



**BBVA** | Research

# Situación México

1° TRIMESTRE DE 2018 | UNIDAD DE MÉXICO

**BBVA Bancomer**

## Índice

<b>1. En resumen</b>	<b>3</b>
<b>2. El crecimiento global se reafirma</b>	<b>5</b>
<b>3. En 2017 la economía creció 2.3% con cifras ajustadas por estacionalidad</b>	<b>12</b>
<b>4. Tras el aumento transitorio en 4T17, la inflación retoma su tendencia descendente en 1T18 como preveíamos</b>	<b>24</b>
<b>5. Previsiones</b>	<b>35</b>

Fecha de cierre: **23 de febrero de 2018**

## 1. En resumen

El crecimiento de la economía mundial se ha consolidado a finales de 2017 en tasas bastante sólidas, reflejando mejores resultados en todas las grandes áreas y mostrando signos de que va a mantener su buena salud en los próximos trimestres. El apoyo de la política económica, sobre todo en las economías desarrolladas, ha tenido finalmente un impacto claro en la economía real, con una recuperación de la inversión que ha ganado tracción apoyada por el aumento de la demanda y el comercio global, que a su vez sigue impulsando la recuperación del sector industrial. Por su parte, el consumo privado sigue mostrando su buen comportamiento en las economías avanzadas y ha ido ganando impulso en las economías emergentes. Además, las perspectivas y la confianza en muchas de estas últimas se han visto favorecidas por el aumento del precio de las materias primas, así como por los mercados financieros, que continúan propiciando la llegada de capitales. De este modo, los indicadores de confianza continuaron mejorando, tanto por el buen desempeño económico como por la reducción de los riesgos a corto plazo, y anticipan la continuidad de un panorama positivo. Este entorno de mayor crecimiento y aumento de la demanda ha venido acompañado hasta ahora por una inflación moderada, a pesar de las medidas expansivas de los principales bancos centrales y de la gradual reducción de la capacidad ociosa en las economías desarrolladas.

En México, mantenemos sin cambio nuestra previsión para el crecimiento de 2018 en 2.0%, impulsado por el consumo privado que se fortalece ante un entorno de menor inflación, y la consolidación de las exportaciones impulsada por un mejor desempeño del sector industrial en EE.UU., especialmente las actividades manufactureras. En 2017 la economía creció 2.3%, lo anterior como resultado de un rebote en el crecimiento en el cuarto trimestre, de 0.8%, impulsado por el comercio y los servicios que mostraron una rápida recuperación tras los sismos de septiembre, y las actividades primarias que registraron un mayor dinamismo en el 4T17. La manufactura comienza a mostrar signos de recuperación, después de registrar lento dinamismo en los primeros tres trimestres del año.

En 2017 el balance primario del sector público por primera vez resultó positivo desde 2008, al registrar un monto de 310.2 mil millones de pesos vs. -25.0 mil millones de pesos en 2016. De continuar este manejo disciplinado de las finanzas del gobierno federal y de otros organismos y empresas del Estado durante 2018, se materializará el cumplimiento de la meta de 0.8% del PIB para el superávit primario de todo el sector público. El saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP), el indicador más amplio de la deuda pública, se ubicó en 46.2% vs. 48.7% del PIB al final de 2017 y 2016, respectivamente. Es importante mencionar que el SHRFSP (% del PIB) no había registrado un descenso desde 2007.

La disminución en el déficit de cuenta corriente en 2017 por 4.0 mil millones de USD (en comparación con 2016) se debió principalmente a la significativa reversión en el saldo de la balanza de mercancías no petroleras, el cual pasó de registrar un déficit de 377 millones de USD a un superávit de 7.5 mil millones de USD. Lo anterior obedece en gran medida al mayor

impulso externo proveniente de la recuperación de la producción manufacturera en EE.UU. durante 2017. En lo referente a la balanza comercial, su déficit pasó de 13.1 mil millones de USD en 2016 a 10.9 mil millones de USD en 2017. Este menor déficit se explica principalmente por la reducción sustancial en el déficit de la balanza comercial manufacturera, el cual cayó de 6.8 mil millones de USD a 0.3 mil millones de USD entre 2016 y 2017. Para 2018 estimamos que el déficit de la balanza comercial se ubique en 13.2 mil millones de USD.

Tras el aumento transitorio en 4T17, la inflación retoma su tendencia descendente en 1T18 como preveíamos. Los datos de las tres primeras quincenas del año (las dos de enero y la primera de febrero) indican claramente que tanto la inflación general como la subyacente se están moderando, y sugieren que, como preveíamos, la interrupción en la tendencia a la baja de la inflación durante 4T17 será solo transitoria. El cambio de tendencia de la inflación en 1T18 obedece principalmente al gradual desvanecimiento de los dos principales choques a los que estuvo expuesta en 2017, i.e., el aumento de los precios energéticos en enero y la considerable depreciación adicional del peso ante el resultado de las elecciones en EE.UU. que provocó un aumento en el ritmo de *pass-through* a las mercancías.

La inflación continuará disminuyendo a buen ritmo; los riesgos para la inflación continúan sesgados al alza, pero se han moderado. Prevemos que tanto la inflación general como la subyacente continuarán disminuyendo a buen ritmo durante todo 2018. Anticipamos que la inflación general y subyacente se ubicarán por debajo de 5.0% y 4.0%, respectivamente, en abril, y por debajo del 4.0% (en 3.8%) y 3.5% (en 3.3%), respectivamente, a fin de año, por debajo del límite superior de variabilidad del objetivo del banco central.

En este contexto, se acerca el fin del ciclo de subida de tasas. Hacia delante, Banxico mantendrá este enfoque preventivo en el corto plazo, pero creemos que Banxico solo considerará aumentar la tasa monetaria una sola ocasión más y que tras hacerlo se sentirá más cómodo con la inflación disminuyendo a buen ritmo, con las expectativas de mediano y largo plazo ancladas, las de 12 meses moderándose, y posiblemente las de fin de año disminuyendo marginalmente. Además, los aumentos en tasas ya observados han llevado a la tasa de referencia a un nivel restrictivo.

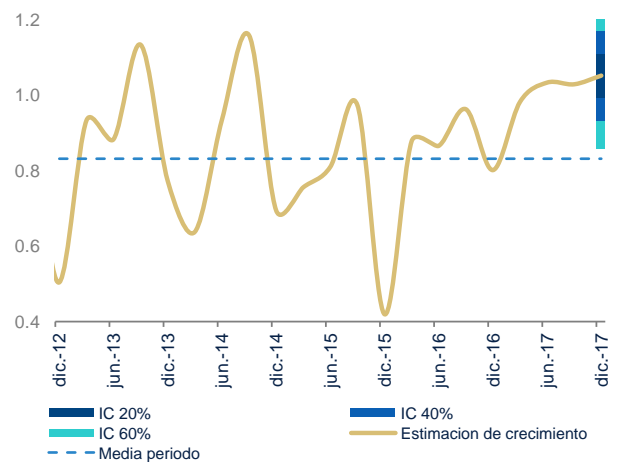
El principal riesgo continúa asociado al proceso de renegociación del TLCAN. Los lentos avances, de extenderse en el tiempo, seguirán retrasando la recuperación de la inversión y afectando el tipo de cambio. De hecho, la incertidumbre que rodea a un posible TLCAN 2.0 ha evitado una mayor apreciación del peso. Esta semana empezó la séptima ronda de negociación. Las expectativas son bajas; no son previsibles grandes avances. Continuarán cerrándose capítulos no controvertidos, pero difícilmente habrá acercamientos importantes en los temas cruciales puestos sobre la mesa por EE.UU.: las reglas de origen en el sector automotriz, la cláusula de terminación automática cada cinco años, y la resolución de controversias. Tanto México como Canadá saben que no se alcanzará un TLCAN 2.0 sin cambios en las reglas de origen del sector automotriz, y de momento, EE.UU. no muestra flexibilidad. Los riesgos de ruptura siguen disminuyendo, pero los de una negociación prolongada han aumentado.

## 2. El crecimiento global se reafirma

### Crecimiento global robusto y sostenido en 2017

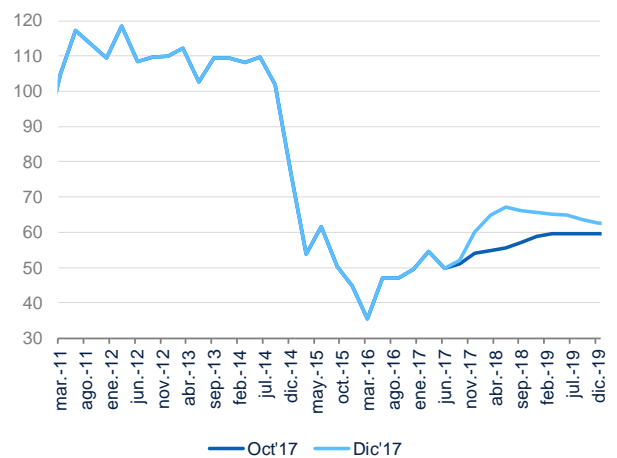
El crecimiento de la economía mundial se ha consolidado a finales de 2017 en tasas bastante sólidas, en torno al 1% t/t (Gráfica 2.1), reflejando mejores resultados en todas las grandes áreas y mostrando signos de que va a mantener su buena salud en los próximos trimestres. El apoyo de la política económica, sobre todo en las economías desarrolladas, ha tenido finalmente un impacto claro en la economía real, con una recuperación de la inversión que ha ganado tracción apoyada por el aumento de la demanda y el comercio global, que a su vez sigue impulsando la recuperación del sector industrial. Por su parte, el consumo privado sigue mostrando su buen comportamiento en las economías avanzadas y ha ido ganando impulso en las economías emergentes. Además, las perspectivas y la confianza en muchas de estas últimas se han visto favorecidas por el aumento del precio de las materias primas (Gráfica 2.2), así como por los mercados financieros, que continúan propiciando la llegada de capitales. De este modo, los indicadores de confianza continuaron mejorando, tanto por el buen desempeño económico como por la reducción de los riesgos a corto plazo, y anticipan la continuidad de un panorama positivo. Así, el crecimiento mundial **podría haberse acelerado alrededor de cuatro décimas hasta 3.7% en 2017**, alrededor de dos décimas más de lo previsto hace tres meses.

**Gráfica 2.1** Crecimiento PIB mundial (t/t, %)   
 Previsiones basadas en BBVA-GAIN



Fuente: BBVA Research

**Gráfica 2.2** Precio barril de Brent (Dólares)



Fuente: BBVA Research

Durante los últimos tres meses ha habido **más razones para mantener cierto optimismo en las grandes áreas**. En EE.UU., la recuperación se ha ido afianzando a lo largo del año con tasas de crecimiento algo por encima de lo esperado, mientras que el mercado de trabajo siguió mejorando. La reforma fiscal ha sido finalmente aprobada, lo que podría alargar

la recuperación cíclica aunque no vaya a tener efectos muy significativos a largo plazo. Asimismo, los recientes nombramientos en la Fed apuntan a una política monetaria continuista, lo que se debería reflejar en una normalización muy gradual de la misma. En China, las medidas aprobadas por las autoridades han conseguido estabilizar la economía a la vez que se han puesto en marcha algunas reformas estructurales y se ha aprobado una estrategia económica más centrada en controlar los desequilibrios y menos en cumplir los objetivos de crecimiento. Finalmente, en la Eurozona se ha registrado un crecimiento de la actividad mayor de lo esperado en 2017, apoyado en la mejora del entorno global y en una demanda interna más robusta, que se está beneficiando de la menor incertidumbre política.

Este entorno de mayor crecimiento y aumento de la demanda ha venido acompañado hasta ahora por una **inflación moderada**, a pesar de las medidas expansivas de los principales bancos centrales y de la gradual reducción de la capacidad ociosa en las economías desarrolladas. Siguen, por tanto, las dudas sobre si los factores que subyacen a la debilidad de la inflación son de carácter transitorio o permanente, si bien la globalización, la flexibilización de los mercados de trabajo, las bajas expectativas de inflación o el contenido aumento de la productividad podrían estar detrás de la menor reacción de los precios al aumento de la actividad y de que siga sin haber señales claras de acumulación de presiones inflacionarias, al menos de momento. El mayor crecimiento y el aumento del precio del petróleo deberían presionar al alza la inflación en el corto plazo, facilitando el **avance en la normalización de los bancos centrales en las economías desarrolladas**, mientras que muchos de los de las **economías emergentes tienen aún margen de maniobra para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento**.

## Optimismo en los mercados financieros en plena normalización de los bancos centrales

**El tono optimista ha sido la tónica generalizada en los mercados financieros** durante el último trimestre de 2017. En ausencia de choques globales negativos, los fundamentales han seguido apoyando la toma de riesgo por parte de los inversores (Gráfica 2.3). En particular, la notable mejora del entorno económico se ha sumado a unas condiciones financieras todavía muy acomodaticias -por la abundante liquidez en el sistema y las todavía bajas tasas de interés-, contribuyendo a mantener la volatilidad en mínimos históricos y dando un nuevo impulso a los activos de riesgo (es el caso de la deuda periférica o los activos de países emergentes). Ello está generando **crecientes dudas sobre una potencial sobrevaloración de algunos activos**, entre ellos la renta variable de países desarrollados, que ha mantenido su tendencia alcista. El **aplanamiento de la pendiente de la curva estadounidense**, debido a las bajas tasas de interés de largo plazo y a que las tasas cortas se están ajustando al alza en respuesta a las decisiones de política monetaria, es otro de los interrogantes que dejan los mercados de cara a 2018.

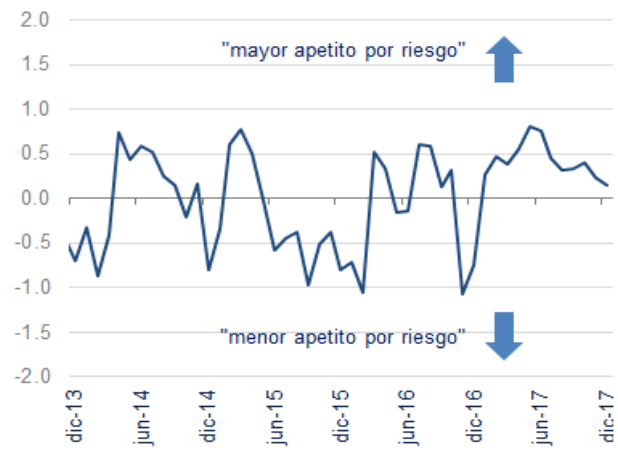
En lo que respecta a los **bancos centrales**, **no ha habido sorpresas**. Eso sí, **el escenario económico de fuerte ritmo de crecimiento viene a avalar de forma cada vez más clara la normalización de la política monetaria**. De hecho, este mayor optimismo también se ha materializado en la revisión al alza de las previsiones de los principales bancos centrales,

como la Fed de Estados Unidos o el BCE, y ha permitido la adopción de pasos adicionales en la retirada de los estímulos monetarios.

Así, la **Fed subió en diciembre las tasas hasta el 1.25-1.50%**, por quinta vez desde que iniciara el ciclo alcista de tasas a finales de 2015, al tiempo que **puso en marcha la reducción gradual de su balance**. La buena política de comunicación de la Fed está permitiendo transitar a esta nueva fase de la política monetaria **sin generar sobresaltos en los mercados**. Es más, mantiene su expectativa de **tres subidas de 25 puntos básicos para 2018**, lo que coincide con nuestra previsión actual, ajustada al alza –una subida adicional- tras la aprobación de la reforma fiscal y su impacto estimado en crecimiento. Hasta el momento, el dólar no ha capitalizado los cambios en las decisiones de política fiscal y monetaria (frente al euro, sigue cotizando en el entorno del 1.20)

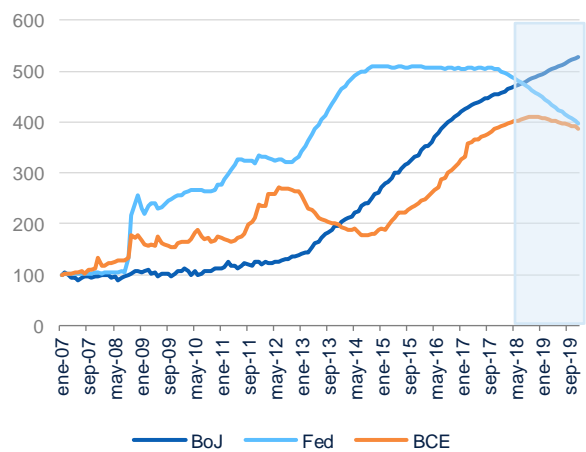
El **BCE**, según lo previsto, reducirá las compras de activos en 2018, aunque ha optado por una fórmula distinta a la de la Fed. De hecho, **recortará sustancialmente las compras (a la mitad, hasta 30 mM euros mensuales) pero, a cambio, extiende el programa hasta, al menos, septiembre**. Con todo ello, el BCE mantiene su compromiso de no subir tasas hasta bien pasado el periodo de compras de activos buscando **anclar las expectativas de tasas**. Con todo ello, **es probable que el quantitative easing (QE) del BCE no acabe hasta otoño de este año** y, por tanto, **las subidas de tasas no se produzcan hasta 2019** (en marzo la tasa depósito y en junio la tasa repo de acuerdo a nuestras previsiones). Con todo, es probable que el debate sobre la finalización del QE se intensifique en primavera.

**Gráfica 2.3** Indicador apetito por el riesgo (factor global usando flujos EPFR)



Fuente: EPFR y BBVA Research

**Gráfica 2.4** Balance de los bancos centrales (Índice 100 = Enero 2007)



Fuente: BBVA Research

**Otros bancos centrales**, como el Banco de Inglaterra o el Banco de Canadá, **están dando pasos en esta misma dirección** (con subidas puntuales de tasas), y el Banco de Japón, aunque no ha cambiado su política, ha venido moderando también el ritmo de compras de activos. En definitiva, **los mercados financieros deberán acomodarse** a un entorno monetario más “normal”: **la liquidez será menos abundante y las condiciones de financiamiento menos acomodaticias** (Gráfica 2.4).

## El crecimiento mundial tenderá a estabilizarse en 2018-19

Nuestras **previsiones apuntan a que el crecimiento global se acelerará ligeramente en 2018-19 alrededor de una décima hasta 3.8%** (Gráfica 2.5), lo que supone una revisión al alza de unas tres décimas respecto a nuestro escenario de hace tres meses. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto ahora tanto para EE.UU., como China y la Eurozona en 2018 debido fundamentalmente a la mejor evolución de la actividad en los últimos trimestres, pero también a las medidas económicas en marcha en las dos primeras áreas. En las economías de América Latina ahora esperamos una recuperación algo más fuerte este año, por la revisión al alza de la demanda global y el aumento del precio de las materias primas. A pesar de la estabilidad del crecimiento mundial previsto, **seguimos viendo cierta moderación del crecimiento en las economías desarrolladas para 2019**, mientras que en la mayoría de las economías emergentes se seguirá consolidando la recuperación. Además, **aunque menores que hace tres meses, siguen existiendo riesgos, sobre todo de carácter político**, que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados financieros.

## EE.UU.: mayor crecimiento económico en el corto plazo

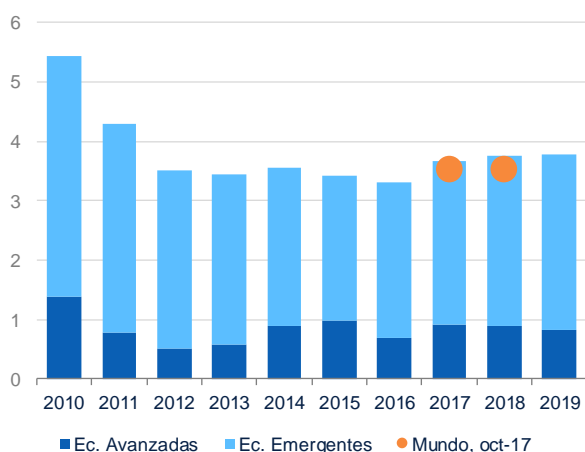
La actividad volvió a crecer **algo más de 3% en términos anualizados en el tercer trimestre de 2017**, y aunque los indicadores más recientes sugieren cierta desaceleración de la actividad en el último trimestre de 2017, ésta parece ser transitoria y debida a la finalización de las obras de reconstrucción después de los huracanes y al retraso de la inversión a la espera de algunas medidas fiscales. **Varios factores han apoyado la fortaleza reciente de la economía**. El aumento del precio del petróleo y la depreciación del dólar impulsaron la inversión, mientras que la mayor demanda global favoreció el crecimiento de las exportaciones. Además, el consumo ha crecido a un ritmo relativamente estable y sólido a pesar de la mejora más gradual del mercado de trabajo, una mayor inflación y cierto endurecimiento de las condiciones financieras. El gasto público contribuyó de manera más positiva al crecimiento después de que el Congreso acordara aumentar los topes de gasto discrecional. Con todo ello, el PIB habría aumentado **2.2% en 2017**.

La **mejora tanto de los fundamentales domésticos como de los globales** podría elevar el crecimiento en 2018 de alrededor de dos décimas, mientras que estimamos que la **reforma fiscal** podría contribuir con otras dos décimas, lo que **hace que revisemos al alza la previsión del crecimiento del PIB para 2018 hasta 2.6%** (Gráfica 2.6). El efecto de los menores impuestos a los ingresos personales no será muy grande, al afectar principalmente a los ingresos más altos, con menor propensión a consumir, por lo que el mayor impacto vendrá de la reducción impositiva a las empresas, aunque



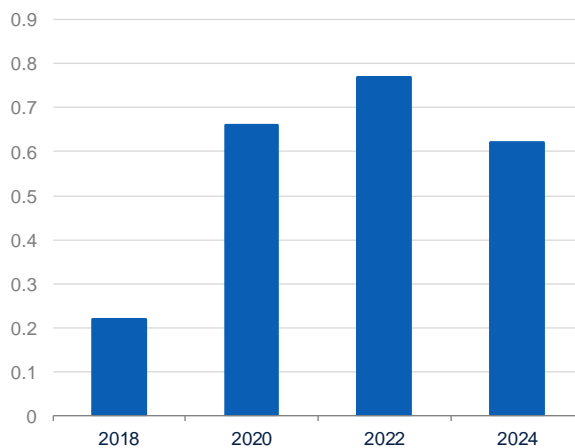
también esperamos que sea relativamente limitado dado el carácter temporal de algunas provisiones, así como por los mayores costos de financiamiento y un posible aumento del ahorro en vez de la inversión. Teniendo en cuenta todos estos factores, estimamos que el **efecto acumulado de la reforma fiscal en el nivel del PIB sería de alrededor del 0.6% hacia 2024**. Aunque la política monetaria seguirá siendo acomodaticia, la mejora de las perspectivas económicas refuerza el proceso de normalización iniciado por la Fed, por lo que esperamos que se inicie cierta moderación del crecimiento hasta el 2.5% en 2019. **A pesar de que los riesgos se han reducido, son todavía altos**, ya que sigue habiendo una elevada tensión política y continúa la amenaza de un viraje claramente proteccionista, mientras algunos activos podrían estar mostrando ciertos signos de sobrevaloración.

**Gráfica 2.5** Previsión crecimiento PIB mundial por áreas (%)



Fuente: FMI y BBVA Research

**Gráfica 2.6** Impacto de la reforma impositiva de EE.UU en PIB (%)



Fuente: BBVA Research

## China: desaceleración más moderada

Los datos más recientes apuntan a que el crecimiento de la economía se mantuvo estable en la segunda mitad del año pasado, mostrando cierta resistencia a las medidas que han ido adoptando las autoridades para atajar las vulnerabilidades financieras y buscar un desapalancamiento ordenado de la economía. Como resultado, el **crecimiento podría haberse estabilizado en 6.7% en 2017**, con una ligera desaceleración tanto del consumo como de la inversión que se habría compensado con una ligera contribución positiva de las exportaciones netas. A pesar del buen desempeño económico, **seguimos esperando una moderación del crecimiento hacia adelante, si bien algo menos intensa** de la esperada hace tres meses gracias al mejor entorno internacional y a la estrategia de política económica tras el XIX Congreso del Partido Comunista.

Los factores que subyacen a este escenario no han variado: **menor apoyo de las políticas económicas**, con una política monetaria más prudente, el endurecimiento regulatorio, la eliminación de la sobrecapacidad de las empresas y una política fiscal menos expansiva. **No obstante, la eliminación del objetivo estricto de crecimiento apunta a un mayor foco en la reducción de desequilibrios, mientras que las medidas orientadas a la apertura de la economía y las reformas estructurales deberían ayudar a mejorar el crecimiento potencial.** Ahora esperamos que el PIB se desacelere hasta el 6.3% en 2018 (tres décimas más alto de lo previsto hace tres meses), y en 2019 hasta alrededor del 6%. El aumento de los precios de las materias primas presionará al alza la inflación, tras haberse mantenido moderada a finales del año pasado, si bien se compensarán en parte por una divisa algo más fuerte y por el endurecimiento regulatorio. Así, esperamos una aceleración de la inflación en 2018 hasta el 2.3% (desde el 1.7% del año pasado) y que continuaría en 2019 hasta el 2.5%. Como resultado, **el banco central mantendrá la tasa de interés de referencia este año**, recayendo la cautela y la prudencia de la política monetaria sobre las herramientas regulatorias y macroprudenciales.

La estrategia de las autoridades y la desaceleración más gradual del crecimiento han **reducido los riesgos domésticos en el corto plazo**, pero siguen siendo elevados en el mediano plazo, y a ellos se suman los riesgos externos ligados al aumento del proteccionismo.

## Eurozona: revisión al alza del crecimiento, pero moderándose en 2018-19

La **recuperación de la economía de la zona euro se ha consolidado a lo largo de 2017** y ha sorprendido positivamente, creciendo el PIB a un ritmo relativamente estable de alrededor del 0.6% trimestral, y siendo más equilibrado por componentes y generalizado por países. **La fortaleza de la demanda interna y la aportación positiva de las exportaciones netas han permitido una aceleración del crecimiento del área en seis décimas hasta el entorno del 2.4% en 2017.**

Hacia adelante, el buen momento económico podría prolongarse, si bien parece difícil mantener este fuerte momento cíclico, claramente por encima del crecimiento potencial, en todo el horizonte de previsión. Con todo, **los datos recientes, junto con el aumento de la demanda global y la reducción de la incertidumbre, nos ha llevado a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB en 2018 en cuatro décimas, hasta el 2.2%**, mientras que estimamos un crecimiento de 1.8% en 2019.

La menor incertidumbre tras los resultados electorales del año pasado junto con el aumento de los beneficios empresariales apuntalará la **recuperación de la inversión, aunque se moderará algo en 2018-19** tras el fuerte crecimiento observado en los últimos dos años y medio. También se beneficiará del **impulso de las exportaciones**, si bien podrían ir desacelerándose debido a la fortaleza del euro y la estabilización del crecimiento mundial. Por otro lado, la creación de empleo perderá algo de fuerza (alrededor del 1% en 2018-19 tras 1.6% en 2017), pero sustentará el ingreso disponible de los hogares y un **crecimiento sólido del consumo privado.**

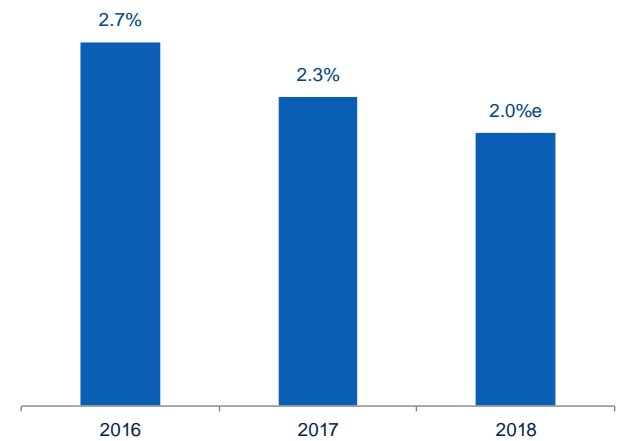
La inflación se moderó en el tramo final del año por los efectos base de los precios de la energía, y es probable que se prolongue en los primeros meses de este año para llevar la inflación general hasta tasas de alrededor del 1%. No obstante, **ahora esperamos unos precios del barril del Brent alrededor de 16% más altos este año** que lo que preveíamos hace tres meses, por lo que dicho efecto base debería ir desvaneciéndose a partir de marzo **y nos ha llevado a revisar la previsión de la inflación general al alza en tres décimas hasta el 1.5% para 2018** y el 1.6% en 2019. Para la **inflación subyacente seguimos esperando un aumento gradual hasta el 1.3% en 2018 y el 1.6% en 2019**, empujada por la fortaleza de la demanda doméstica, la mejora del mercado de trabajo y la desaparición de la capacidad ociosa de la economía.

Los **riesgos domésticos en el conjunto de la zona euro siguen sesgados a la baja, pero se han reducido y son moderados**. A pesar de que el panorama político se despejó en parte en 2017, todavía hay riesgos latentes, como las elecciones italianas en marzo o las dificultades para profundizar en el proyecto europeo. Las negociaciones del *Brexit* han avanzado, pero todavía se está lejos de garantizar que no sea un evento disruptivo si no se alcanza un acuerdo comercial a principios de 2019.

### 3. En 2017 la economía creció 2.3% con cifras ajustadas por estacionalidad

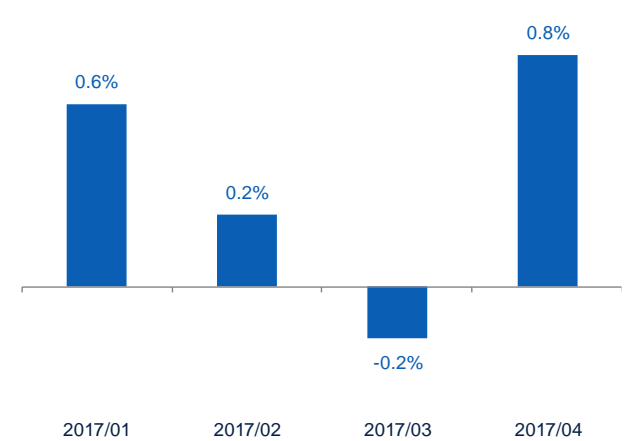
En 2017 la economía creció 2.3% (var. anual, ae), lo anterior como resultado de un crecimiento sobresaliente en el cuarto trimestre, de 0.8% (TaT, ae) impulsado por el sector terciario que mostró una rápida recuperación tras los sismos de septiembre, y las actividades primarias que registraron un mayor dinamismo en el 4T17 (gráficas 3.1 y 3.2). Aunque a lo largo del año el sector manufacturero mostró un débil desempeño, los indicadores de actividad de noviembre y diciembre registraron resultados positivos que apuntan hacia una recuperación en 2018 en línea con una expectativa de mayor crecimiento del sector industrial en EE.UU., especialmente en actividades manufactureras.

**Gráfica 3.1** PIB. Var. % anual (ae)



Fuente: BBVA Research / INEGI

**Gráfica 3.2** PIB. TaT% (ae)

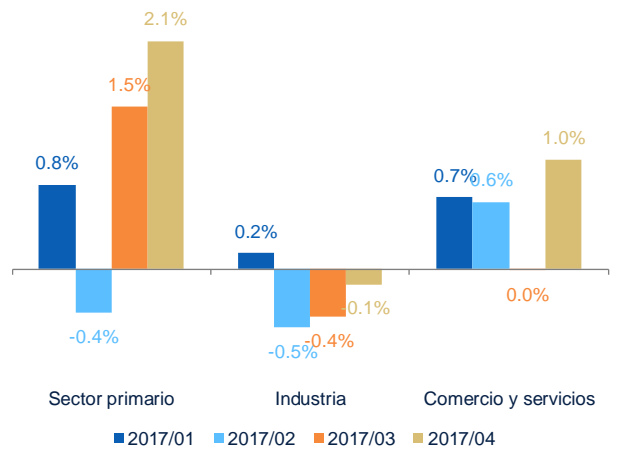


Fuente: BBVA Research / INEGI

En el cuarto trimestre de 2017, el sector terciario (63% del PIB) mostró la recuperación que se anticipaba tras los sismos que golpearon a la economía en el mes de septiembre (Gráfica 3.3). Dentro de las actividades terciarias, el sector educativo en conjunto con los servicios de salud y asistencia social conformaron el segmento que registró las mayores afectaciones derivadas de los terremotos; sin embargo, los datos del IGAE correspondientes a octubre y noviembre señalan ya la recuperación del sector. En octubre y noviembre, la variación porcentual (MaM, ae) del IGAE de este segmento superó en 8.1 pp la registrada en septiembre, y el mismo comportamiento registran los indicadores de actividad del comercio al por mayor, los servicios profesionales, científicos y técnicos, así como los servicios de alojamiento temporal y preparación de alimentos. En su conjunto, en el 4T17 el PIB del sector terciario creció 1.0% (TaT, ae), una cifra 1.0 pp más alta que la

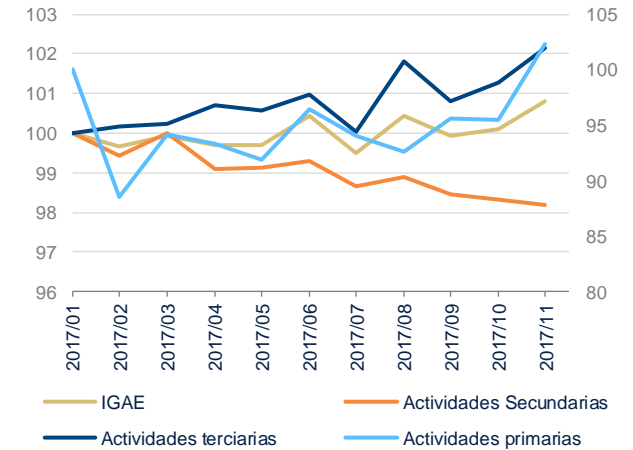
registrada el trimestre anterior. En términos anuales, el PIB del sector servicios y comercio creció 3.2% (ae), lo que representa una caída de 0.5 pp con respecto a 2016.

**Gráfica 3.3 PIB por sector económico. TaT% (ae)**



Fuente: BBVA Research / INEGI

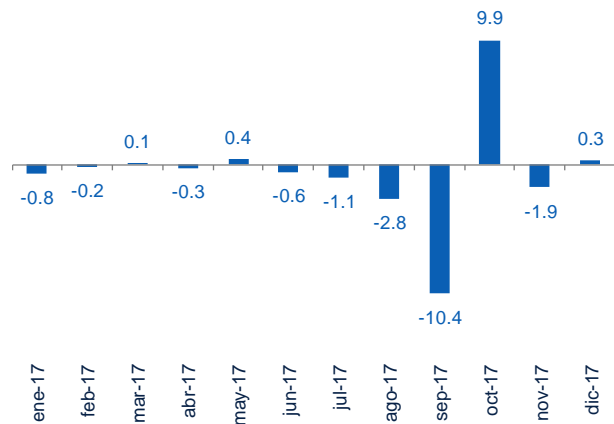
**Gráfica 3.4 IGAE (ene 2017 = 100)**



Fuente: BBVA Research / INEGI

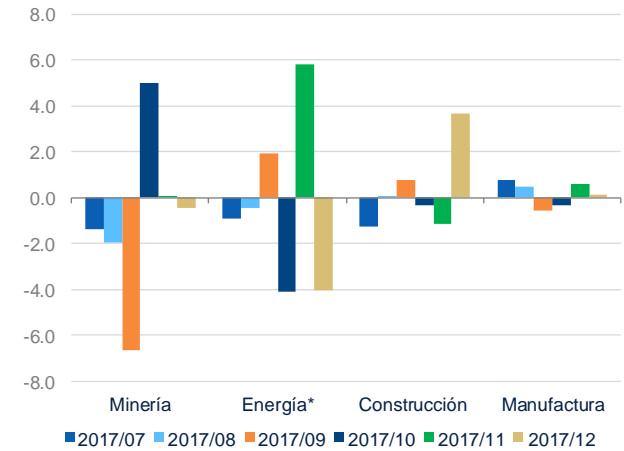
En cuanto a las actividades secundarias (30% del PIB), los últimos datos de actividad comienzan a mostrar signos positivos, con un crecimiento de -0.1% en el 4T17 (PIB, TaT, ae), lo que representó un incremento de 0.3 pp con respecto al observado el trimestre previo (Gráfica 3.3). Con esta cifra, el sector industrial hila ya dos trimestres con un mayor dinamismo, después de registrar un crecimiento de -0.5% en el 2T17 (TaT, ae). Por componentes, los indicadores de actividad del sector minería (5% del PIB) apuntan hacia la estabilización de la producción petrolera tras los huracanes que impactaron las costas mexicanas y estadounidenses en septiembre. El crecimiento de 9.9% (vs -10.4% el mes anterior) de la producción de petróleo crudo en octubre señala el efecto temporal de los huracanes, aunque los frágiles crecimientos de noviembre (-1.9%, MaM) y diciembre (0.3%, MaM) corrobora el débil desempeño que este sector ha mostrado desde hace varios años (Gráfica 3.5). En octubre y noviembre, la variación porcentual (MaM, ae) del IGAE de este segmento superó en 9.0 pp la registrada en septiembre (Gráfica 3.6). En el 4T17 el PIB del sector minero creció -1.1% (TaT, ae) 3.6 pp por arriba de lo observado el trimestre anterior. En términos anuales, el PIB de esta actividad registró una variación de -9.8% (ae), 5.6 pp por debajo de la observada en 2016.

**Gráfica 3.5** Producción de petróleo crudo. MaM%



Fuente: BBVA Research / INEGI

**Gráfica 3.6** IGAE. MaM% (ae)



\* Generación, transporte y distribución de energía eléctrica, suministro de agua y de gas  
Fuente: BBVA Research / INEGI

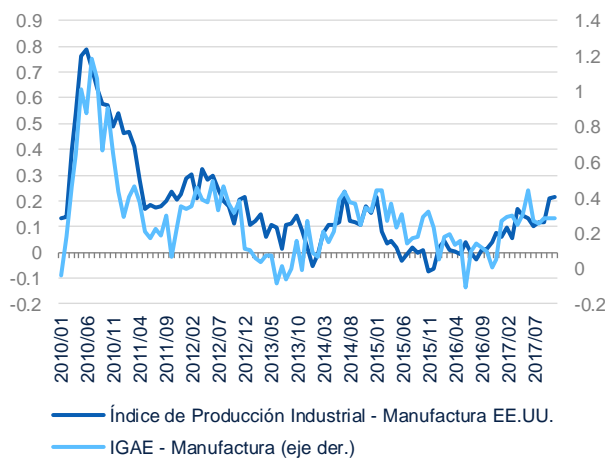
En lo que respecta a las industrias manufactureras (16% del PIB), las cifras del IGAE apuntan hacia un mejor desempeño del sector después de la caída registrada en septiembre, mes en el que esta actividad registró un crecimiento de -0.6% (IGAE, MaM, ae). Los datos positivos de noviembre (IGAE 0.6%, MaM, ae) y diciembre (IGAE 0.1%, MaM, ae) se encuentra en línea con el mayor crecimiento observado en el sector manufacturero de EE.UU. que en el 4T17 promedió un crecimiento de 0.5% (MaM, % ae), 0.6 pp arriba del promedio del 3T17 (gráficas 3.3 y 3.4). Esperamos la consolidación de este sector en 2018 derivado de un mejor desempeño del sector industrial en EE.UU. (Gráfica 3.7). En el 4T17 el PIB manufacturero creció 0.7%, 0.2 pp por arriba de lo observado el trimestre anterior. En términos anuales, el PIB de este sector creció 3.4% (ae), 2.1 pp por arriba de lo que se registró en 2016.

Como el sector minería y las actividades manufactureras, el sector construcción muestra en el 4T17 signos de recuperación, con un crecimiento de 0.4% (PIB, TaT, ae), 0.7 pp mayor al registrado el trimestre previo. En particular, el mes de diciembre mostró un comportamiento extraordinario, con un crecimiento de 3.7% (IGAE, MaM, ae), 4.0 pp mayor al observado en octubre y 4.8 pp más alto que el registrado en noviembre (Gráfica 3.6), muy probablemente derivado de los trabajos de reconstrucción tras los sismos de septiembre. En diciembre el Indicador de Actividad Industrial de este sector registró un crecimiento de 3.7% (MaM, ae), 4.4 pp por arriba del promedio de octubre y noviembre (Gráfica 3.8), con el segmento de edificación reportando la mayor variación porcentual, de 4.4% (MaM, ae). En términos anuales, el PIB de la construcción creció -1.1% (ae), 3.1 pp por debajo de lo observado en 2016.

Finalmente, las actividades relacionadas con la generación, transmisión y distribución de energía eléctrica, suministro de agua y de gas (1.5% del PIB) mostraron en el 4T17 un crecimiento de -0.2% (PIB, TaT, ae), después de una tasa de -0.4%

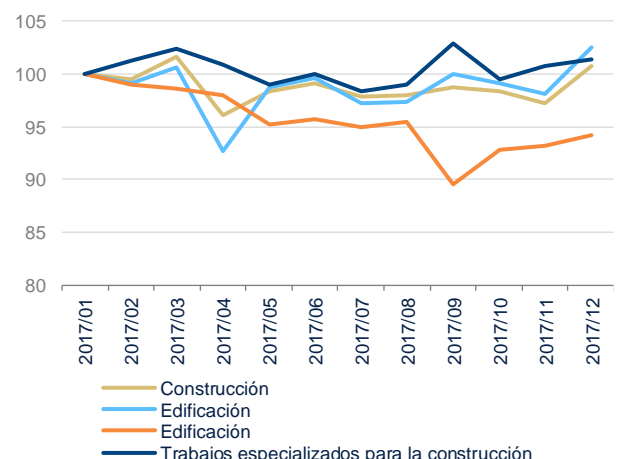
(PIB, TaT, ae) registrada en el trimestre previo, posiblemente relacionada con la interrupción y/o provisión intermitente de servicios ocasionada por los terremotos. Con respecto a la evolución del sector primario (3.2% del PIB), el crecimiento en el 4T17 fue 2.1% (PIB, TaT, ae), 0.6 pp por arriba de lo observado en el trimestre previo. En particular, el indicador global de actividad del mes de noviembre sorprendió al alza con un crecimiento de 6.2% (IGAE, MaM, ae), el mayor crecimiento desde enero.

**Gráfica 3.7** Índice de producción manufacturera de EE.UU. y México. Media móvil 12 meses, MaM% (ae)\*



\*La media móvil 12 meses del IGAE, se muestra con un adelanto de 3 meses  
Fuente: BBVA Research / INEGI

**Gráfica 3.8** Indicador de Actividad Industrial. Sector Construcción. MaM% (ae)



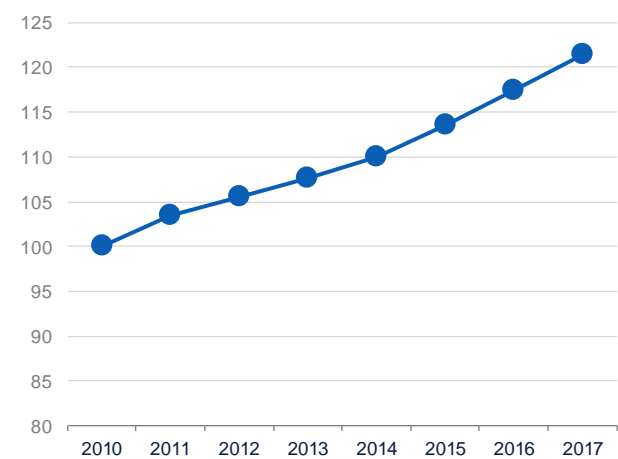
Fuente: BBVA Research / INEGI

En lo relativo a la actividad económica por el lado de la demanda, el principal motor del crecimiento continúa siendo el consumo privado (68% del PIB) (Gráfica 3.9), que de acuerdo con el último dato publicado por el INEGI creció 0.7% en el 3T17 (TaT, ae). En línea con la recuperación que los distintos sectores económicos mostraron en el 4T17, anticipamos que el crecimiento del consumo privado en ese periodo se encuentre cercano a esa misma cifra, y que continúe mostrando fortaleza a lo largo de 2018 como resultado de la recuperación del ingreso real ante un entorno de menor inflación. En términos anuales, la variación del consumo privado (acumulado 1T17-3T17, ae) ascendió a 3.5%, sin cambios con respecto a lo observado el año previo.

Como el consumo privado, las exportaciones (34% del PIB) han mantenido su impulso (Gráfica 3.10), registrando una variación anual de 4.3% (acumulado 1T17-3T17, pesos, ae), 1.5 pp por arriba de lo observado el año previo. En dólares, las exportaciones totales en 2017 crecieron 9.8% en términos anuales (ae), 11.7 pp por arriba del crecimiento reportado el año anterior, y la mayor cifra desde 2011. Por componente, 2017 fue un año de recuperación tanto para el sector petrolero como para el no petrolero; el primer segmento (8% de las exportaciones totales) creció 26.4% (vs -19.1% en 2016), mientras que el segundo (92% de las exportaciones totales) creció 8.9% (vs -0.8% en 2016). Dentro de las exportaciones

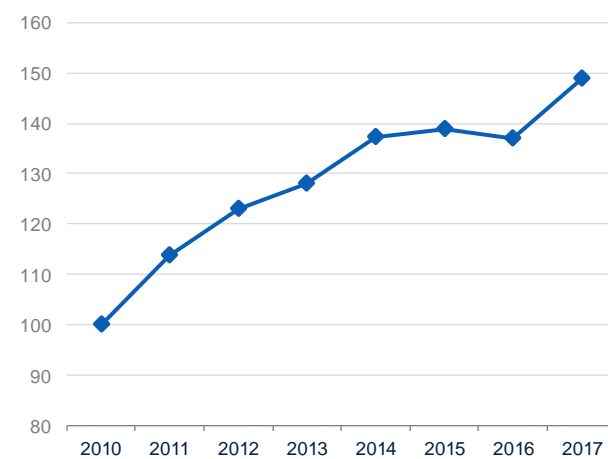
no petroleras, las manufactureras mostraron el mejor desempeño; en 2017 este segmento (94% de las exportaciones no petroleras) creció 8.7% (vs -1.3% en 2016). Aunque las exportaciones de actividades extractivas registraron un crecimiento de 24.5% (vs -2.6% en 2016) éstas solo representan el 1.4% del total de exportaciones no petroleras. Anticipamos la consolidación de las exportaciones a lo largo de 2018 en línea con un mayor crecimiento del sector industrial de EE.UU., especialmente en manufactura (Gráfica 3.11).

**Gráfica 3.9** Consumo privado.  
Índice 2010=100 (ae)



Fuente: BBVA Research / INEGI

**Gráfica 3.10** Exportaciones manufactureras USD.  
Índice 2010=100 (ae)

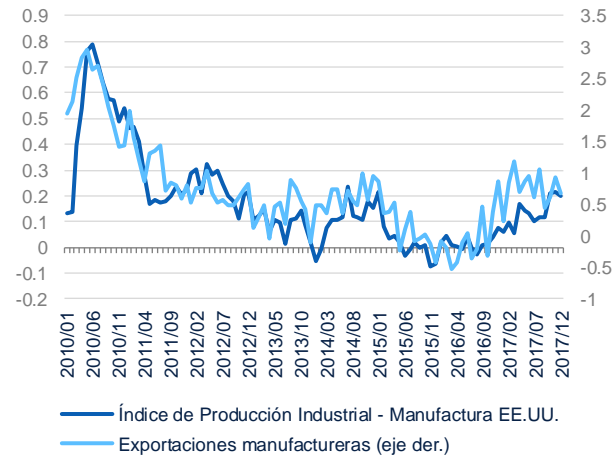


Fuente: BBVA Research / INEGI

A diferencia del consumo privado y las exportaciones, en 2017 la inversión mostró una desaceleración que estimamos se mantendrá en 2018 como resultado de un contexto de mayor incertidumbre asociada con la renegociación del TLCAN (Gráfica 3.12); si bien la posibilidad de ruptura parece haber disminuido recientemente, no hay acercamiento de posturas en los temas puestos sobre la mesa por EE.UU., lo que garantiza que se extienda la incertidumbre. A lo anterior se suma el periodo de elecciones presidenciales. En 2017, la inversión registró una variación anual de -1.4% (acumulado 1T17-3T17, ae), 2.5 pp por debajo de lo observado en 2016. Por componentes, la inversión privada cayó -0.1% en el mismo periodo (vs un crecimiento de 2.6% en 2016), mientras que la inversión pública se redujo -7.6% (vs una caída de -5.6% el año previo).

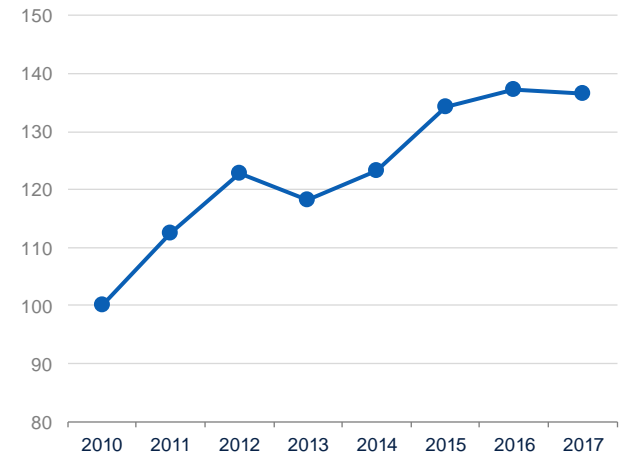


**Gráfica 3.11** Índice de producción manufacturera de EE.UU. y exportaciones manufactureras. Media móvil 12 meses, MaM% (ae)



Fuente: BBVA Research / INEGI

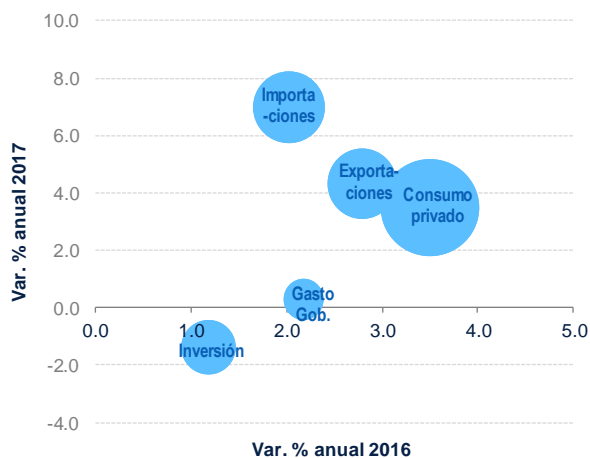
**Gráfica 3.12** Inversión privada. Índice 2010=100 (ae)



Fuente: BBVA Research / INEGI

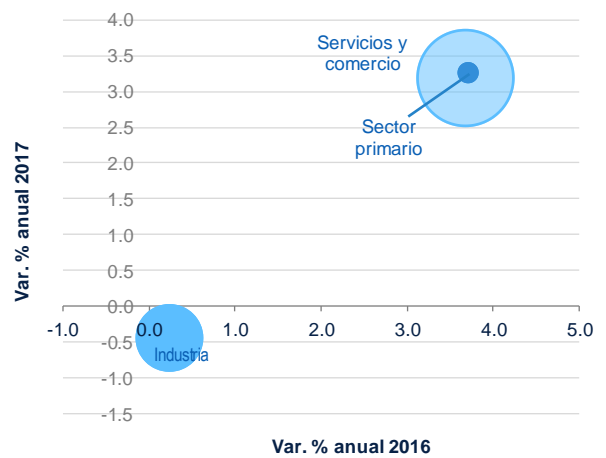
Nuestra previsión de crecimiento para 2018 se mantiene sin cambio, en 2.0% (ae), impulsado por el consumo privado y una consolidación de las exportaciones. En el primer caso, el consumo de los hogares y las empresas se fortalece ante una recuperación de su poder adquisitivo real, en un escenario de menor inflación. Por otra parte, estimamos que las exportaciones recibirán mayor estímulo del sector industrial en EE.UU. lo que permitirá a este sector afianzar su crecimiento a lo largo de 2018. En contraste, la inversión privada mantendrá un lento dinamismo como resultado de los riesgos e incertidumbre asociados a la renegociación del TLCAN y las elecciones presidenciales por celebrarse en el mes de julio.

**Gráfica 3.13** Componentes del PIB. Demanda. Var. % anual 2016 vs 2017 (acumulado 1T-3T, ae)



Fuente: BBVA Research / INEGI

**Gráfica 3.14** Componentes del PIB. Oferta. Var. % anual 2016 vs 2017 (ae)

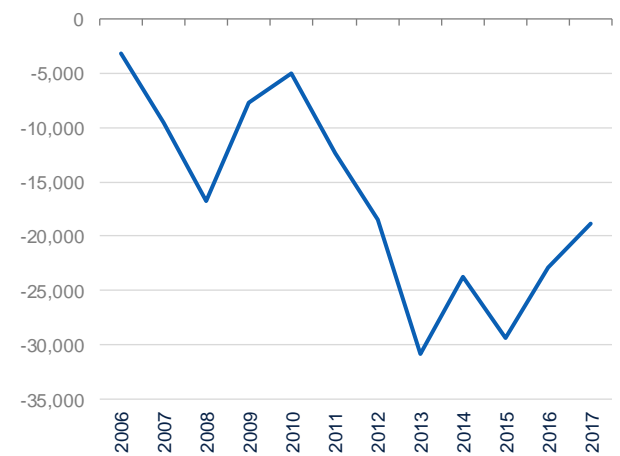


Fuente: BBVA Research / INEGI

## Cuenta corriente: el déficit de cuenta corriente disminuyó en 2017 en respuesta a una reversión a un saldo positivo significativo en la balanza de mercancías no petroleras

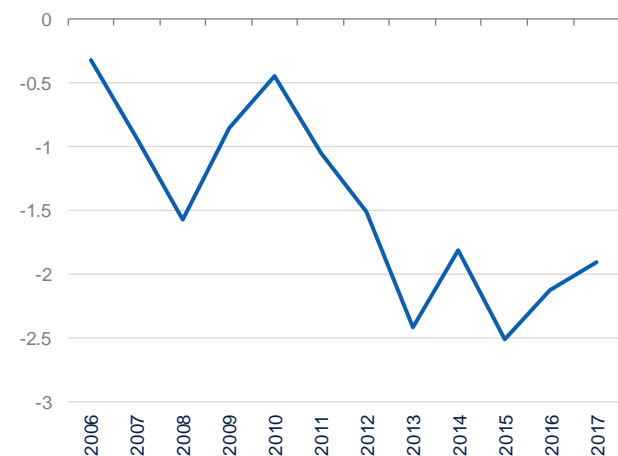
Después de haber rebasado los 30 mil millones de USD en 2013, el déficit de cuenta corriente ha disminuido gradualmente hasta ubicarse en 18.8 mil millones de USD al cierre de 2017 (Gráfica 3.15). En términos de PIB, el déficit de cuenta corriente pasó de 2.4% a 1.9% en el mismo lapso (Gráfica 3.16). Para 2018 prevemos que dicho déficit sea 1.6% del PIB.

**Gráfica 3.15** Cuenta corriente (Millones de USD)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

**Gráfica 3.16** Cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Al analizar el comportamiento del déficit de cuenta corriente correspondiente al cuarto trimