medida de que mejoren tanto el entorno externo, como los precios del petróleo y las reformas estructurales surtan efecto, en el mediano plazo el ritmo de crecimiento del PIB podría aumentar a niveles en torno a 3%.

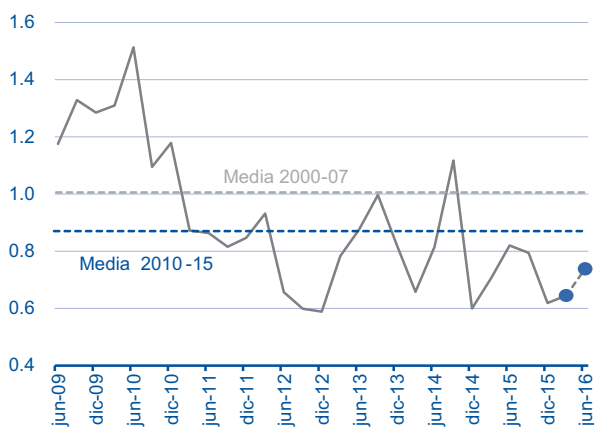
## 2. Crecimiento económico bajo y frágil, supeditado a la evolución de China

Los datos disponibles para el primer trimestre de 2016 confirman nuestros pronósticos de estabilización del crecimiento de la economía mundial en tasas aún reducidas pero ligeramente superiores a las de finales de 2015. Nuestro indicador BBVA-GAIN<sup>1</sup> cifra el aumento trimestral del PIB mundial en 0,6% (2,6% en tasa anualizada), bastante por debajo del promedio registrado entre 2010 y 2015. Un ritmo de crecimiento que podría acelerarse ligeramente en el segundo trimestre si se consolidan las señales de menor deterioro que arrojan los indicadores disponibles de producción, comercio y confianza empresarial, pero que todavía resulta insuficiente para que el avance anual de la economía mundial se sitúe en torno al 3,2% (nuestra previsión para el conjunto de 2016).

Para que se alcance este pronóstico, teniendo en cuenta la desaceleración progresiva de China y la debilidad del ciclo de actividad en los principales países emergentes, será necesario asistir a una mejora sustancial del crecimiento económico de EEUU y Japón, dos economías desarrolladas en las que la producción industrial y las exportaciones de bienes han venido sufriendo caídas interanuales fruto del ajuste del sector energético y la apreciación acumulada por el dólar, en el primer caso, y de la menor demanda asiática y la revalorización del yen, en el segundo. La resistencia del sector servicios en el bloque desarrollado, que en los últimos meses ha perdido dinamismo debido al ajuste manufacturero, también es una condición necesaria.

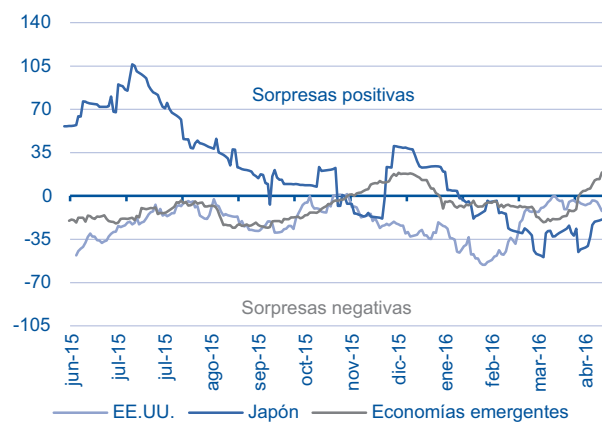
El fuerte aumento de la volatilidad financiera observado entre diciembre de 2015 y febrero de 2016, además de responder a la propia desaceleración de la actividad global, amenazaba con acentuarla si persistía con la misma intensidad y terminaba por traducirse en una contracción de las decisiones de gasto. Desde entonces, las tensiones financieras, al igual que la probabilidad de ocurrencia de un escenario de estrés de dimensión global han disminuido. El balance mejor de lo esperado de los indicadores económicos de China, las menores presiones bajistas sobre la cotización del yuan, la recuperación de los precios de las materias primas y la moderación de las expectativas de subidas de tasas de interés por parte de la Fed han sido determinantes.

Gráfica 2.1  
**PIB mundial, % t/t. Previsiones 1T y 2T 2016 en base a BBVA-GAIN**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.2  
**Índices de sorpresas económicas (CESI)**



Fuente: BBVA Research y Haver

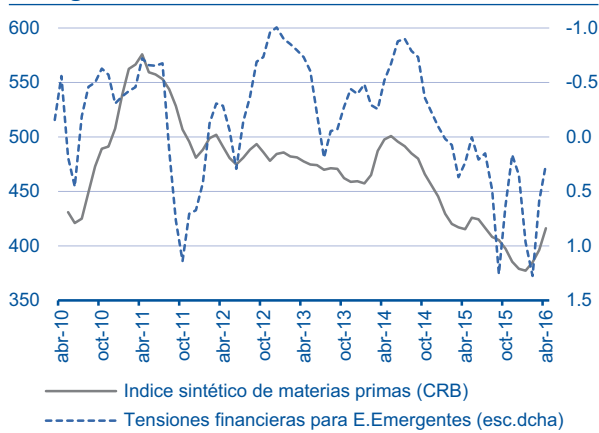
1: Véase <https://www.bbvarresearch.com/en/publicaciones/global-gdp-growth-to-benefit-from-a-less-stressed-financial-outlook/>

El refuerzo de las políticas de estímulo, tanto monetario como fiscal, por parte de las autoridades chinas ha contribuido a suavizar los efectos del reajuste del sector manufacturero sobre la producción agregada y, por tanto, sobre los flujos comerciales del país con el resto del mundo. A corto plazo, la implementación de medidas contra-cíclicas puede facilitar una desaceleración de la economía más gradual de lo esperado; sin embargo, si ello trae aparejado un retraso en la corrección de desequilibrios fundamentales como el elevado apalancamiento del sector corporativo o el exceso de capacidad instalada en algunas ramas de la industria y la construcción, la vulnerabilidad financiera de China ante shocks como el observado en el verano de 2015 se estaría incrementando y, con ello, su potencial desestabilizador sobre el resto del mundo.

La estabilización de los registros de actividad en China explica en parte la recuperación moderada del precio de las principales materias primas desde los niveles mínimos alcanzados en enero. En el caso particular del petróleo, el incremento se debió, en buena medida, a una contención de la oferta mayor de lo previsto (reducción de la producción de EEUU, cortes de suministro en países como Iraq o Nigeria y expectativa de acuerdo entre los países OPEP para congelar su producción)<sup>2</sup> y a la depreciación del dólar.

Gráfica 2.3

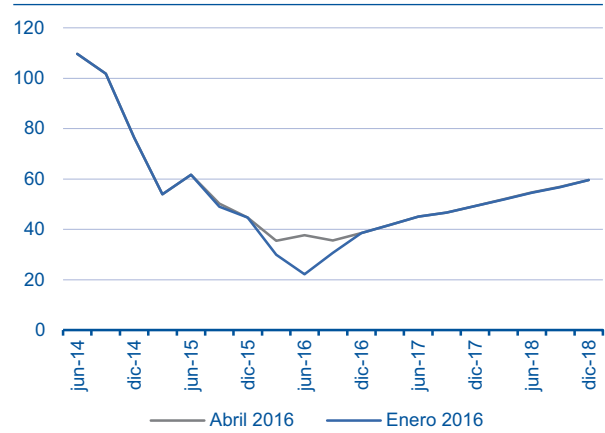
**Índice sintético de materias primas e índice BBVA de tensiones financieras para Economías Emergentes**



Fuente: BBVA Research, Bloomberg y Haver

Gráfica 2.4

**Precio del petróleo, dólares por barril. Previsiones**



Fuente: BBVA Research

El peso otorgado por los agentes económicos al deterioro del entorno internacional en la función de reacción de la Fed explica el retraso y la moderación en las expectativas sobre la próxima subida de tasas de interés. Frente a los dos aumentos que pronostican los miembros del FOMC para 2016, el mercado había trasladado el siguiente incremento a principios de 2017, aunque recientemente se ha vuelto a anticipar que ocurra este año. La respuesta del dólar, depreciándose pese al buen comportamiento relativo que sigue exhibiendo la demanda doméstica de EEUU, y la relajación de los tramos largos de la curva de rendimiento han contribuido a aliviar las restricciones de financiación del bloque emergente, como refleja: (i) el índice BBVA de tensiones financieras para esta región, que ha corregido todo el repunte observado en los primeros meses de 2016 (la mejora ha sido más gradual en LatAm, condicionada por el comportamiento idiosincrático de Brasil), y (ii) la reactivación de las entradas de capital extranjero (los activos emergentes acumulan entradas netas de capital desde mediados de febrero debido, en parte, a la relocalización de flujos de inversión hacia instrumentos con mayor rentabilidad).

2: Las previsiones para el precio del petróleo han sido ajustadas al alza en los trimestres centrales de 2016 respecto al escenario contemplado en enero pero replican la misma dinámica que entonces en adelante

Además, en la medida en que los bancos centrales desarrollados mantengan la dirección de política monetaria de los últimos meses (refuerzo o mantenimiento de los estímulos en el caso del BCE y el Banco de Japón; prudencia en la normalización de tipos de interés por parte de la Fed), las autoridades de las economías emergentes dispondrán de mayor margen de maniobra para priorizar, entre sus objetivos, la recuperación económica, sin descuidar la posible acumulación de desequilibrios. La gradualidad esperada para la Fed (factor de soporte a los flujos de capital hacia la región) y la recuperación reciente de las divisas (contención del posible aumento de la inflación por encarecimiento de los bienes importados) limitan la necesidad de acometer subidas agresivas de tasas de interés.

Con todo, la mejora relativa del escenario económico global en el último trimestre continúa siendo frágil y supeditada a la evolución de la economía china, la resolución de los focos de inestabilidad en el entorno de Europa (geopolítica, "Brexit", pago de la deuda griega) o una posible desaceleración de EEUU. En cualquier caso, no es descartable que se repitan episodios de volatilidad financiera como el de principios de este año (de mayor o menor intensidad), en un contexto de incertidumbre elevada sobre la capacidad del bloque emergente para sortear su desaceleración y de los bancos centrales de las economías desarrolladas para relanzar el crecimiento.

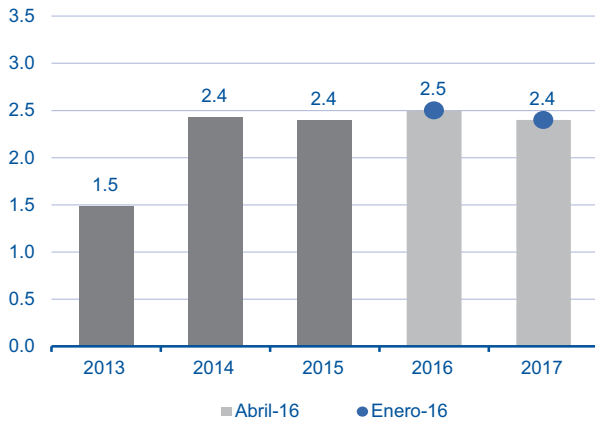
## EEUU: crecimiento moderado y con riesgos a la baja que condicionan la respuesta de la Fed

La economía estadounidense ha vuelto a resentirse en el inicio de 2016, como lo hizo en los dos años precedentes. Según la primera estimación oficial, el PIB habría crecido apenas un 0.8% (tasa trimestral anualizada) en el primer trimestre, un registro similar al del mismo período de 2015 que da continuidad a la senda de crecimiento moderado que viene mostrando EEUU desde entonces. El dinamismo del consumo privado, que también ha empezado a desacelerarse, y el soporte del gasto público no están siendo suficientes para compensar la caída de las exportaciones de bienes y la debilidad de la inversión privada en bienes de equipo (pese a la mejora del segmento residencial, la inversión total en capital fijo podría registrar en el primer trimestre de 2016 la primera corrección interanual desde 2011). El ajuste de la actividad en el sector energético y su impacto sobre otras ramas industriales vinculadas continúan condicionando el gasto doméstico en inversión.

Las señales adelantadas que ofrecen los indicadores de sentimiento para el segundo trimestre refuerzan la divergencia entre la evolución de la industria (el PMI manufacturero registró en abril el valor más bajo desde 2011, y aunque se recuperó en mayo, continúa solo ligeramente por encima de 50 puntos) y los servicios, favorable a estos últimos (la confianza empresarial sigue apuntando a expansión de la actividad en este sector). La expectativa de recuperación económica para los siguientes trimestres se sustenta en la fortaleza del consumo (el mercado de trabajo mantiene la solidez de los últimos meses, con ritmos de creación de empleo estabilizándose en torno a 200,000 personas al mes) y el posible alivio que suponga la depreciación reciente del dólar para las exportaciones. Para que se confirme nuestra expectativa de crecimiento anual del PIB del 2.5% en 2016 (en línea con el de 2015 y la estimación de enero), es un mayor dinamismo en los siguientes tres trimestres.

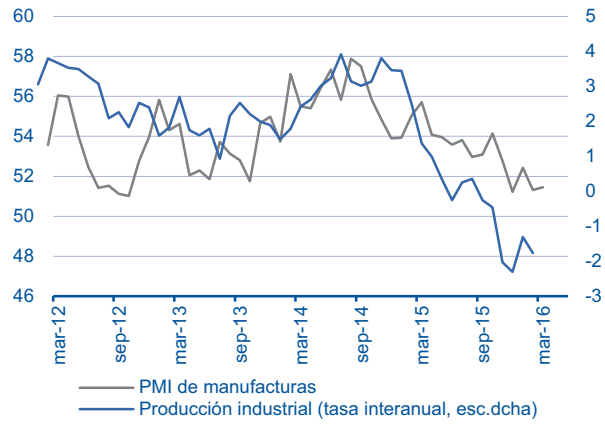
Esta previsión presenta un sesgo a la baja teniendo en cuenta los riesgos mencionados para la economía global y el comportamiento de la inversión doméstica. De ahí también la reducción de los pronósticos para las tasas de interés de referencia durante 2016 y 2017 por parte de los miembros del FOMC. Al igual que el escenario central de BBVA Research, ahora contemplan dos nuevos incrementos de tasas este año y cuatro durante el próximo; una senda de subidas más agresiva que la descontada por el mercado y cuyo sesgo también es a la baja en la medida en que la inflación general converja progresivamente hacia el 1.5% y la tasa subyacente oscile en el entorno del 2%.

Gráfica 2.5  
EEUU: PIB, tasa de variación anual, %



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 2.6  
EE.UU: producción industrial (%) y confianza empresarial



Fuente: BBVA Research y Haver

## China: estabilización de la actividad a corto plazo y mayores riesgos a mediano plazo

El aumento de las tensiones financieras a partir de mediados de 2015, con motivo de la incertidumbre sobre la cotización futura del yuan y la aceleración de las salidas de capital, ha llevado a las autoridades chinas a priorizar la estabilización de la actividad económica, tratando de evitar una desaceleración acusada del PIB que comprometa el cumplimiento con los objetivos de crecimiento fijados.

El reforzamiento de las medidas de apoyo fiscal (el déficit público podría alcanzar el 3% del PIB en 2016), el mantenimiento del esquema de inyecciones de liquidez al sistema bancario y la relajación de algunos estándares regulatorios aplicados a la banca y los gobiernos locales definen la batería de estímulos que, hasta el momento y según las cifras oficiales, están facilitando una moderación muy gradual de la actividad china. El PIB creció un 6.7% interanual en el primer trimestre de 2016 y nuestras previsiones mejoran en 0.2 pp el crecimiento anual esperado para 2016, hasta el 6,4%, manteniendo el 5.8% para 2017. La inflación podría situarse algo por encima de los pronósticos contemplados en enero, alcanzando el 2.3% en 2016 y el 2.7% en 2017.

Sin embargo, y al margen de esta mejora prevista de las cifras de crecimiento en el corto plazo, los riesgos residen en el impacto que el retraso del programa de reformas estructurales puede tener en términos de estabilidad financiera y capacidad de crecimiento económico a medio plazo. Pese al proceso de reorientación productiva en el que se halla inmerso el país (la confianza del sector manufacturero continúa en zona de contracción en abril, la producción industrial está creciendo a tasas próximas al 6% interanual, bien por debajo de los registros de 2014-15, y los precios de producción, aunque con menor intensidad, siguen cayendo de forma ininterrumpida desde 2012), el endeudamiento no ha dejado de crecer. Según los datos del BIS, la deuda contraída por el sector privado no financiero rebasó el 205% del PIB en el tercer trimestre de 2015; una tendencia de aumento que previsiblemente se ha mantenido hasta la fecha teniendo en cuenta el volumen de las nuevas operaciones de endeudamiento (en particular, el materializado en préstamos bancarios).

Cuanto más se posponga la reestructuración de empresas semipúblicas vinculadas a sectores de actividad con alta sobrecapacidad (en el Plan Quinquenal presentado el pasado mes de marzo no se ha presentado un plan concreto para avanzar en esta dirección), mayor será el impacto negativo sobre la rentabilidad y la calidad de los activos bancarios y, por tanto, sobre el conjunto de la economía a medio plazo. Entre las opciones que se están barajando para abordar la gestión de la deuda corporativa con mayor riesgo de impago, están un programa de conversión de deuda en capital (*Debt to Equity Swap*)<sup>3</sup> y la titulización de préstamos morosos

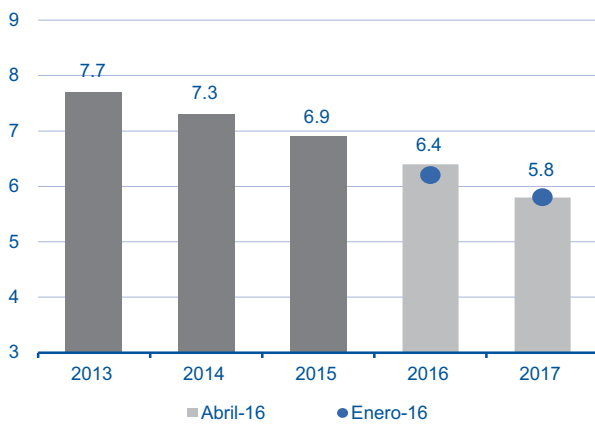
3: Véase [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/04/April-2016\\_China-Equity-for-Debt-Swap.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/04/April-2016_China-Equity-for-Debt-Swap.pdf)



en títulos valores que puedan ser transables. Para que estas iniciativas sean eficaces, además de superar las restricciones de implementación que llevan aparejadas, deben venir acompañadas de un plan integral de actuación, que centre la reestructuración en empresas viables y que cuente con la participación de los bancos acelerando el reconocimiento de préstamos morosos; una estrategia que, por el momento, no parece estar desarrollada.

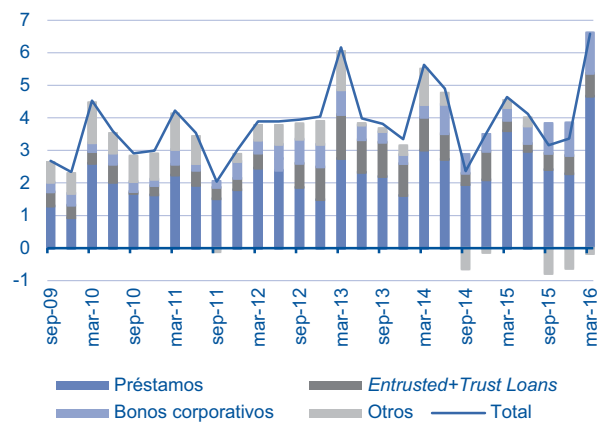
En lo que respecta a la gestión de la política monetaria, el banco central puede llevar a cabo nuevos recortes de las tasas de interés de referencia, aunque más contenidos que lo previsto a principios de año (4.1% y 3.6% son los niveles de llegada contemplados para este año y el próximo, frente al 4.35% de cierre de 2015), dado el resto de esquemas de estímulo vigentes. El yuan, tras la apreciación reciente, es previsible que vuelva a perder valor hasta cotas de 6.8 CNY/USD a finales de 2016.

Gráfica 2.7  
China: PIB, tasa de variación anual, %



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 2.8  
China: endeudamiento, nuevas operaciones por instrumento (trillones de yuanes)



Fuente: BBVA Research y Haver

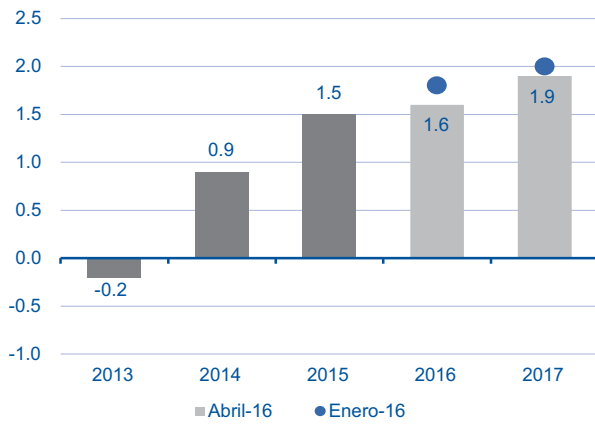
## Eurozona: revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento. Eventos de naturaleza política son el principal riesgo a corto plazo

Tras un segundo semestre de 2015 de crecimiento moderado (tasas trimestrales del PIB del 0.3%), la economía de la Eurozona habría acelerado su ritmo de avance en el primer trimestre de 2016, con un aumento del PIB, según el indicador preliminar, del 0.6%. El mejor comportamiento relativo esperado para Francia y Alemania (con tasas de crecimiento del orden del 0.5-0.6%) y el dinamismo de España (incremento del 0.8% por tercer trimestre consecutivo) estarían detrás de la mejora del conjunto del área en el arranque de este año. La fortaleza del consumo privado, que ha recuperado los niveles previos a la crisis, sigue siendo clave en el patrón de crecimiento de la Eurozona, si bien el deterioro reciente de la confianza de los agentes y el nivel de endeudamiento que acumulan los hogares de algunos países periféricos limitan su margen de aportación adicional a la actividad agregada.

Ello, unido a la recuperación modesta que sigue exhibiendo la inversión en capital (en un contexto de elevada incertidumbre externa y política y presiones a la baja sobre los beneficios empresariales) y a la debilidad del comercio exterior (el efecto de la depreciación acumulada por el euro desde mediados de 2014 ha empezado a diluirse, sobre todo en los últimos meses al recuperar la divisa comunitaria cotas de 1.15 frente al USD), justifican la revisión a la baja de nuestras previsiones de crecimiento para 2016 y 2017. El PIB de la Eurozona podría crecer este año un 1,6% (dos décimas menos de lo pronosticado en enero) y un 1.9% en 2017 (una décima menos que entonces).

Gráfica 2.9

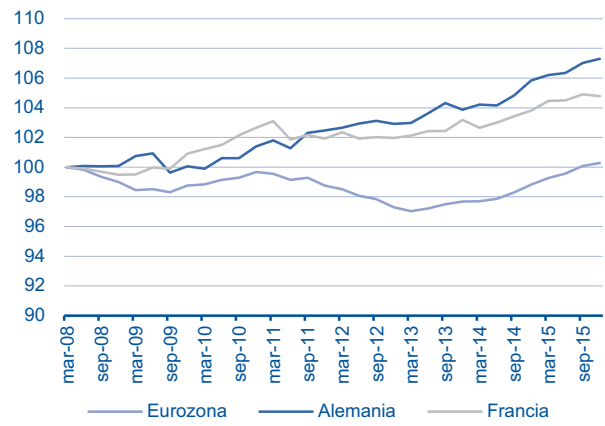
**Eurozona: PIB, tasa de variación anual, %**



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 2.10

**Eurozona: consumo privado (base 100=2008)**



Fuente: BBVA Research y Eurostat

En nuestra opinión, el soporte a la actividad que puedan ejercer las nuevas medidas de estímulo del BCE<sup>4</sup> y el carácter ligeramente expansivo de la política fiscal en los principales países del área serán insuficiente para compensar el impacto negativo de los factores anteriormente mencionados y de la incertidumbre política existente (referéndum sobre la pertenencia de Reino Unido a la UE, procesos electorales abiertos o previstos para 2017, etc.) sobre la confianza y las decisiones de gasto del sector privado. Adicionalmente, no es descartable que la proximidad de importantes pagos de deuda por parte de Grecia pueda generar tensiones en los mercados si no se cierra previamente el acuerdo que se está negociando con los acreedores públicos.

En lo que respecta al escenario de inflación, mantenemos prácticamente sin cambios los pronósticos de enero, que sitúan la tasa general promedio para 2016 en el 0.2% y en el 1.3% para 2017. El aumento observado en los precios del petróleo puede aliviar las presiones a la baja sobre el componente energético del IPC a más corto plazo pero, en ausencia de un aumento sostenido de los precios del núcleo subyacente (estables en tasas del 1%), la inflación general no alcanzaría el objetivo de estabilidad de precios del BCE hasta 2018.

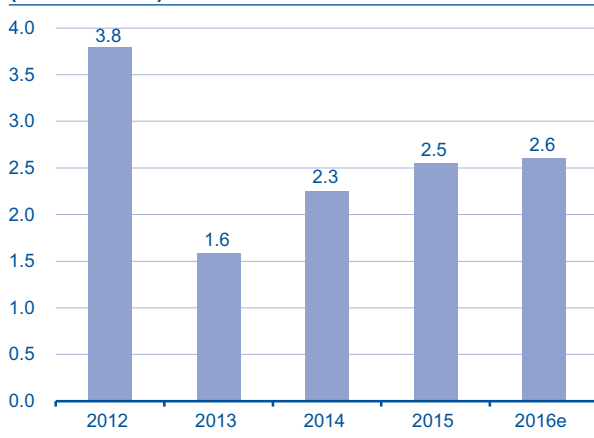
4: Véase <https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/04/ECB-Watch-Minutes-April162.pdf>

### 3. Crecimiento de 2016 ligeramente mayor al de 2015

#### 3.1 El crecimiento de 2016 estará impulsado principalmente por el consumo

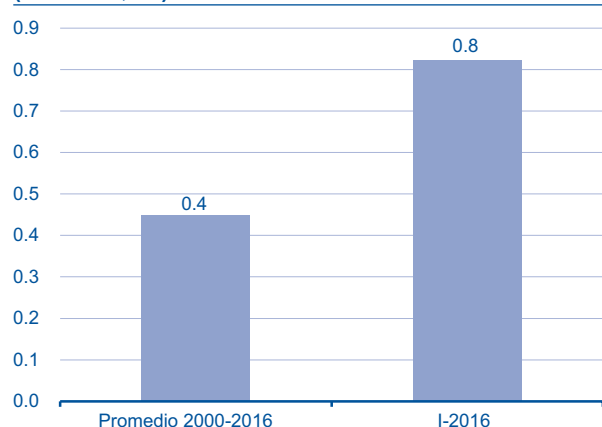
En 2015 la tasa de crecimiento del PIB fue 2.5% y para 2016 esperamos que sea ligeramente mayor para ubicarse en 2.6%. Cabe mencionar que estas tasas de crecimiento son de magnitud similar. Además, se puede considerar que ambas tasas de crecimiento reflejan un desempeño satisfactorio de la economía mexicana dado el complicado contexto de la economía internacional vigente, aunque si se considera la tasa de crecimiento promedio del PIB de 2005 a 2015 que fue 2.5%, las tasas de crecimiento observada de 2015 y la esperada para 2016 son similares a las que se han registrado en los últimos once años.

Gráfica 3.1  
**Producto Interno Bruto (Var. % anual)**



e = estimado  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.2  
**Evolución del PIB en el primer trimestre del año (Var. % t/t, ae)**



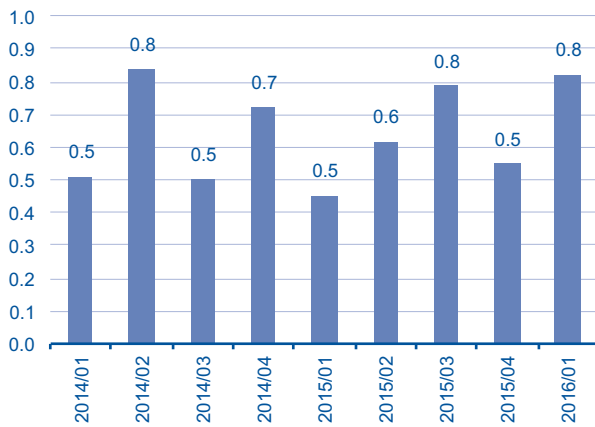
ae = ajustado por estacionalidad; t/t = tasa de crecimiento trimestral  
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Por otra parte, en el primer trimestre de 2016 (1T2016), la tasa de crecimiento trimestral del PIB fue de 0.8%, la cual fue mayor a la que se esperaba para ese trimestre además de que su magnitud fue significativamente mayor a la tasa de crecimiento trimestral promedio del primer trimestre del año de 0.4% que se registró de 2000 a 2016. Es más, dadas las características de las series ajustadas por estacionalidad, se tiene que la tasa de crecimiento que estas series registran para el primer trimestre del año influye de manera significativa en la tasa de crecimiento anual dada la estructura multiplicativa trimestral mediante la cual se construye este tipo de series.

Para ilustrar el punto anterior se ejemplificaron algunos casos sobre el efecto de diferentes tasas de crecimiento trimestrales en el crecimiento del PIB anual. Por ejemplo, si las tasas de crecimiento trimestrales del PIB para los trimestres de 2016 fueran de: 0.4% para 1T16; 0.5%; 2T16; 0.6% 3T16; y 0.5%, 4T16, entonces la tasa de crecimiento anual del PIB hubiera sido de 2.2%. En cambio, si consideramos el dato observado de 0.8% para 1T16 y si las demás tasas de crecimiento trimestral fueran: 0.5%, 2T16; 0.6% 3T16; y 0.5% 4T16, entonces el crecimiento del PIB para 2016 sería de 2.6%. Ahora bien, si se hace un ejercicio considerando las mismas tasas de crecimiento trimestrales del PIB pero en un orden diferente como sería el siguiente: 0.5%,

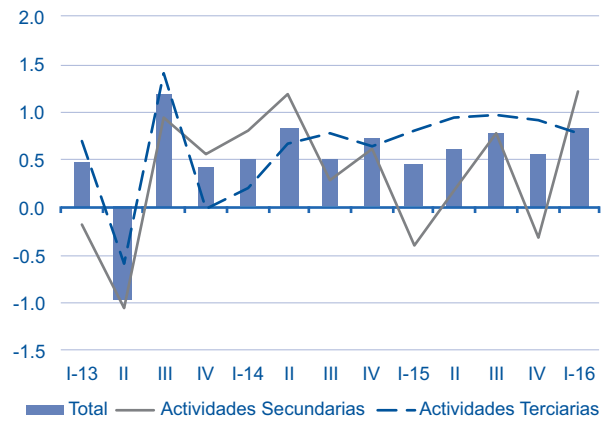
1T16; 0.5%, en 2T16; 0.6% en 3T16; y 0.8% en 4T16, entonces la tasa de crecimiento anual del PIB de 2016 sería menor y de 2.4%. Es decir, el hecho de que en el 1T16 se haya presentado una tasa de crecimiento trimestral alta de 0.8% influye de manera particular para hacer que la tasa de crecimiento del PIB en 2016 sea de 2.6%.

Gráfica 3.3  
**Evolución trimestral del PIB**  
(Var. % t/t, ae)



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

Gráfica 3.4  
**PIB por componentes**  
(Var. % t/t, ae)



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

Por otra parte, el sector servicios o terciario es el que desde 2014 ha impulsado en mayor medida el crecimiento del PIB del país, además de que ese sector representa 61% del PIB. La tasa de crecimiento trimestral promedio que el sector servicios registró en 2015 fue de 0.9%, y en 1T16 el crecimiento trimestral de este sector fue un poco menor y de 0.8%. Por su parte, el sector secundario o industrial representa el 33% del PIB y en 2015 su desempeño fue poco favorable. La tasa de crecimiento trimestral promedio que este sector registró en ese año fue baja y de apenas 0.1%. Este sector mejoró notablemente su desempeño en 1T16, pues su tasa de crecimiento trimestral en esa fecha fue de 1.2%. Por último, el sector primario solo representa el 3% del PIB, y si bien en 1T16 su tasa de crecimiento trimestral fue alta y de 3.5%, su impacto en el crecimiento del producto fue bajo.

En gran medida el favorable desempeño del sector industrial del 1T16 se debió al alto crecimiento que la industria de la construcción registró en enero de 2016, el cual no se espera que se vuelva a repetir. De igual forma, y como se verá en las siguientes secciones, en la medida en que las exportaciones manufactureras no crezcan de manera dinámica en el resto del año, entonces es posible que el dinamismo del sector industrial pueda disminuir en los trimestres restantes de 2016, lo cual implicaría un riesgo para que se pueda alcanzar la tasa de crecimiento del PIB de 2.6% en 2016. Esto también haría que la mayor parte del impulso a la actividad económica del país provendría del favorable desempeño del sector servicios como sucedió en 2014 y 2015.

### 3.1.1 Indicadores de la demanda interna: consumo privado con favorable desempeño e inversión fija bruta con crecimiento limitado

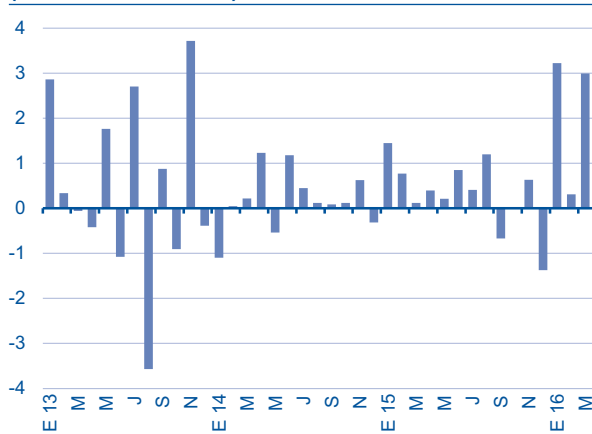
Si bien ya se publicó el dato del PIB del primer trimestre de 2016 (1T2016), a la fecha todavía no se publican los datos de sus componentes por el lado de la demanda agregada. Con base en la información mensual disponible de las principales variables que constituyen a la demanda agregada, se tiene que el desempeño del consumo privado se visualiza mediante la evolución de indicadores relevantes como son las ventas al menudeo y mediante el indicador mensual del consumo privado. Por lo que respecta a las ventas al menudeo,

éstas presentan altas tasas de crecimiento mensual en dos de los tres primeros meses de 2016. Esto permite esperar un favorable desempeño del consumo privado en esos meses.

Ahora bien, la evolución del índice del consumo privado fue favorable en el primer trimestre del año. Por ejemplo, la tasa de crecimiento anual del consumo privado promedio para los tres primeros meses de 2016 fue 4.2%, tasa que fue un poco mayor a la que este indicador registró en los tres últimos meses de 2015 (4.0%) así como también fue superior a la tasa de crecimiento promedio que el consumo privado registró en los tres primeros meses de 2015 (3.1%).

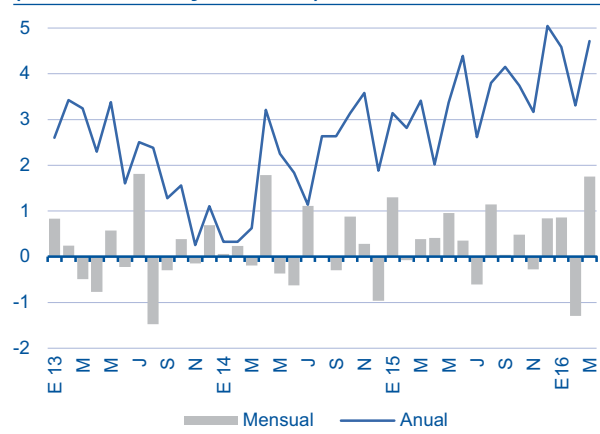
Los datos anteriores que señalan el importante crecimiento que el consumo privado tuvo en el primer trimestre del año ha hecho que este componente de la demanda final siga siendo el que más ha impulsado la expansión de la actividad económica en 1T2016 de la misma forma en que lo hizo en 2015. En este sentido se tiene que en la medida en que el ritmo de crecimiento del consumo privado se conserve en tasas altas durante el resto del año, se tendrá que este componente de la demanda final seguirá siendo el principal factor de expansión del PIB del país en 2016.

Gráfica 3.5  
**Índice de ventas al menudeo**  
(Var. % mensual, ae)



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

Gráfica 3.6  
**Índice de consumo privado**  
(Var% mensual y anual, ae)



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

Por otro lado, y no obstante el favorable desempeño del consumo privado en 1T2016, se tiene que el dinamismo de la inversión fija bruta (o formación bruta de capital fijo) ha sido diferente. Por ejemplo, la tasa de crecimiento anual de la inversión fija bruta promedio de enero a marzo de 2016 fue 2.4%. Si bien esta tasa fue mayor a la del último trimestre de 2015 (0.7%), también fue menor a la tasa promedio del primer trimestre de 2015 (5.5%). Es decir, el dinamismo que la inversión fija bruta tuvo en 1T2016 ha sido limitado y para que sea un factor que apoye de manera importante al proceso de crecimiento económico del país requiere ser significativamente mayor por dos razones. Una de estas razones consiste en que si se quiere que la inversión fija bruta sea otro factor o componente de la demanda agregada que también impulse al crecimiento del PIB del país de manera importante, su contribución al crecimiento del producto debe ser mayor, y esto solo se obtiene si la inversión también crece a tasas más altas. La otra razón consiste en el efecto que tiene la inversión en la expansión de la planta productiva del país y, por tanto, en la creación de nuevo empleo y de poder aumentar el consumo futuro. Es más, sin la expansión sostenida de la planta productiva no se puede pensar en el aumento sostenido del empleo como tampoco en la mejora sostenida del bienestar de la población.

El punto anterior permite anticipar que si la inversión es poca o crece a tasas reducidas como puede ser de alrededor del 2.5%, entonces el resultado que se obtiene es que la expansión de la planta productiva también

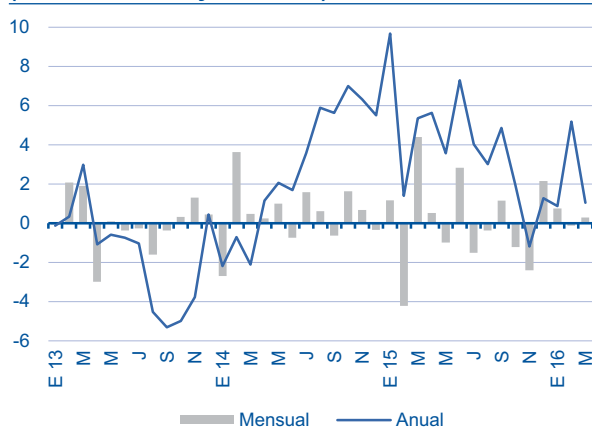
será limitada y, por tanto, la creación de nuevos empleos y la mejora en el bienestar de la población pueden verse afectados o mostrar una mejora limitada de manera importante.

Por otra parte, otro componente del PIB que también muestra tasas de crecimiento reducidas e incluso en algunos meses negativas han sido las exportaciones de mercancías del país. Como se verá con mayor detalle en la siguiente sección, el comportamiento reciente de la balanza comercial del país no ha sido favorable, y esto se puede convertir en un riesgo importante que puede influir para que el PIB en 2016 crezca a una menor tasa de la que esperamos. Este punto se aprecia si se considera que las exportaciones manufactureras no automotrices (que representan casi el 60% de las exportaciones totales) desde la segunda mitad de 2015 han registrado de manera más persistente más tasas de crecimiento mensuales negativas que positivas.

Es decir, el comportamiento reciente de la balanza comercial al igual que la evolución de las finanzas públicas del país en lo que va de 2016, como también se verá en la sección respectiva, son factores de riesgo que pueden disminuir la tasa de crecimiento esperada para el PIB de 2016. Estas dos variables tienen en común el efecto del menor precio del barril de la mezcla de exportación del país, el cual por un lado ha aumentado el déficit de las cuentas externas y, por el otro, ha reducido los ingresos del sector público.

Gráfica 3.7

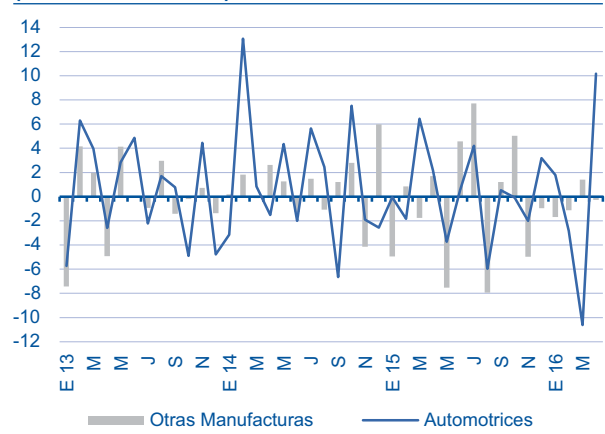
**Índice de la formación bruta de capital fijo**  
(Var. % mensual y anual, ae)



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

Gráfica 3.8

**Exportaciones manufactureras no automotrices**  
(Var% mensual, ae)



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

### 3.1.2 Sector Externo: aumento del saldo deficitario de la balanza comercial como consecuencia del saldo deficitario de la balanza petrolera

A lo largo de 2016 la economía mexicana ha estado enfrentando dos retos muy importantes. Uno de estos retos está dado, como se comentó, por el sector externo, y de manera particular por la evolución de las exportaciones de manufacturas. Estas representan alrededor del 88% de las exportaciones totales (31% exportaciones automotrices y 57% de exportaciones manufactureras no automotrices). En este sentido cabe mencionar que la tasa de crecimiento anual promedio de las exportaciones de manufacturas durante el primer semestre de 2015 fue 3.8%, pasó a ser negativa y -1.7% en la segunda mitad de ese año y en los primeros cuatro meses de 2016 la tasa promedio se deterioró aún más para ubicarse en -4.1%.

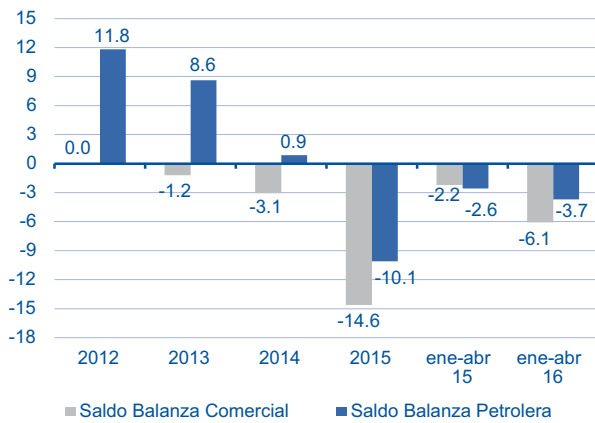
El desfavorable comportamiento de las exportaciones manufactureras junto con el también desfavorable comportamiento de las exportaciones petroleras durante los primeros cuatro meses de 2016 se vio reflejado en el saldo de la balanza comercial acumulado de enero a abril de 2016. En ese lapso el registró un déficit de

6.1 mil millones de dólares (MMD), el cual fue 64% mayor al que se registró en los mismos meses de 2015. Cabe mencionar que este déficit de los primeros cuatro meses del año asciende, en términos anualizados, a un monto de 18.3 MMD para 2016. Estos 18.3 MMD es 25.3% mayor al déficit de 14.6 MMD que se observó en 2015.

El otro reto está asociado con el deterioro de la balanza comercial, y dentro de ésta se encuentra el deterioro de la balanza petrolera. Cabe mencionar que en 2013 la balanza petrolera registró un superávit de 8.6 MMD cuando el precio promedio del barril de la mezcla de petróleo de exportación del país fue de 99 USD. El deterioro de la balanza petrolera en los años subsecuentes se explica en gran medida porque el precio promedio del barril de exportación se ha reducido de manera continua y en magnitud importante. De esta forma, para 2014 el precio promedio del barril de exportación de crudo bajó a 86 USD, y en 2015 se redujo a 43 USD. Este precio promedio del barril de petróleo todavía se redujo más durante los primeros cuatro meses de 2016 para ser de 27USD.

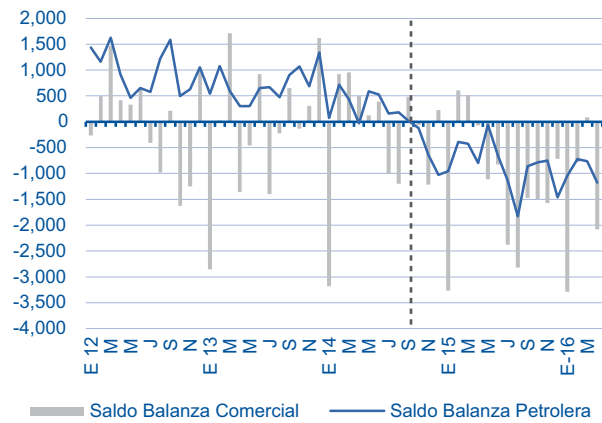
El menor precio del barril de petróleo de exportación se ha reflejado en un importante déficit de la balanza petrolera. En 2015 este déficit fue 10.1 MMD, y el déficit de la balanza comercial del país fue mayor y de 14.6 MMD. Además, en los primeros cuatro meses de 2016 el déficit de la balanza petrolera fue de 3.7 MMD y el déficit de la balanza comercial fue de 6.1 MMD. Es decir, estas cifras indican que la principal causa del importante deterioro del saldo de la balanza comercial se debe a la existencia de una balanza petrolera deficitaria en gran magnitud.

Gráfica 3.9  
**Saldo de la balanza comercial y de la balanza petrolera (Miles de millones de dólares)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.10  
**Saldo mensual de la balanza comercial y de la balanza petrolera (Miles de millones de dólares)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

La persistente disminución del precio del barril de petróleo se acentuó a partir de julio de 2014. En ese mes el precio del barril de crudo de exportación del país fue de 94.7 USD, y en los siguientes meses se redujo rápidamente. En octubre de 2014 bajó a 75.2 USD y en diciembre de ese año se redujo a 51USD:

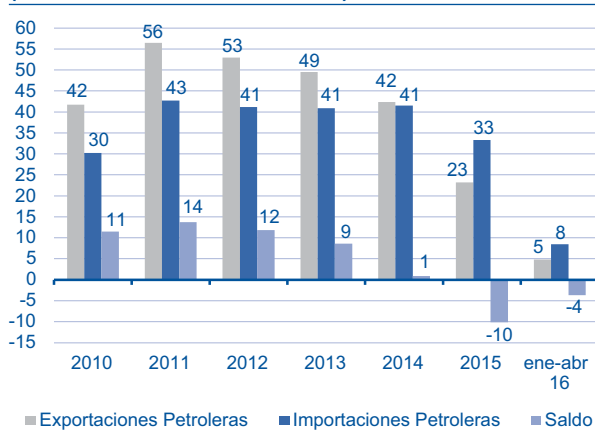
Por su parte, la balanza petrolera comenzó a ser deficitaria a partir de octubre de 2014 y ha continuado siendo en la medida en que el precio del barril de exportación de petróleo crudo ha seguido disminuyendo. En enero de 2016 el precio bajó a 23.9 USD, y desde ese mes aumentó para ubicarse en promedio en casi 32 USD en abril de 2016.

El otro factor que ha contribuido a la presencia del déficit de la balanza petrolera se debe a la magnitud que han cobrado las importaciones de productos petrolíferos. Por ejemplo, en 2010 este tipo de importaciones ascendió a 30 MMD y en 2014 a 41 MMD. Estas importaciones, dada la disminución del precio del petróleo en

los mercados internacionales, en 2015 disminuyeron a 33 MMD. Es decir, la necesidad de importar gasolinas al mismo tiempo que el precio del barril de petróleo crudo y la plataforma de exportación de petróleo crudo han disminuido son factores relevantes que permitieron que se generara una balanza petrolera deficitaria. Esta persistirá hasta que el precio del barril de petróleo crudo sea similar al que tuvo en septiembre de 2014 (86 USD) o hasta que el país aumente tanto su nivel de producción de petróleo crudo y su producción interna de gasolinas. De otra forma, el déficit de la balanza petrolera persistirá, lo cual contribuirá a la debilidad del sector externo del país.

Gráfica 3.11

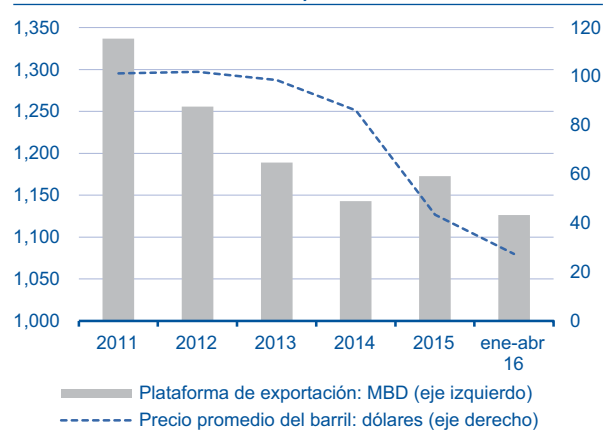
**Balanza petrolera del país: exportaciones petroleras – importaciones petroleras (Miles de millones de dólares)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.12

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



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

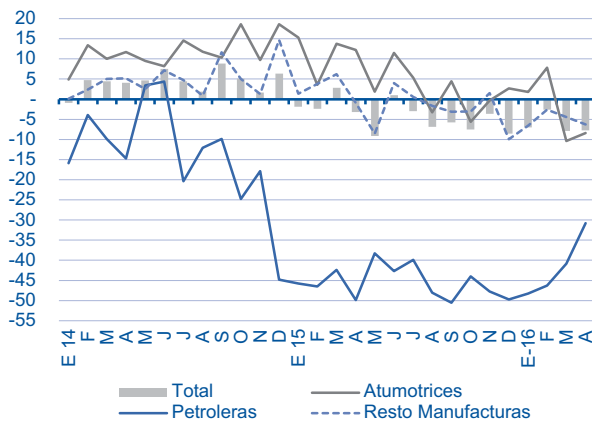
**3.1.2.1 Exportaciones de mercancías por tipo de bien: desfavorable desempeño en los primeros cuatro meses de 2016**

La importancia de las diferentes categorías de bienes exportados indican que las exportaciones manufactureras no automotrices son las más importantes (representaron 58% del total), seguidas de las automotrices (31% del total), de las petroleras (6%), de las agropecuarias (3%) y, por último, de las mineras no petroleras (1%). Además, desde agosto de 2015 las exportaciones manufactureras no automotrices han registrado de manera persistente tasas de crecimiento anuales negativas. Por su parte, las exportaciones automotrices registraron un favorable desempeño en 2015, pero en marzo y abril de 2016 presentaron tasas de crecimiento negativas. De esta forma, el comportamiento desfavorable de las exportaciones manufactureras automotrices y no automotrices durante los primeros cuatro meses de 2016 junto con la contracción de las exportaciones petroleras hicieron que las ventas al exterior acumuladas de enero a abril de 2016 registraron una tasa de crecimiento anual negativa de 6.4%.



Gráfica 3.13

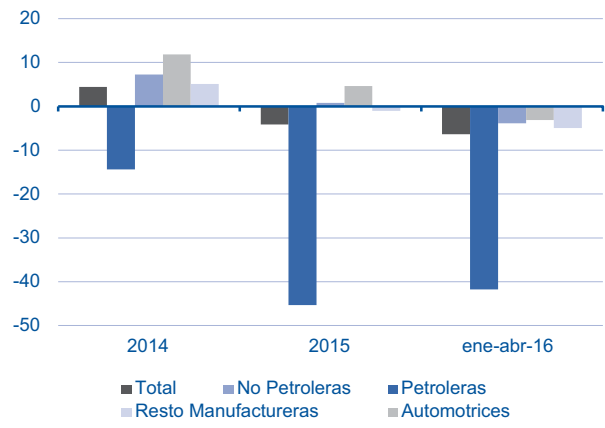
**Exportaciones mensuales de mercancías por tipo de bien (Var. % anual)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.14

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



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

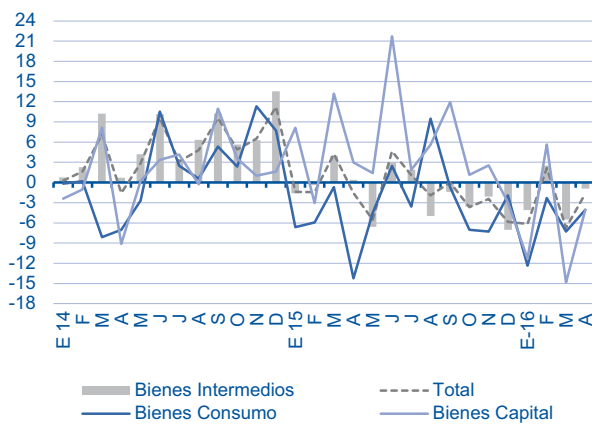
El crecimiento negativo de los dos tipos de exportaciones manufactureras que se ha observado en los primeros cuatro meses del año abre la posibilidad de que el sector externo no sea uno que impulse el crecimiento económico del país. Es más, de persistir a lo largo de 2016 el desfavorable comportamiento del sector exportador, y principalmente de las exportaciones manufactureras, entonces el sector externo en lugar de propiciar la expansión de la actividad económica se puede convertir en un factor de riesgo que pueda limitar el crecimiento del PIB.

**3.1.2.2 Importaciones de mercancías por tipo de bien: su bajo ritmo de crecimiento las limita como factor de impulso de la actividad económica**

Por su parte, la tasa de crecimiento anual de las importaciones totales de mercancías también refleja lo que ha sucedido con el dinamismo de las exportaciones. El punto anterior se ilustra al momento en que se considera la correlación que existe entre las tasas de crecimiento anuales de las exportaciones e importaciones de mercancías. Por ejemplo, de enero de 2010 a abril de 2016, el coeficiente de correlación que existió entre estas dos tasas de crecimiento fue alto y de 0.965. En el fondo esto no debería de sorprender si se tiene en cuenta que gran parte de las exportaciones de bienes finales del país están asociadas de manera directa con las importaciones de bienes intermedios.

Gráfica 3.15

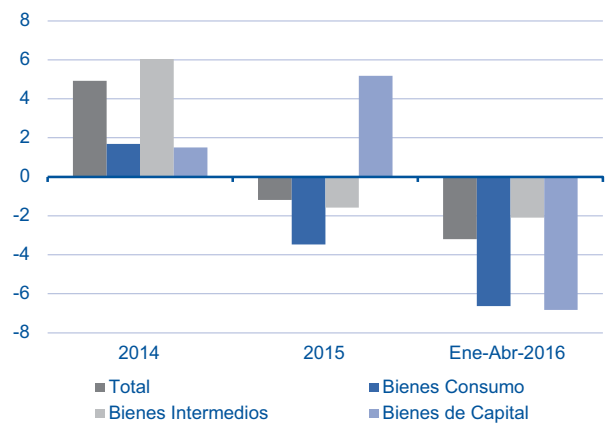
**Importaciones mensuales de mercancías por tipo de bien (Var % anual)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.16

**Importaciones de mercancías por tipo de bien (Var % anual)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Con base en el punto anterior se tiene entonces que, al igual que las exportaciones totales de mercancías, las importaciones de mercancías acumuladas de enero a abril de 2016 también registraron una tasa de crecimiento anual negativa de -3.2%. Cabe mencionar que las importaciones que mayor contracción registraron en este periodo fueron las de bienes de capital (-6.8%), lo cual estaría indicando que uno de los principales componentes de la demanda agregada, como es la inversión fija bruta, podría verse afectada en los próximos meses debido a que su componente de inversión fija bruta en maquinaria y equipo de origen importado ha estado decreciendo.

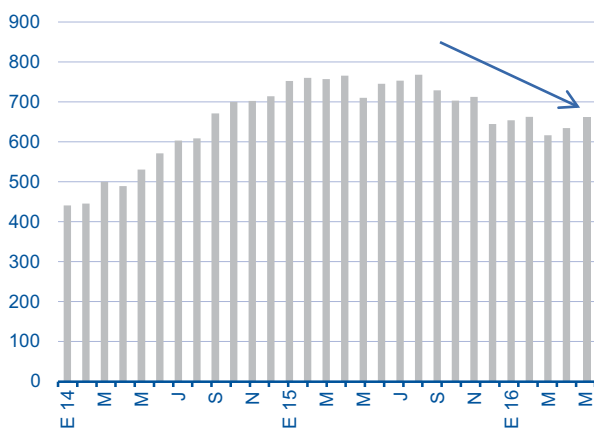
Por otra parte, la contracción anual de las importaciones de bienes de consumo intermedio de -2.1% que se observó en los datos acumulados de enero a abril de 2016 bien podría estar reflejando el menor nivel de actividad económica del país, pues no se requiere de la expansión de los insumos importados cuando el aumento o crecimiento de la actividad económica ha sido reducido.

### 3.1.3 Evolución reciente del empleo formal de los trabajadores del sector privado (IMSS)

En julio de 2013 las autoridades laborales del país llevaron a cabo un programa de formalización del empleo. Este programa consistió en que personas que tenían un empleo pero carecían de seguridad social, la obtuvieron al momento de ser registrados ante el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS). Este programa ayudó a que aumentara el número de trabajadores registrados ante ese instituto de manera significativa. Por ejemplo, en diciembre de 2013 el incremento que se registró en el número total de trabajadores registrados en el IMSS con respecto al número de trabajadores que existían en los 12 meses previos fue de 463 mil personas. Para diciembre de 2014 esta cifra aumentó a 715 mil como consecuencia del empleo generado por el mayor nivel de la actividad económica y por el programa de formalización del empleo. Al final de 2015 el aumento en el número de trabajadores registrados en el IMSS bajó a 644 mil personas.

Gráfica 3.17

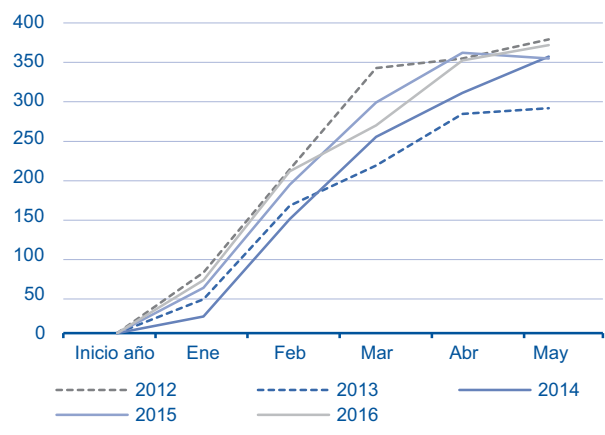
**Aumento en el número total de trabajadores registrados en el IMSS en 12 meses (Miles de personas)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.18

**Incremento mensual acumulado del número de trabajadores totales registrados en el IMSS de enero a mayo (Miles de personas)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

El menor aumento anual del empleo formal en el lapso de 12 meses empezó a presentarse desde septiembre de 2015 hasta marzo de 2016. Es posible que la disminución en el incremento anual del empleo se deba a cierta pérdida de eficacia del programa de formalización de trabajadores. Cabe mencionar que al final de febrero de 2016 el titular de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social (STPS), en una reunión con gobernadores, comentó sobre la necesidad de relanzar el programa de formalización que la dependencia a su cargo

ha llevado a cabo. Independientemente de lo anterior, en abril y mayo de 2016 el incremento anual del número de trabajadores afiliados al IMSS mejoró. Por ejemplo, en mayo de 2016 este incremento anual en el número de trabajadores registrados en el IMSS aumentó a 662 mil personas.

Gráfica 3.19

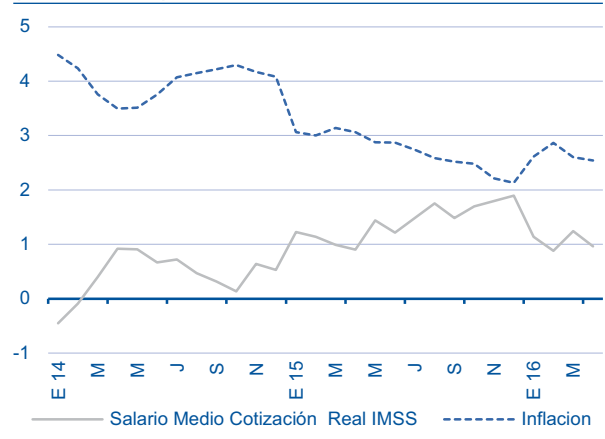
**Trabajadores totales registrados en el IMSS (Var. % anual)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.20

**Salario real e inflación anual (Var. % anual)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Por otro lado, el 23 de mayo de 2016, el titular de la STPS estableció un convenio con todos los gobernadores del país y también con el IMSS para relanzar el programa de formalización del empleo. Dentro de los aspectos que estuvieron contemplados en el relanzamiento de este programa estaba la realización de 110 mil visitas de inspección a diferentes sitios de trabajo para lograr cuando menos que 250 mil trabajadores se puedan formalizar en este nuevo programa. El hecho de que la STPS haya decidido relanzar este programa da a entender que este había ido perdiendo eficacia posiblemente desde septiembre de 2015 y que en su nueva etapa éste pueda incrementar el número de trabajadores afiliados al IMSS en magnitudes similares a como los hizo en la primera mitad de 2015.

Por su parte, el salario medio real de cotización de los trabajadores afiliados al IMSS creció en 2015 como consecuencia de la menor inflación que se observó en ese año. En los primeros cuatro meses de 2016, el salario real siguió aumentando, pero dado el mayor nivel de la inflación se tiene que su crecimiento se aminoró, pero no fue muy diferente al aumento que este registró en los mismos meses de 2015.

El aumento del salario real ha sido uno de los factores que han contribuido al incremento del consumo privado y, consecuentemente, la expansión del PIB. En este sentido es deseable que el salario real siga aumentando para que continúe aumentando el poder adquisitivo de las familias. Sobre este punto llama la atención que el titular de la STPS en fechas recientes anunció que se tiene la intención de hacer que el salario mínimo aumente mediante una acción concertada entre autoridades, trabajadores y empresarios.

La intención es que el aumento al salario mínimo se otorgue de manera concertada y sea de tal forma que no tenga impacto inflacionario. Además, ante un entorno externo poco favorable para el país dado por un bajo precio internacional del petróleo y por un sector exportador poco dinámico, el incremento en el salario real puede ser un factor relevante que permita que en 2016 el consumo siga creciendo a tasas altas y que el PIB pueda crecer al 2.6%.

### 3.1.4 Finanzas públicas: el remanente operativo del Banco de México hace posible que los ingresos presupuestarios muestren una variación anual real positiva mientras el gasto público se contrae durante el primer cuatrimestre del año

Los ingresos presupuestarios totales del sector público mostraron un crecimiento anual real de 16.2% durante el periodo enero-abril de 2016 en relación al mismo lapso del año pasado. Es importante mencionar que el monto de 239.1 mil millones de pesos correspondientes al remanente operativo del Banco de México, los cuales se transfirieron a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), hicieron posible que esa comparación interanual fuera positiva. Al excluir este componente, los ingresos presupuestarios se redujeron en 0.2% en términos anuales reales durante el primer cuatrimestre del año.

El componente de los ingresos no tributarios mostró un crecimiento anual real de 66.3% en el periodo enero-abril de 2016, el cual se derivó principalmente de la transferencia a la SHCP del remanente operativo del Banco de México. Por su parte, los ingresos tributarios exhibieron un crecimiento anual real de 7.5% en dicho lapso. Al interior de estos ingresos se destacó el rubro de los ingresos por ISR, los cuales se incrementaron en 9.7% en términos anuales reales en ese lapso. Con este aumento anual en ISR y dada su participación de 56% en la estructura de los impuestos tributarios durante enero-abril de 2015, la contribución del ISR al crecimiento anual real de los ingresos tributarios fue alrededor de 72%.

El IVA es otro componente de los ingresos tributarios que se destaca por su peso en la estructura de estos últimos (26% de participación en enero-abril de 2016). En el primer cuatrimestre del año en curso, el IVA mostró una variación anual real de 4.0%, lo cual se compara de manera favorable al 3.2% de crecimiento anual que registró en 2015. Cabe mencionar que la evolución del IVA está muy vinculada a la actividad económica del país, la cual registró un crecimiento anual real de 2.8% durante el primer trimestre de 2016 (el PIB creció 2.5% en términos anuales reales en 2015).

Los ingresos petroleros del sector público solamente representaron 13.3% de los ingresos presupuestarios totales en el periodo enero-abril de 2016 (la cifra correspondiente fue 19.8% para 2015). No obstante, esos ingresos continuaron cayendo en términos anuales reales a una tasa de 6.6%. En el Recuadro 1 se hace una estimación del impacto que tendrá el precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo y la menor plataforma de producción petrolera sobre los ingresos provenientes de los barriles de petróleo producidos en 2016 y 2017.

Cuadro 3.1

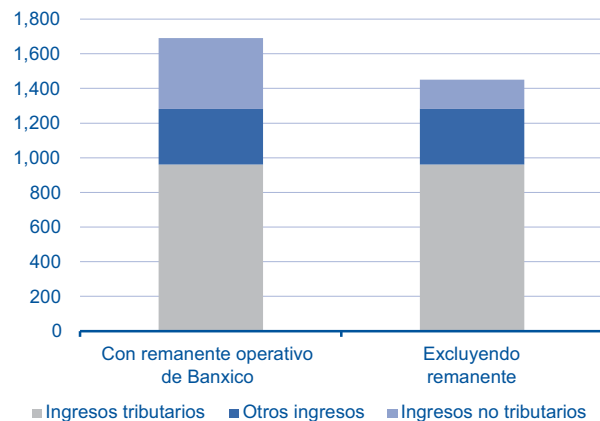
#### Ingresos presupuestarios totales del sector público en enero - abril (Miles de millones de pesos)

	2015	2016	Var. % real	Estr. %
<b>Total</b>	<b>1,416.7</b>	<b>1,689.8</b>	<b>16.2</b>	<b>100.0</b>
Gobierno Federal	1,109.6	1,368.9	20.1	81.0
Tributarios	870.4	960.6	7.5	56.8
ISR	486.8	548.4	9.7	32.5
IVA	232.0	247.6	4.0	14.7
No Tributarios	239.1	408.3	66.3	24.2
Org. y emp. control presup.	98.1	106.2	5.4	6.3
Emp. Productiv. del Edo.	209.0	214.7	0.1	12.7
Pemex	108.6	123.8	11.1	7.3
CFE	100.3	90.9	-11.8	5.4
<b>Total</b>	<b>1,416.67</b>	<b>1,689.82</b>	<b>16.2</b>	<b>100.0</b>
Ingresos petroleros	234.5	225.0	-6.6	13.3
Ingresos no petroleros	1,182.1	1,464.8	20.7	86.7

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Gráfica 3.21

#### Principales ingresos presupuestarios del sector público (Miles de millones de pesos)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

En lo referente al gasto neto pagado del sector público en el periodo enero-abril de 2016, éste registró una caída anual real de 3.3% en comparación con el mismo lapso del año pasado. Ello se debió principalmente al desempeño negativo del rubro del gasto programable (el cual participó con 79% en el total del gasto neto pagado del sector público durante enero-abril de 2015), con una tasa de crecimiento anual real de -5.0% en el primer cuatrimestre del año en curso. Al interior del gasto programable, el gasto en capital tuvo una contribución de 67% en la caída porcentual observada en el gasto programable total de enero-abril de 2016. El resto de la contribución (33%) a la caída del gasto programable total provino del gasto corriente, el cual mostró una moderada contracción anual real de 2.2%.

Cuadro 3.2

**Gasto neto pagado del sector público en enero - abril (Miles de millones de pesos)**

	2014	2015	Var. % real	Estr. %
<b>Total</b>	<b>1,539.1</b>	<b>1,527.1</b>	<b>-3.3</b>	<b>100.0</b>
Gasto Programable	1,214.3	1,183.9	-5.0	77.5
Gasto corriente	914.2	917.5	-2.2	60.1
Gasto capital	300.1	266.4	-13.5	17.4
No Programable	324.8	343.2	2.9	22.5
Participaciones a Edos.	218.7	232.4	3.5	15.2
Costo financiero	74.6	89.1	16.3	5.8
Adefas* y otros	31.5	21.8	-32.6	1.4

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

Cuadro 3.3

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

	2014	2015	Var. % real
Balance público	-116.3	177.1	n.s.
Bal. púb. sin inver. productiva	60.1	313.3	407.5
Balance presupuestario	-122.4	162.7	n.s.
Ingreso presupuestario	1,416.7	1,689.8	16.2
Gasto neto pagado	1,539.1	1,527.1	-3.3
Balance Gobierno Federal	-50.2	161.4	n.s.
Balance org. y empresas	-72.2	1.3	n.s.
Balance primario	-42.2	264.6	n.s.
Balance presupuestario	-47.9	251.7	n.s.
Gobierno Federal	-7.9	218.9	n.s.
Organismos y empresas	-40.0	32.8	n.s.
Pemex	-92.6	-31.6	-66.8
Otras entidades	52.6	64.4	22.3
Entidades bajo control indirecto	5.6	12.9	123.5

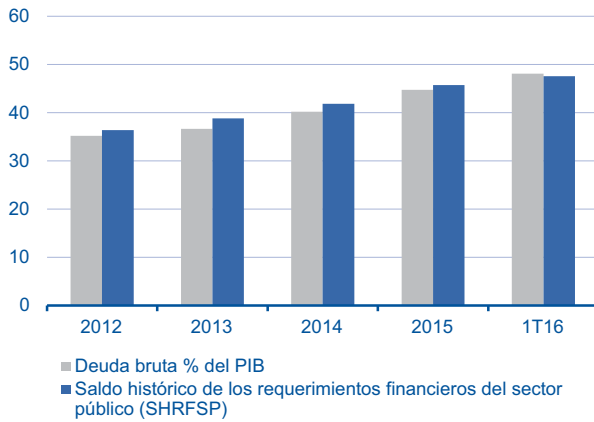
ns = no significativo  
Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

La evolución observada en el gasto programable en el primer cuatrimestre de 2016 ya parece estar reflejando una parte del recorte al gasto público por 132 mil millones de pesos, el cual fue anunciado el 17 de febrero de este año (100 mil millones de pesos de este recorte se aplicará al gasto de Pemex). Lo anterior como consecuencia de la caída en el rubro de los ingresos petroleros del sector público, pero también como una medida de política económica para cumplir, entre otros objetivos, con la meta anual del balance financiero del sector público presupuestario.

En contraste con lo ocurrido en enero-abril de 2015, el balance primario del sector público fue positivo para el primer cuatrimestre del año en curso. La mayor parte del balance primario se vio reflejado en el balance del gobierno federal. Los mayores ingresos presupuestarios así como las reducciones anuales al gasto público del primer cuatrimestre de 2016 parecen estar reflejándose en dicho balance. La generación de balances primarios positivos del sector público en los siguientes trimestres será clave tanto para ir aminorando el ritmo de endeudamiento del sector público de los años recientes así como también para ir construyendo espacios fiscales que le permitan al gobierno federal hacer frente a choques económicos adversos en un futuro.

Gráfica 3.22

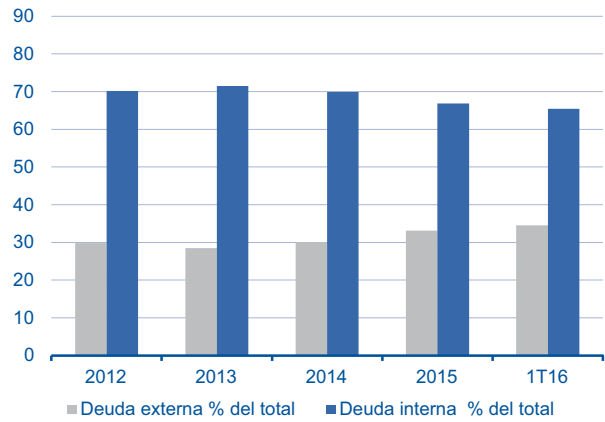
**Deuda bruta y saldo de los requerimientos financieros del sector público (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Gráfica 3.23

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



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

En cuanto al tema de la deuda pública, el saldo de la deuda bruta fue de 48% del PIB al primer trimestre de 2016. Este nivel de deuda es 3.5 puntos porcentuales mayor al cociente de deuda pública a PIB del cierre de 2015 (la diferencia entre las cifras correspondientes al primer trimestre de 2015 y al cierre de 2014 fue de 3.2 puntos porcentuales). La relativa fuerte depreciación del tipo de cambio en el primer trimestre del año es un factor que en gran medida explica este mayor nivel de endeudamiento público como proporción del PIB. Esta situación también se ve reflejada en la mayor participación de la deuda pública externa dentro de la deuda pública total al pasar de 33% en el cierre de 2015 a 35% en el primer trimestre de 2016.

Al primer trimestre de 2016, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) se encuentra 11 puntos porcentuales de PIB por encima de su nivel alcanzado en 2012. Para que sea posible iniciar una trayectoria descendente en el cociente del SHRFSP a PIB es necesario que la proporción en el PIB de los requerimientos financieros del sector público (RFSP) sea menor al crecimiento anual del PIB. En este sentido, es importante mencionar la intención de la SHCP de reducir el déficit anual de los RFSP a 3.5% del PIB en 2016 (después de 4.1% del PIB en 2015), 3.0% en 2017 y 2.5% a partir de 2018.

Incluso suponiendo que se cumplieran tanto el pronóstico central de la mitad del intervalo de crecimiento económico de la SHCP como las metas mencionadas para el déficit fiscal, la trayectoria del SHRFSP como proporción del PIB no iniciaría su descenso hasta 2017. Lo anterior debido a que el pronóstico de la mitad del intervalo de crecimiento para el PIB de la SHCP es de 2.7% y 3.1% para 2016 y 2017, respectivamente. No obstante, nuestra previsión para 2017 señala que el PIB crecerá 2.6%, lo cual no sería suficiente para revertir en el próximo año la trayectoria creciente del SHRFSP como proporción del PIB.

Independientemente de la tasa de crecimiento que el PIB llegue a tener en 2016 y 2017, se requiere de una gran disciplina fiscal para evitar que el saldo de la deuda total del sector público siga creciendo y más como proporción del PIB, pues un deterioro de las finanzas públicas implicaría el surgimiento de nuevos obstáculos para el crecimiento de la actividad económica en el futuro próximo.

### 3.1.5 Perspectivas de la economía mexicana para 2016

Como se ha comentado en esta sección, esperamos que la tasa de crecimiento del PIB sea de 2.6% para 2016 y que el consumo privado sea el componente de mayor impulso de la demanda final. Dado el relanzamiento reciente que la Secretaría del Trabajo y Previsión Social (STPS) hizo del programa de formalización del empleo, la expectativa de que continúe el incremento en el salario real y la posibilidad de que se otorgue un incremento concertado en el salario mínimo vigente en el país gracias a las gestiones de la STPS, entonces es posible esperar que el consumo siga siendo el principal factor de impulso del PIB en 2016.

Gráfica 3.24

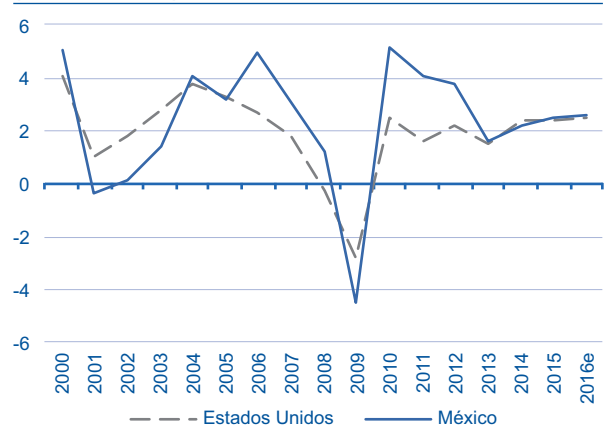
**Crecimiento anual del PIB trimestral de México y Estados Unidos**  
(Var. % a/a)



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

Gráfica 3.25

**PIB anual de México y Estados Unidos**  
(Var. % a/a, ae)



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

Por otra parte, la importante relación comercial que México sostiene con Estados Unidos hace que la evolución de la tasa de crecimiento del PIB de ambos países registre una alta correlación. De esta forma, la importancia para México de la relación comercial con ese país se reconoce cuando se tiene en cuenta que el 81% de las exportaciones de mercancías del país se dirigen hacia Estados Unidos. En este sentido, la presencia de tasas de crecimiento altas y sostenidas de la economía estadounidense es una condición indispensable para que la economía mexicana también crezca a tasas relativamente altas y de manera sostenida. Este punto es relevante, pues si en 2016 la economía de Estados Unidos crece por debajo del 2.5% que esperamos, entonces es probable que el PIB de México también crezca a una tasa menor del 2.6% que esperamos.

### Recuadro 1. Expectativas para los ingresos petroleros del sector público en 2016 y 2017

Para analizar el impacto de un mayor precio en el barril de la mezcla mexicana de petróleo sobre los ingresos petroleros del sector público de 2016 y 2017, se hizo un ejercicio que pronostica el precio promedio del barril de la mezcla mexicana de petróleo para esos dos años y que toma en cuenta una plataforma de producción petrolera con un promedio de 2.1 y 2.0 millones de barriles diarios de petróleo para 2016 y 2017, respectivamente.<sup>1</sup>

La evolución de los ingresos petroleros del sector público en este año dependerá principalmente del precio promedio anual del barril de la mezcla mexicana de petróleo, lo cual condicionará el ejercicio de la cobertura petrolera. Si bien el factor precio del barril de petróleo ha sido el más relevante en la determinación de los ingresos petroleros del sector público por la abrupta caída iniciada desde octubre de 2014, la plataforma de producción petrolera también ha incidido desfavorablemente sobre estos ingresos al mostrar una tendencia negativa desde hace varios años (ver Gráfica 3.26).

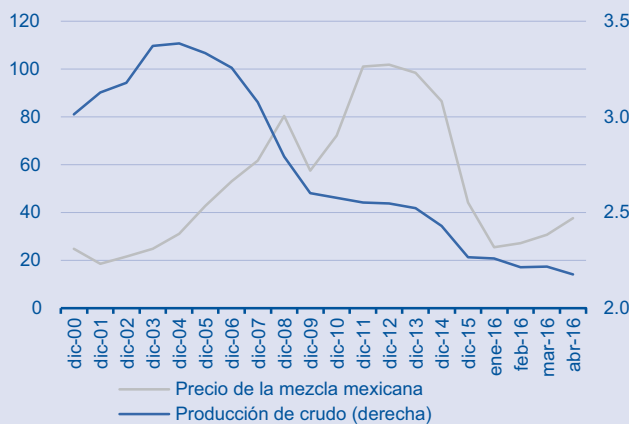
Es importante mencionar que la cobertura petrolera de 2016 solamente se ejercerá cuando el promedio

anual para el precio del barril de la mezcla mexicana de petróleo quede por debajo de USD 49. No obstante, la cantidad de producción cubierta es de sólo 212 millones de barriles (aproximadamente 28% de la producción anual total). Aún cuando se ejerza la cobertura (dado nuestro pronóstico de USD 37.3 para el barril de la mezcla mexicana de petróleo en 2016) y la plataforma de producción petrolera sea de 2.1 millones de barriles diarios en 2016, los ingresos petroleros del sector público disminuirán en alrededor de 29.3% con respecto a 2015.<sup>2</sup> Ello se debe principalmente a que la cobertura petrolera para 2015 fue más favorable al garantizar un precio mínimo de USD 76.4 por barril para 228 millones de barriles.

En lo concerniente a los ingresos petroleros del sector público para 2017, estimamos que estos muestren un incremento anual de 10.7% (dado nuestro pronóstico de USD 47.1 para el barril de la mezcla mexicana de petróleo) aún sin una cobertura petrolera y asumiendo una plataforma de producción petrolera de 2.0 millones de barriles diarios. No obstante, este monto de ingresos petroleros representaría 36.3% de ese mismo rubro de ingresos correspondientes a 2012 (ver Gráfica 3.27).

Gráfica 3.26

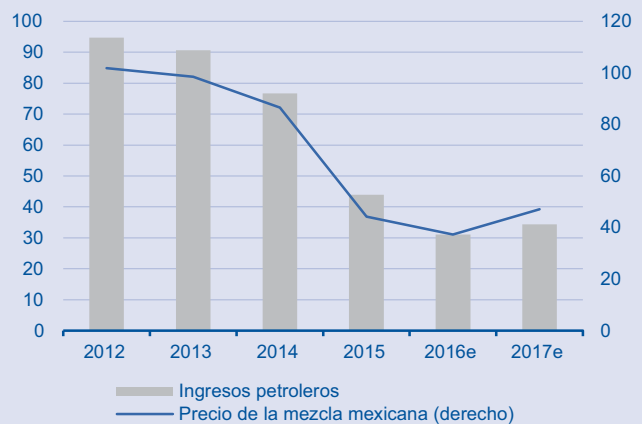
Producción petrolera y precio de la mezcla mexicana de crudo (Millones de barriles diarios y USD por barril)



Fuente: BBVA Research con datos del SIE y Bloomberg

Gráfica 3.27

Ingresos petroleros del sector público y precio de la mezcla mexicana (Miles de millones de USD y USD por barril)



e/ estimaciones propias

Fuente: BBVA Research con datos de SIE y Bloomberg

1: A diferencia de los datos reportados por la SHCP para el rubro de ingresos petroleros del sector público, los ingresos petroleros analizados en este ejercicio únicamente consideran los ingresos provenientes por la venta de barriles de petróleo.

2: Si la plataforma de producción petrolera se mantuviera en los niveles de 2.3 millones de barriles diarios de 2015, entonces la contracción anual en los ingresos petroleros sería solamente de 24.3%.



Cabe mencionar que el ejercicio realizado consideró información y estimaciones de la Administración de la Información Energética (EIA, por sus siglas en inglés) de los Estados Unidos para el panorama del mercado petrolero global correspondiente a la segunda mitad de 2016 y todo 2017. Entre sus previsiones se destacan las siguientes: i) los precios del petróleo continuarán mostrando una gradual recuperación en la segunda mitad de 2016 y el próximo año, en línea con la tendencia de menor acumulación de inventarios globales de petróleo en los próximos meses (ver Gráfica 3.28); ii) la oferta y demanda global del petróleo y otros líquidos volverán a balancearse a finales de 2017; y iii) los países de la OPEP tendrán una mayor cuota en el mercado petrolero ante la previsión de una menor producción petrolera en el resto de los países (ver Gráfica 3.29).

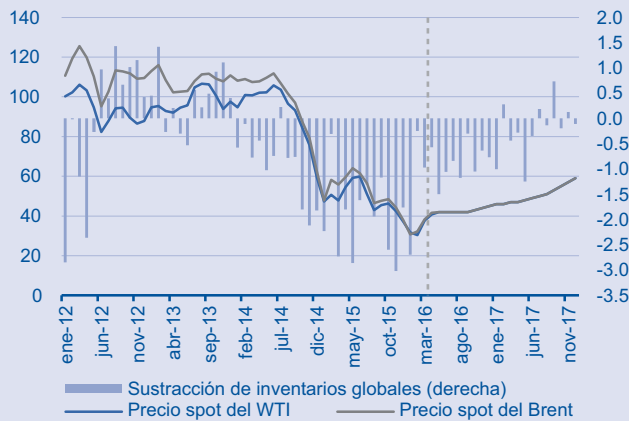
En los últimos meses, el precio del barril de petróleo del *West Texas Intermediate* (WTI, por sus siglas en inglés) se incrementó desde USD 30.6 en febrero a USD 46.8 en mayo. Entre los principales factores, los cuales han influido recientemente a favor de los precios del petróleo, se encuentran: a) una aceleración

en el crecimiento de la demanda global de petróleo; b) la tendencia negativa tanto en la producción como en las plataformas petroleras en operación en los EEUU; y c) algunas disrupciones en la oferta global de petróleo.

El mayor consumo en la parte de Asia no perteneciente a la OCDE explica la aceleración en el crecimiento de la demanda global de petróleo. La EIA estima que el consumo de petróleo será de 200 mil barriles diarios más de petróleo que lo que había estimado anteriormente para 2016.

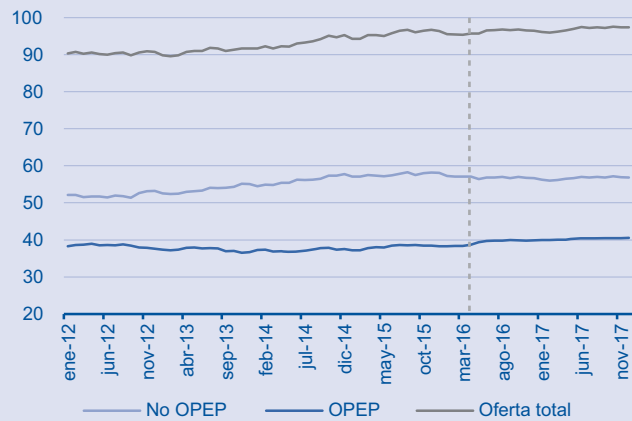
Para el caso de la producción petrolera de EEUU, ésta registró un promedio de 9.0 millones de barriles diarios en el mes de abril de este año. La EIA prevé que se observe una reducción a un promedio de 8.6 millones de barriles diarios en 2016 y 8.2 millones de barriles diarios en 2017. Asimismo, en la medida en que siga cayendo el número de plataformas en operación, los pronósticos para los precios del barril tenderán a ser más altos. Ello debido a que este número es un indicador sobre la oferta futura de petróleo en EEUU (ver Gráfica 3.30).

Gráfica 3.28  
Inventarios globales y precios del petróleo  
(Millones de barriles diarios y USD por barril)



Fuente: BBVA Research con datos de US EIA

Gráfica 3.29  
Producción global de petróleo  
(Millones de barriles diarios)



Fuente: BBVA Research con datos de US EIA

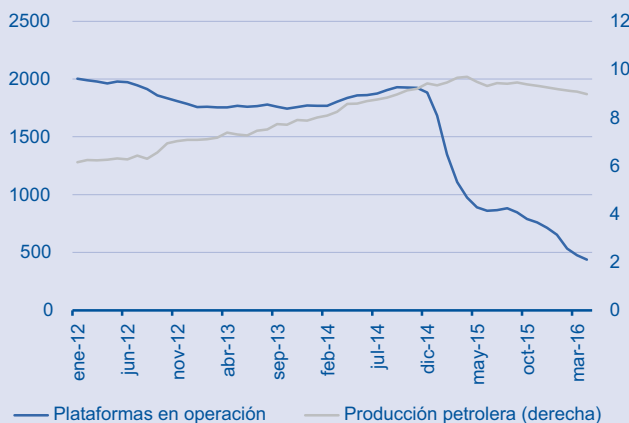
Las interrupciones en la oferta global de petróleo ocurridas en Nigeria, Canadá y Venezuela en mayo del año en curso probablemente hicieron que el consumo global de petróleo superará a la producción global por primera vez en casi dos años (la ocasión anterior se registró en julio de 2014).

En el panorama esperado por la EIA para el mercado petrolero global de la segunda mitad de 2016 y todo 2017, el precio del barril de la mezcla mexicana de petróleo mostrará una gradual recuperación al estar referido al precio del WTI.<sup>3</sup> De acuerdo con nuestros pronósticos, el precio de la mezcla mexicana prome-

diará USD 37.3 y USD 47.1 en 2016 y 2017, respectivamente (ver Gráfica 3.31).

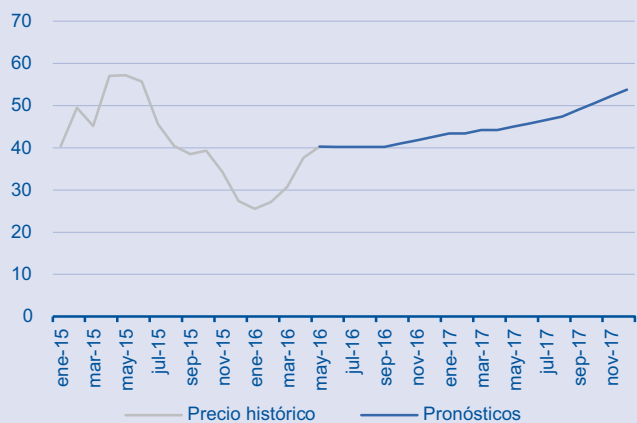
Como se mencionó anteriormente, nuestra estimación para los ingresos petroleros del sector público señala que éstos se reducirán en 29.3% para 2016 y aumentarán en 10.7% para 2017. Es importante reconocer que las estimaciones obtenidas dibujan un panorama de relativos bajos ingresos petroleros para 2016 y 2017. En la medida en que se materialice un precio menor para el barril de la mezcla mexicana de petróleo, los ingresos petroleros se verán reducidos.

Gráfica 3.30  
Producción y plataformas petroleras en EEUU  
(Millones de barriles diarios y unidades)



Fuente: BBVA Research con datos de US EIA

Gráfica 3.31  
Precio de la mezcla mexicana de petróleo  
(USD por barril)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

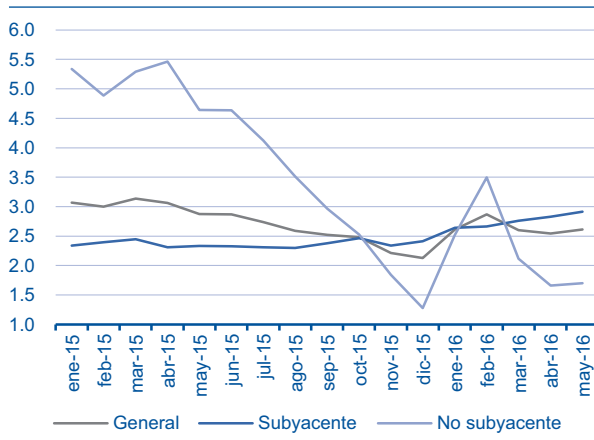
3: Resultados de un análisis econométrico simple usando datos diarios del 14 de mayo de 2014 hasta el 13 de mayo de 2016 señalan que el precio del barril de la mezcla mexicana de petróleo equivale al precio del barril WTI descontado aproximadamente un 20%.

### 3.2 Se mantiene el comportamiento favorable de la inflación; acumula 13 meses consecutivos por debajo de la meta de 3.0%

Después de que la inflación general anual alcanzó un mínimo histórico al cierre de 2015, ésta exhibió un rebote a inicios de año que, sin embargo, respondió a cuestiones transitorias, dadas por un choque de oferta en productos agrícolas y un efecto aritmético por una desfavorable base de comparación. En todo caso, se ha mantenido por debajo de la meta permanente de 3.0% durante trece meses consecutivos y es previsible que en promedio extienda esta evolución al menos un trimestre más (el tercero) y probablemente dos, en un contexto que sigue siendo favorable.

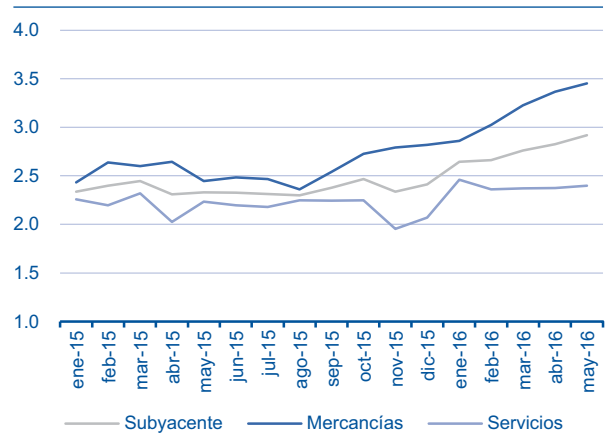
En el entorno que ha permitido esta evolución destacan la credibilidad de la política monetaria del Banco de México (Banxico), la holgura económica y la disminución de algunos precios que ha provocado un efecto compensación del traspaso del tipo de cambio a la inflación (*pass-through*). En relación al último factor, en particular destacan en primer lugar, los menores precios de los servicios de telecomunicación, en buena medida derivados de la reforma al sector que eliminó algunos cobros (e.g., larga distancia) y propició una intensificación en la competencia en el sector. Lo anterior se ha traducido en menores precios para los consumidores. En segundo lugar, está la disminución de precios energéticos que es consecuencia de un contexto de bajos precios internacionales y también de la reforma energética que ha permitido menores precios de la gasolina y la electricidad los cuales tienen un peso relativo importante en la inflación. Por su parte, los primeros dos factores –la credibilidad de Banxico y la holgura de la economía–, han permitido que, como anticipábamos, sigan sin observarse efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios. Así, lo que seguimos observando es un cambio en precios relativos –con una tendencia alcista en el componente subyacente de mercancías derivado principalmente de los mayores costos por la depreciación del peso (MXN)– y un bajo *pass-through* a la inflación general, derivado principalmente de la ausencia de efectos de segundo orden antes mencionada.

Gráfica 3.32  
**Inflación y componentes**  
Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.33  
**Inflación subyacente y componentes**  
Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

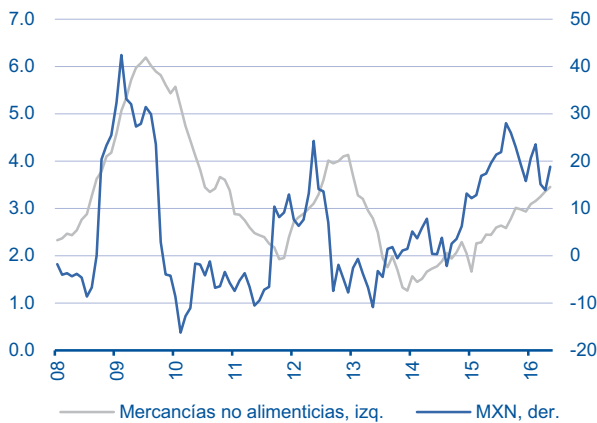
En este favorable contexto, después de ubicarse en un mínimo histórico al cierre de 2015, la inflación general exhibió un rebote en los primeros dos meses del año. Si bien en los primeros dos meses de 2016 la inflación general tuvo un rebote de 0.74 puntos porcentuales (pp) que la llevó a ubicarse en 2.87% (véase gráfica 3.32), este aumento no respondió a un deterioro de los determinantes de inflación como tampoco a un mayor ritmo

de *pass-through*. Principalmente dos factores explicaron este aumento: i) un efecto aritmético ocasionado por las reducciones de los precios de los servicios de telefonía fija ocurridos en enero de 2015, disminuciones que no se repitieron en enero de 2016, y ii) un choque de oferta durante enero y febrero del componente de frutas y verduras. En relación al segundo factor, los incrementos en dicho componente durante los primeros dos meses del año fueron tan considerables que llevaron la tasa de anual de este componente a 27.3% (+21.6 pp respecto a la tasa anual al cierre de 2015). Así, la inflación general promedio aumentó de 2.27% en el último trimestre de 2015 a 2.69% en el primer trimestre de 2016.

Los dos choques transitorios mencionados se han ido disipando gradualmente en los tres meses posteriores (de marzo a mayo). Durante este lapso, el componente de frutas y verduras ha mostrado descensos mensuales promedio de 3.4%, lo cual ha regresado la tasa anual a niveles más moderados (13.4%). Lo anterior, aunado a la prevaleciente evolución favorable de los precios energéticos, ha permitido que el componente no subyacente de la inflación en su conjunto se ubique en niveles cercanos a los mínimos alcanzados a finales de 2015 (véase gráfica 3.32). La favorable evolución de la inflación no subyacente durante los últimos tres meses explica la disminución en la inflación general que ha pasado de 2.87% en febrero a 2.60% en mayo. Con ello, la inflación general anual promedio en lo que va del segundo trimestre (abril-mayo) es ligeramente menor que el promedio del primer trimestre (2.58% vs. 2.69%).

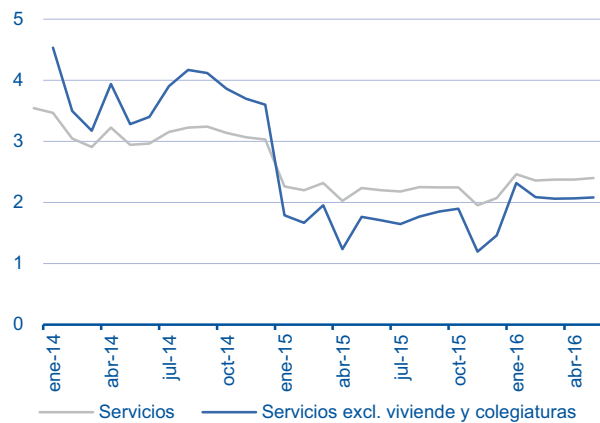
Por su parte, la inflación subyacente ha mantenido una tendencia alcista en lo que va de 2016 como consecuencia de un ajuste en precios relativos derivado principalmente del *pass-through*. El ajuste en el precio relativo de las mercancías respecto de los servicios explica la dinámica de la inflación subyacente durante este año (véase gráfica 3.33). La variación anual promedio de la inflación subyacente aumentó de 2.40% en el cuarto trimestre de 2015 a 2.69% en el primer trimestre de 2016, y posteriormente ha tenido un aumento adicional a 2.88% en promedio durante los primeros dos meses del segundo trimestre. Al interior de la inflación subyacente, el subíndice de mercancías continúa reflejando el *pass-through* derivado de la depreciación del peso. La inflación anual de este subíndice aumentó de un promedio de 2.78% en el cuarto trimestre del 2015 a uno de 3.04% en el primer trimestre de 2016, y tuvo un incremento adicional a 3.46% en lo que va del segundo trimestre (abril y mayo). Al interior de este subíndice, el incremento se explica principalmente por el sostenido aumento del componente de mercancías no alimenticias cuya inflación promedio anual pasó de 2.98% en el cuarto trimestre de 2015 a 3.17% en el primero de 2016 y 3.36% durante abril-mayo. Esta tendencia alcista se explica principalmente por el *pass-through* (véase gráfica 3.34).

Gráfica 3.34  
**Inflación de las mercancías no alimenticias y tasa de depreciación del peso (Var. % anual)**



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI y Bloomberg

Gráfica 3.35  
**Inflación anual del subíndice subyacente de servicios (%)**



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

En contraste, favorecido por la holgura en la economía y por la mayor competencia en el sector telecomunicaciones que ha seguido traducándose en menores precios de la telefonía móvil, la inflación del subíndice de servicios sigue siendo baja (véase gráfica 3.35). La tasa de variación anual promedio de dicho subíndice pasó de 2.09% en el cuarto trimestre de 2015 a 2.40% por ciento en el primer trimestre de 2016 y se ubicó en 2.39% en el periodo abril-mayo (véase gráfica 3.35).

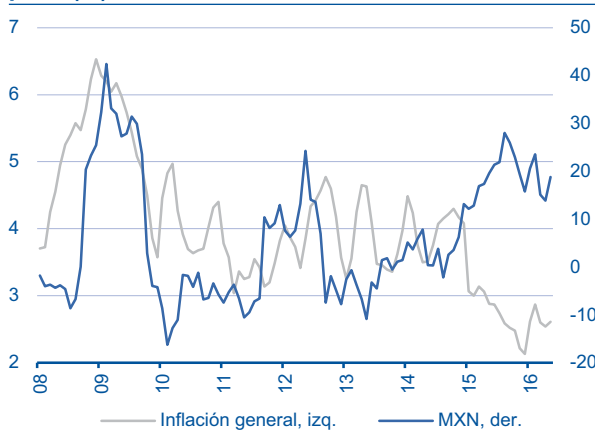
En resumen, el favorable comportamiento del subíndice de servicios, la disminución de los precios energéticos y la credibilidad del Banco de México han permitido un efecto compensación del *pass-through*, por un lado, y la ausencia de efectos de segundo orden, por el otro. Con ello, a pesar del choque adverso sobre la inflación que implica la depreciación del peso, el traspaso de ésta a la inflación general continúa siendo bajo (véase gráfica 3.36).

### Seguimos previendo que la inflación anual se mantendrá por debajo del 3.0% la mayor parte del año y que se ubicará cerca de este nivel al cierre de 2016

Considerando que el contexto para la inflación sigue siendo favorable y que es previsible que en la segunda mitad del año continúe el cambio en precios relativos sin efectos de segundo orden, seguimos anticipando que el traspaso de la depreciación del peso a la inflación general continuará acotado. Así, seguimos anticipando que la inflación general anual se mantendrá al menos el tercer trimestre por debajo del 3.0%, y probablemente también el cuarto. Para el cierre del año mantenemos nuestra previsión de 2.9%, aunque tenemos un pequeño sesgo alcista dado que la fórmula para el precio de la gasolina implica aumentos en ésta hacia la segunda mitad del año dado por el incremento reciente de los precios internacionales.

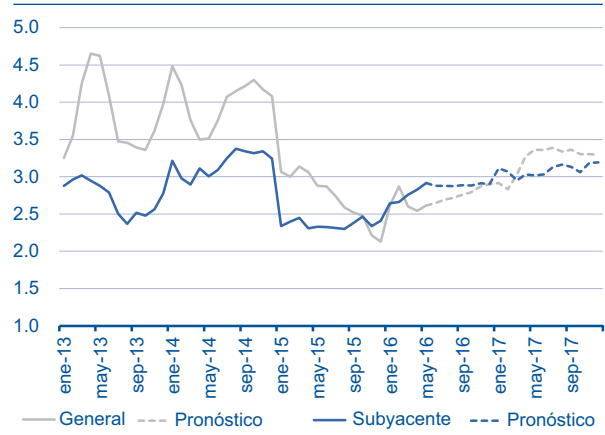
Nuestras previsiones están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza. Los principales riesgos a la baja son un menor dinamismo al esperado en la economía que provoque un aumento adicional de la brecha del producto, y la posibilidad de disminuciones adicionales en los servicios de telefonía móvil si continúa acentuándose 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 incluso registrarse una depreciación adicional en un entorno global cada vez más complejo, y de algún choque de oferta adicional en los precios más volátiles.

Gráfica 3.36  
**Inflación general anual y tasa de depreciación del peso (%)**



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI y Bloomberg

Gráfica 3.37  
**Perspectivas de inflación BBVA Bancomer Var. % anual**



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

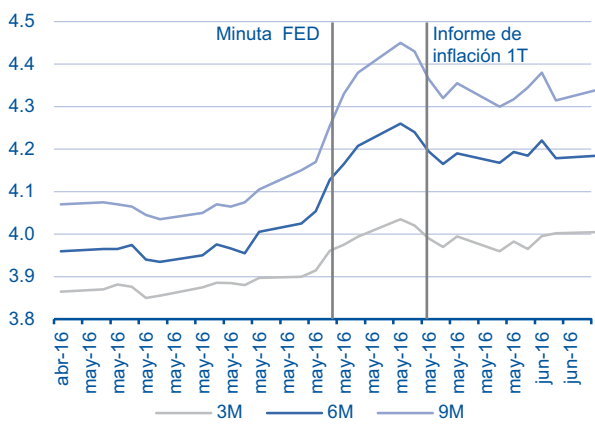
### 3.3 Banxico a la espera de la Fed en un entorno de volatilidad cambiaria

Durante el mes de mayo la volatilidad regresó al mercado cambiario y nuevamente tuvo un efecto adverso sobre el peso mexicano, que durante el mes se depreció 7.0%, la segunda mayor caída entre las monedas emergentes. Ante la significativa depreciación cambiaria y cierta diferenciación negativa en contra del peso, sobre todo durante los primeros 10 días del mes, el mercado y varios analistas anticiparon un incremento de la tasa de fondeo del país. Esto implicaba que este aumento de tasas del país estaría desligado de lo que sucediera con las tasas de la Fed o de una intervención en el mercado cambiario, de manera similar a lo ocurrido en febrero.

No obstante, Banxico redujo significativamente esta posibilidad durante la presentación del Informe de Inflación del primer trimestre. A pregunta expresa de la prensa sobre la posibilidad de un alza en la tasa de política monetaria o de una intervención en el mercado cambiario ante la depreciación del peso, el gobernador de Banxico señaló que los mercados han funcionado de manera correcta y la depreciación se ha dado de manera ordenada, esto es, sin faltantes de liquidez. Añadió que habrá que estar muy atentos a las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal (Fed) y que tiene una alta expectativa de que los próximos movimientos de la tasa de política monetaria se hagan de acuerdo con el calendario de reuniones. Adicionalmente reiteró que se busca que el anclaje del tipo de cambio se base en fundamentales económicos sanos y que, si bien no se puede negar la posibilidad de una intervención, esta se daría bajo condiciones excepcionales.

Posteriormente, la Comisión de Cambios anunció que el Fondo Monetario Internacional renovó e incrementó a USD 88mil millones la Línea de Crédito Flexible (LCF) con que cuenta el país desde 2009, ante la necesidad de cubrirse frente a un entorno externo con mayores riesgos. La LCF es un instrumento complementario a las políticas domésticas que está diseñada para la prevención de crisis, dado que provee de liquidez inmediata para hacer frente a entornos externos adversos. Actualmente, el total de recursos disponibles de las reservas internacionales y de la LCF en caso de contingencia asciende a 265 mil millones de dólares.

Gráfica 3.38  
**Expectativa implícita de la tasa de fondeo en la curva de swaps de tasa de interés (%)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.39  
**Contratos no comerciales netos del tipo de cambio peso dólar (número de contratos)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

En suma, los eventos y la comunicación del último mes parecen indicar que Banxico tratará de evitar movimientos de la tasa de referencia sorprendidos como los de febrero pasado en la medida que tanto la inflación, como las expectativas se mantengan controladas. De hecho, un punto adicional en este sentido es el recuadro sobre el mecanismo de transmisión de política monetaria que presentó Banxico en su último informe de inflación. De acuerdo con ese estudio, el canal de expectativas se ha fortalecido con lo cual la dinámica de las variables macroeconómicas se ha hecho más rápida ante choques inesperados. Esto hace que sea necesaria una respuesta menos intensa y por menos tiempo por parte de la autoridad monetaria ante la presencia de dichos choques.

Con base en lo expuesto esperamos que hacia adelante Banxico busque mantener el spread sobre la tasa de fondos federales en los próximos meses, lo cual es consistente con la idea de una sincronización con los movimientos de la Reserva Federal. Ahora bien, consideramos que en caso de que en el entorno de volatilidad actual el peso vuelva a depreciarse significativamente más que las principales divisas emergentes, se podría dar una intervención vía la activación del mecanismo de venta de dólares a discreción del banco central e inclusive una modificación al alza de la tasa de política monetaria.

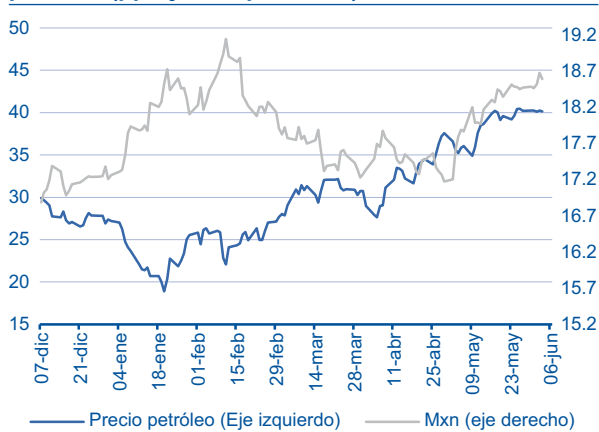
### 3.4 Diferenciación negativa del peso ante entorno volátil

El precio del petróleo, las incesantes dudas acerca del crecimiento global y las expectativas acerca del ritmo de normalización de la política monetaria en EE.UU. son los principales elementos que conforman un entorno volátil en los mercados financieros. En el plano doméstico el peso se mantiene como la variable más afectada por este entorno.

A diferencia de lo observado durante las primeras semanas del año, el mercado petrolero logró estabilizarse alrededor de precios significativamente más elevados, lo que influyó en una mayor demanda de activos emergentes durante los meses de marzo y abril. Y es que desde que algunos miembros de la OPEP señalaron la posibilidad de congelar sus niveles de producción el precio del energético comenzó una clara tendencia al alza, la cual posteriormente ha sido apoyada por la constante reducción de la producción petrolera en EE.UU. En particular el precio del barril de crudo del Brent subió de USD 30.0 a mediados de febrero a 48.0 USD por barril a finales de abril. Esto, aunado a las menores preocupaciones por el ciclo global, permitió alzas de más de 13.8% en los mercados accionarios globales (MSCI World Index) y de 17.8% en los mercados emergentes (MSCI EM) en el periodo mencionado. Al interior de estas geografías los incrementos del S&P500 y del IPyC fueron de 12.9 y 8.08%, respectivamente.

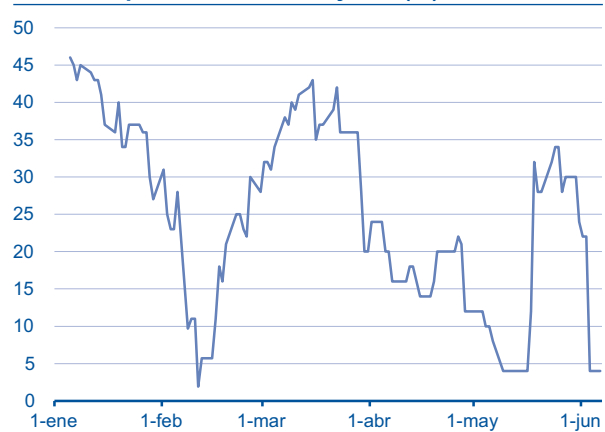
Por otra parte, en el mercado cambiario las divisas de mercados emergentes en su mayoría se recuperaron de las depreciaciones de principios del año y para el cierre de abril la apreciación llegó a 7.8%. En particular, el peso mexicano se apreció 11.5% y cotizó en 17.17 ppp al final de abril, ligeramente por debajo del nivel observado a finales del 2015, que fue de 17.20 ppp. Si bien esta recuperación fue importante, el peso se mantuvo como la segunda divisa emergente más depreciada en lo que va del año, una característica que ha acompañado a la divisa mexicana desde que en febrero pasado registrara una relevante diferenciación negativa en contra del peso.

Gráfica 3.40  
**Tipo de cambio y precio de la mezcla mexicana de petróleo (ppd y USD por barril)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.41  
**Probabilidad implícita en el mercado de futuros de un movimiento de 25pb en la tasa de fondos federales para la reunión de junio (%)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

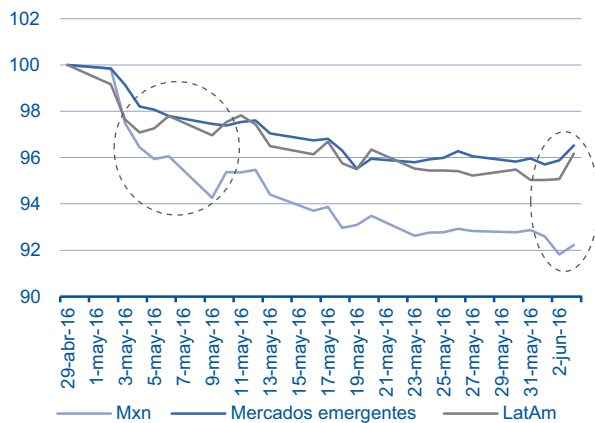
No obstante la relevante apreciación del peso durante marzo y abril, el mes de mayo dejó de manifiesto su vulnerabilidad ante el entorno externo. En un movimiento similar a lo observado a principios del año, aunque en menor magnitud, datos por debajo de lo esperado en la economía china y la economía de EE.UU. incrementaron las preocupaciones por el ciclo global y detonaron un breve episodio de aversión al riesgo y vuelo hacia la calidad. Posteriormente el vaivén de las expectativas sobre un próximo movimiento en la tasa de referencia



de EE.UU. recobró la atención de los mercados. Hacia la mitad del mes, la minuta de la más reciente reunión de la Reserva Federal (Fed) fue interpretada como más restrictiva entre los participantes de los mercados, lo que se reflejó en un incremento de la probabilidad implícita en el mercado de futuros de un alza de la tasa de fondos federales en la próxima reunión de junio de la Fed. De hecho, esta probabilidad pasó de 4.0 a 33.0% después de publicada la minuta. Sin embargo, esto fue transitorio, pues la sorpresa negativa del dato de creación de empleo en EE.UU. en mayo (37mil vs 160 mil esperado por el mercado) redujo nuevamente esta probabilidad al 3.0%. En este contexto los movimientos entre clases de activos fueron diferenciados.

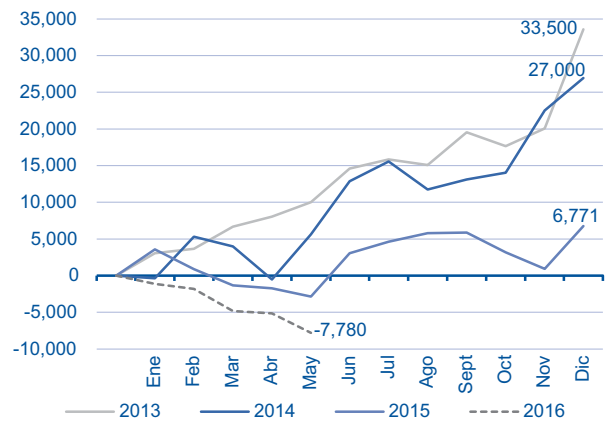
Los mercados accionarios terminaron al alza el mes de mayo y en su mayoría lograron recuperar las pérdidas registradas durante la primera mitad del mes, apoyados en la percepción de que una posible alza de la tasa de interés es indicio de que la economía norteamericana continúa con su recuperación. Al final de la primera semana de junio esto se puso en duda y se registraron pérdidas ante el pobre dato de empleo de EE.UU. No obstante en el periodo del 29 de abril al 3 de junio buena parte de los mercados accionarios conservaron sus ganancias: el *benchmark* accionario a nivel global (MSCI World) ganó 0.4%, el S&P500 avanzó 1.6%, mientras que el Índice de Precios y Cotizaciones (IPyC) de la Bolsa Mexicana de Valores terminó prácticamente sin cambios respecto al final de abril. Por el contrario, las mayores probabilidades de un movimiento al alza de la Fed en mayo predominaron y fortalecieron al dólar frente a la mayoría de las divisas a nivel global. En particular, entre el 29 de abril y el 3 de junio, el peso se depreció 7.6% frente al dólar, la mayor depreciación entre las divisas emergentes, para cerrar la primera semana de junio entorno a los 18.60 pesos por dólar. Cabe señalar que durante este periodo se observaron intervalos en los que la diferenciación negativa del peso se exacerbó y nuevamente mostró una relación asimétrica con los movimientos del petróleo. Uno de estos intervalos se puede situar durante los primeros once días del mes de mayo, en los que la correlación entre el peso y el precio del petróleo se debilitó y a pesar de que el precio del energético cayó 1.1% el peso retrocedió 4.5%. El segundo tuvo lugar el viernes 4 de junio, cuando a pesar de que la sorpresa negativa del dato de empleo en EE.UU. el dólar se debilitó en 1.5% frente al promedio de divisas emergentes (el Rand sudafricano tuvo una apreciación de 3.2% durante el día), el peso sólo se apreció 0.5%, influido esta vez por una baja del precio del petróleo. De esta manera el peso se mantiene débil derivado tanto de un entorno volátil, como de un comportamiento errático durante ciertos periodos que hacen pensar en la persistencia de posibles factores idiosincráticos (e.g. situación financiera de PEMEX, ataques especulativos dada su alta liquidez) que lo afectan.

Gráfica 3.42  
**Desempeño de divisas emergentes, LatAm y MXN (índice 29 abril = 100)**



Información para LatAm y Mercados emergentes con base en los índices de JP Morgan.  
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.43  
**Cambio acumulado de la tenencia de CETES y Bonos M por parte de extranjeros (USD millones)**

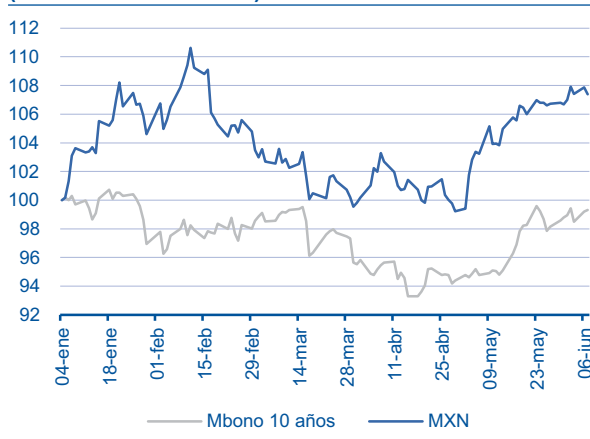


Con información al 19 de mayo de 2016.  
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Si bien el tipo de cambio ha sido la variable más afectada por entorno externo, durante el mes de mayo se registró una relevante caída de la tenencia de instrumentos gubernamentales por parte de extranjeros. De hecho, se observó que durante los primeros 10 días del mes, periodo en que el peso se diferenció negativamente respecto a las divisas de otros mercados emergentes, la reducción en la tenencia fue de mayor magnitud. En el caso de los Mbonos la caída en la tenencia durante los primeros 20 días de mayo ascendió a USD 1,400 millones (-USD 1,163 millones durante los primeros 10 días del mes y -USD 238 durante los últimos 10 días), una reducción no vista prácticamente en los últimos cinco años. Para los CETES la caída fue de USD 1,240 millones (- USD 681 millones en los primeros 10 días del mes y -560 los días restantes), lo que sugiere que la caída en este mes podría ser menor de los USD 3,000 de reducción el mes pasado. En el acumulado del año la tenencia de extranjeros en CETES y Mbonos se ha reducido en USD 7,780 millones, algo no observado en los años recientes. Este tema reviste de importancia dado que ante el mayor déficit en la cuenta corriente, derivado en buena medida por la caída de los precios del petróleo, el equilibrio de las cuentas externas depende más de los flujos de capital tanto de inversión extranjera directa como de cartera.

Gráfica 3.44

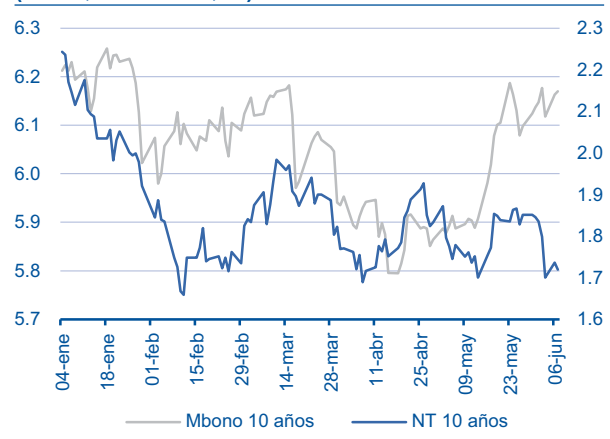
**Mbono a 10 años y tipo de cambio (Índice 4 ene 16 = 100)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.45

**Tasas de bonos gubernamentales a 10 años (Plazo, constante, %)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Este contexto más adverso, de salidas de flujos de extranjeros de Mbonos durante mayo (- USD 1,401 millones) se ha reflejado en un repunte de las tasas de interés de largo plazo. A diferencia del episodio de aversión al riesgo de inicios de año en el que el peso mexicano (MXN) se depreció significativamente y la tasa de rendimiento del Mbono a 10 años disminuyó, en el actual episodio, si bien el movimiento del MXN es más acusado, tanto éste como la tasa de interés gubernamental a 10 años se han movido ahora en la misma dirección (véase gráfica 3.44). En el primer episodio, el MXN se depreció 8.8% mientras que la tasa del Mbono a 10 años disminuyó 17pb. En contraste, en el actual episodio, entre el cierre de abril y el 7 de junio, la depreciación del MXN ha sido similar (8.2% vs. 8.8%) pero ahora el comportamiento del Mbono a 10 años ha sido completamente diferente. En el actual episodio, la tasa de dicho bono ha aumentado 31pb, equivalente a 5.2%, lo que compara con la depreciación del peso de 8.2% en el mismo lapso. En suma, si bien el nivel actual (con datos al 7 de junio) de la tasa del Mbono a 10 años es similar al de inicios de año (6.17% vs. 6.21%), lo cual sugiere una cierta estabilidad de las tasas de interés de largo plazo al enfrentar dos episodios de aversión al riesgo en lo que va del año, se tiene ahora que el comportamiento durante ambos episodios muestra diferencias importantes.

No obstante, al menos parcialmente estas diferencias en la evolución reciente de la tasa del Mbono a 10 años podrían estar respondiendo a los movimientos de otros de sus determinantes importantes, como lo son las tasas de interés de largo plazo en EE.UU., en particular la de la Nota del Tesoro a 10 años (NT a 10 años), y las expectativas de política monetaria en México. Mientras que el primer episodio la tasa de interés a 10 años de EE.UU. disminuyó 49 pb (de 2.24% a 1.75%), influida principalmente por el significativo ajuste a la baja en las expectativas de aumento en la tasa de fondos federales para 2016, se tiene ahora que durante el segundo episodio ha disminuido solo 11pb (de 1.83% a 1.72%) y ha mostrado movimientos alcistas a lo largo de este lapso, a diferencia del primero cuando la tendencia se mantuvo bajista durante prácticamente todo el periodo. Por su parte, el aumento en la tasa del Mbono a 10 años en el segundo episodio coincide con el aumento en la tasa del SWAP TIIE a 3 meses, es decir, es consistente con la creciente percepción de que el Banco de México podría subir su tasa de referencia en el futuro cercano.

Dicho esto, en todo caso, los movimientos de la tasa del Mbono a 10 años se han disociado de los de la tasa de la NT a 10 años, lo que parece sugerir que los movimientos recientes de salidas de flujos parecen estar influyendo negativamente la trayectoria de la tasa del Mbono a 10 años, tomando en cuenta que una de las principales razones del cambio en las expectativas de política monetaria en México ha sido la debilidad del peso. Así, aunque el promedio de la tasa de interés del Mbono a 10 años en lo que va del segundo trimestre del año (5.97%) es menor que la observada en el primer trimestre de 2016 (6.12%). La dinámica reciente de estas tasas de interés sugiere un deterioro cualitativo al que habrá que estar atentos en los próximos meses.

Hacia adelante esperamos que el tipo de cambio muestre una limitada apreciación hacia niveles alrededor de los 18ppd. Esto con base en un escenario de estabilización del precio del petróleo durante la segunda mitad del año, un mayor dinamismo de la actividad manufacturera en los EE.UU., una reducción de los niveles de volatilidad respecto a los actuales y la ausencia de episodios de diferenciación negativa como los observados recientemente. No obstante, es importante advertir que los riesgos están sesgados al alza, sobre todo durante las próximas semanas, ante los diversos eventos que pueden provocar incertidumbre en los mercados financieros (e.g. decisión de la Fed en junio, referéndum Reino Unido).

En el caso de las tasas de interés de largo plazo, seguimos pensando que el espacio de subida es limitado y que al disiparse la aversión al riesgo los movimientos volverán a asociarse a los de las tasas de interés de largo plazo de EE.UU. Así, mantenemos nuestra expectativa de que el rendimiento del Mbono a 10 años podría ubicarse ligeramente por debajo de 6.5% al cierre de este año. No obstante, la evolución reciente en materia de flujos, y la posibilidad de un aumento en la tasa de interés de referencia en los próximos meses, le imprimen un sesgo alcista a dicha previsión. Como se mencionó anteriormente, la mayor dependencia de los flujos de capital para financiar el déficit en cuenta corriente convierten este tema en uno de particular relevancia. Un contexto más adverso en términos externos tendría efectos adversos no solo sobre la dinámica de las tasas de interés de largo plazo, sino también sobre la percepción de riesgo del país.

## 4. Previsiones

Cuadro 4.1

### Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2013	2014	2015	2016	2017
Estados Unidos	1.5	2.4	2.4	2.5	2.4
UEM	-0.2	0.9	1.5	1.6	1.9
Alemania	0.4	1.6	1.4	1.7	1.8
Francia	0.7	0.2	1.2	1.3	1.6
Italia	-1.8	-0.3	0.6	1.0	1.4
España	-1.7	1.4	3.2	2.7	2.7
Reino Unido	2.2	2.9	2.3	1.8	1.9
América Latina *	2.6	0.7	-0.5	-1.0	1.7
México	1.6	2.3	2.5	2.6	2.6
Brasil	3.0	0.1	-3.9	-3.0	0.9
EAGLES **	5.5	5.2	4.6	4.7	4.9
Turquía	4.2	3.0	4.0	3.9	3.9
Asia-Pacífico	5.8	5.6	5.5	5.3	5.1
Japón	1.5	0.0	0.5	0.8	0.8
China	7.7	7.3	6.9	6.4	5.8
Asia (exc. China)	4.3	4.2	4.3	4.4	4.5
Mundo	3.3	3.4	3.1	3.2	3.4

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 6 de mayo de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.2

### Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2013	2014	2015	2016	2017
Estados Unidos	1.5	1.6	0.1	1.3	2.0
UEM	1.4	0.4	0.0	0.2	1.3
Alemania	1.6	0.8	0.1	0.0	1.2
Francia	1.0	0.6	0.1	0.1	1.3
Italia	1.2	0.2	0.1	0.1	1.3
España	1.4	-0.2	-0.5	-0.3	1.7
Reino Unido	2.6	1.5	0.1	0.7	1.6
América Latina *	9.2	12.7	17.5	32.9	34.4
México	3.8	4.0	2.7	2.7	3.2
Brasil	6.2	6.3	9.0	8.6	5.2
EAGLES **	5.2	4.5	4.4	4.2	4.1
Turquía	7.5	8.9	7.7	8.1	7.8
Asia-Pacífico	4.0	3.3	2.2	2.7	3.1
Japón	1.6	2.7	0.8	0.7	1.5
China	2.6	2.0	1.4	2.3	2.7
Asia (exc. China)	5.1	4.4	2.9	3.0	3.5
Mundo	4.2	3.9	3.8	5.0	5.4

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 6 de mayo de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.3

## Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2014	2015	2016	2017	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
<b>Indicadores Macroeconómicos</b>												
PIB (variación % real)	2.4	2.4	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	0.6	3.9	2.0	1.4	0.8	<b>4.5</b>	<b>3.8</b>	<b>3.3</b>
Consumo personal (var. % real)	2.7	3.1	<b>3.0</b>	<b>2.7</b>	1.7	3.6	3.0	2.4	1.9	<b>3.6</b>	<b>4.3</b>	<b>3.2</b>
Consumo gobierno (var. % real)	-0.6	0.7	<b>1.6</b>	<b>0.8</b>	-0.1	2.6	1.8	0.1	1.2	<b>2.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>
Inversión fija bruta (var. % real)	5.3	4.0	<b>3.4</b>	<b>5.8</b>	3.3	5.1	3.7	0.4	-1.5	<b>8.1</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>
Construcción	5.2	5.7	<b>3.8</b>	<b>6.6</b>	7.4	8.3	-0.8	-0.1	-0.1	<b>10.4</b>	<b>8.7</b>	<b>7.0</b>
Producción industrial (var. % real anual)	2.9	0.3	<b>0.2</b>	<b>2.7</b>	2.4	0.4	0.1	-1.6	-1.6	<b>-0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>2.2</b>
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-3.0	-2.6	<b>-2.7</b>	<b>-2.8</b>	-2.7	-2.5	-2.9	-2.8	-2.7	<b>-2.8</b>	<b>-2.9</b>	<b>-2.8</b>
Inflación anual (fin de periodo)	0.8	0.7	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	-0.1	0.1	0.0	0.7	0.9	<b>1.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>
Inflación anual (promedio de periodo)	1.6	0.1	<b>1.3</b>	<b>2.0</b>	-0.1	0.0	0.1	0.5	1.1	<b>1.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>
Balance fiscal primario (% del PIB)	-2.8	-2.5	<b>-3.0</b>	<b>-3.0</b>				-2.5				<b>-3.0</b>

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.4

## Indicadores y Pronósticos México

	2014	2015	2016	2017	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
<b>Actividad Económica</b>												
<b>PIB (series desestacionalizadas)</b>												
Variación % real anual	2.3	2.5	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	2.5	2.4	2.7	2.5	2.8	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>
Por habitante en dólares	10,619	9,350	<b>8,854</b>	<b>9,540</b>	9,774	9,575	9,005	9,046	8,632	<b>8,845</b>	<b>8,883</b>	<b>9,058</b>
Miles de millones de dólares	1,271	1,131	<b>1,083</b>	<b>1,178</b>	1,183	1,159	1,086	1,108	1,055	<b>1,081</b>	<b>1,086</b>	<b>1,108</b>
<b>Inflación (% , prom.)</b>												
General	4.02	2.72	<b>2.72</b>	<b>3.23</b>	3.07	2.94	2.62	2.27	2.69	<b>2.60</b>	<b>2.73</b>	<b>2.86</b>
Subyacente	3.18	2.36	<b>2.85</b>	<b>3.08</b>	2.39	2.32	2.33	2.40	2.69	<b>2.89</b>	<b>2.91</b>	<b>2.91</b>
<b>Mercados Financieros (% , prom.)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	3.00	3.02	<b>3.73</b>	<b>4.35</b>	3.00	3.00	3.00	3.08	3.58	<b>3.75</b>	<b>3.75</b>	<b>3.83</b>
Cetes 28 días	3.00	3.25	<b>3.41</b>	<b>4.31</b>	2.94	3.01	3.05	3.04	3.55	<b>3.71</b>	<b>3.71</b>	<b>3.79</b>
TIIE 28 días	3.35	3.44	<b>3.72</b>	<b>4.66</b>	3.30	3.31	3.32	3.39	3.89	<b>4.05</b>	<b>4.05</b>	<b>4.14</b>
Bono 10 años (% , prom.)	6.01	5.94	<b>6.10</b>	<b>6.65</b>	5.66	5.96	6.05	6.10	6.12	<b>5.98</b>	<b>6.06</b>	<b>6.23</b>
<b>Tipo de cambio (prom.)</b>												
Pesos por dólar (prom.)	13.4	16.0	<b>18.2</b>	<b>17.8</b>	15.1	15.5	16.6	16.8	17.8	<b>17.9</b>	<b>18.4</b>	<b>18.2</b>
<b>Finanzas Públicas</b>												
*RFSP (% del PIB)	-4.6	-4.1	<b>-3.5</b>	<b>-3.0</b>	-	-	-	-4.1	-	-	-	<b>-3.5</b>
<b>Sector Externo<sup>3</sup></b>												
Balanza comercial (mmd)	-2.8	-14.5	<b>-17.5</b>	<b>-21.0</b>	-2.2	-1.9	-6.5	-3.9	-4.7	<b>-4.2</b>	<b>-6.5</b>	<b>-5.2</b>
Cuenta corriente (mmd)	-24.8	-32.4	<b>-33.7</b>	<b>-37.0</b>	-8.9	-7.6	-8.2	-7.7	-8.6	<b>-8.6</b>	<b>-7.5</b>	<b>-9.0</b>
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.0	-2.9	<b>-3.1</b>	<b>-3.1</b>	-3.0	-2.6	-3.0	-2.8	-3.2	<b>-3.2</b>	<b>-2.8</b>	<b>-3.3</b>
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.5	4.3	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>	4.5	4.4	4.4	4.0	3.7	<b>3.4</b>	<b>3.8</b>	<b>3.1</b>
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.8	4.4	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	4.4	4.4	4.3	4.4	4.5	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>

Continúa en la siguiente página

## Indicadores y Pronósticos México

	2014	2015	2016	2017	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
<b>Demanda Agregada <sup>4</sup> (Var % anual, desestacionalizada)</b>												
Demanda Agregada Total	3.1	3.2	<b>2.9</b>	<b>3.7</b>	3.5	3.2	3.5	2.5	3.8	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>
Demanda interna	1.9	1.2	<b>2.2</b>	<b>2.8</b>	0.7	1.2	1.4	1.6	3.2	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.5</b>
Consumo	1.9	3.0	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	3.3	2.7	2.8	3.4	3.1	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.7</b>
Privado	1.8	3.1	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	3.3	2.6	3.1	3.5	3.3	<b>3.5</b>	<b>3.4</b>	<b>3.0</b>
Público	2.4	2.4	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	3.3	2.7	1.4	2.2	1.5	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>
Inversión	2.8	3.9	<b>1.7</b>	<b>3.5</b>	5.9	5.0	3.9	0.9	2.2	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>2.5</b>
Privada	4.7	6.3	<b>4.0</b>	<b>5.9</b>	8.0	6.4	7.3	3.6	5.2	<b>3.8</b>	<b>3.1</b>	<b>4.0</b>
Pública	-4.5	-6.5	<b>-9.2</b>	<b>-9.3</b>	-2.8	-1.3	-10.4	-11.3	-11.8	<b>-11.7</b>	<b>-7.8</b>	<b>-5.0</b>
Demanda Externa	7.0	9.1	<b>5.1</b>	<b>6.4</b>	12.5	9.2	9.9	5.1	5.4	<b>4.9</b>	<b>4.5</b>	<b>5.6</b>
Importaciones	5.9	5.1	<b>4.0</b>	<b>7.1</b>	6.6	5.6	5.8	2.4	6.7	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>3.6</b>
<b>PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)</b>												
Primario	4.4	0.5	<b>4.0</b>	<b>2.4</b>	2.7	0.4	-0.5	-0.8	2.7	<b>5.7</b>	<b>4.0</b>	<b>3.7</b>
Secundario	2.7	1.0	<b>1.0</b>	<b>1.7</b>	1.7	0.7	1.2	0.3	1.9	<b>0.1</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>
Minería	-1.5	-5.7	<b>-2.6</b>	<b>-0.4</b>	-5.4	-7.9	-5.6	-4.0	-3.6	<b>-3.6</b>	<b>-2.6</b>	<b>-0.6</b>
Electricidad	8.2	4.1	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>	6.6	2.5	3.6	3.6	1.7	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>	<b>2.9</b>
Construcción	1.9	2.7	<b>1.3</b>	<b>1.9</b>	4.7	3.2	3.2	-0.3	3.8	<b>0.2</b>	<b>1.1</b>	<b>0.2</b>
Manufactura	4.1	2.6	<b>1.5</b>	<b>2.8</b>	3.7	2.6	2.9	1.3	1.3	<b>1.0</b>	<b>1.6</b>	<b>2.3</b>
Terciario	1.8	3.3	<b>3.5</b>	<b>2.8</b>	2.9	3.2	3.4	3.7	3.7	<b>4.0</b>	<b>3.5</b>	<b>2.7</b>
Comercio	3.1	4.5	<b>3.8</b>	<b>2.6</b>	5.9	3.6	4.7	3.9	2.4	<b>5.7</b>	<b>4.1</b>	<b>2.9</b>
Transporte, correos y almacenamiento	3.1	3.5	<b>2.2</b>	<b>2.8</b>	3.4	3.1	4.1	3.4	1.7	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>
Información en medios masivos	0.2	10.0	<b>9.6</b>	<b>8.3</b>	5.3	4.6	11.6	18.7	11.7	<b>9.2</b>	<b>9.0</b>	<b>8.8</b>
Servicios financieros y de seguros	-0.8	0.9	<b>4.9</b>	<b>3.8</b>	-0.6	-0.4	1.9	2.8	6.5	<b>4.9</b>	<b>3.8</b>	<b>4.3</b>
Serv. inmob. y alquiler de b. muebles e int.	2.0	2.3	<b>3.3</b>	<b>2.5</b>	1.8	3.1	2.3	2.2	2.3	<b>3.7</b>	<b>4.5</b>	<b>2.9</b>
Serv. profesionales, científicos y técnicos	1.3	3.8	<b>5.2</b>	<b>2.0</b>	2.6	5.8	3.0	3.9	7.8	<b>5.4</b>	<b>5.5</b>	<b>2.4</b>
Dirección de corporativos y empresas	7.2	1.9	<b>3.7</b>	<b>1.3</b>	-1.9	1.0	4.8	3.9	4.7	<b>4.0</b>	<b>3.9</b>	<b>2.2</b>
Serv. apoyo a neg., serv. de remediación	-0.1	1.0	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>	2.2	0.4	0.7	0.8	2.7	<b>2.3</b>	<b>0.7</b>	<b>1.1</b>
Servicios educativos	0.1	0.7	<b>0.9</b>	<b>0.1</b>	0.1	0.7	0.3	1.7	1.1	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>
Servicios de salud y de asistencia social	-0.6	1.3	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	1.1	1.6	1.2	1.4	0.3	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>
Serv. de esparcimiento, culturales y depor.	-1.4	4.7	<b>3.5</b>	<b>2.4</b>	3.4	6.0	4.5	4.8	3.8	<b>3.5</b>	<b>4.1</b>	<b>2.8</b>
Serv. alojam. temp. y prep. de alim. y beb.	2.9	5.8	<b>6.0</b>	<b>4.8</b>	3.7	4.8	7.0	7.8	6.3	<b>8.0</b>	<b>6.8</b>	<b>3.0</b>
Otros serv. exc. actividades del gobierno	1.6	2.4	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	3.1	1.6	1.3	3.4	6.4	<b>0.6</b>	<b>1.7</b>	<b>0.8</b>
Actividades del gobierno	1.9	2.6	<b>-2.0</b>	<b>1.9</b>	5.2	4.0	1.0	0.5	-3.1	<b>-1.4</b>	<b>-2.7</b>	<b>-1.0</b>

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

3: Acumulado, últimos 12 meses

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

mmd: miles de millones de dólares

dpb: dólares por barril

\*RFSP: Requerimientos Financieros del Sector Público

nd: no disponible

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research con datos de Buró del Censo, Reserva Federal, Buró de Estadísticas Laborales, Banxico, INEGI y SHCP

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

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

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

Esta publicación ha sido elaborada por la unidad macro de México:

**Economista Jefe**

Carlos Serrano  
carlos.serrano@bbva.com

Javier Amador  
javier.amador@grupobbva.com

Iván Martínez  
ivan.martinez.2@bbva.com

Fco. Javier Morales  
francisco.morales@bbva.com

Arnulfo Rodríguez  
arnulfo.rodriguez@bbva.com

Con la colaboración:  
Escenarios Económicos

**BBVA Research**

**Economista Jefe del Grupo**  
Jorge Sicilia

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

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

**Europa**  
Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

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

**Economías Emergentes:**

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

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

**México**  
Carlos Serrano  
carlos.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  
jselaive@bbva.com

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

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

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

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

**Sistemas Financieros**  
Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

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

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

**Regulación Digital**  
Alvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Áreas Globales:**

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

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

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

**BBVA Research Mexico**  
Paseo de la Reforma 510  
Colonia Juárez  
C.P. 06600 Ciudad de México  
Publicaciones:  
Correo electrónico: bbvaresearch\_mexico@bbva.com

Otras publicaciones:

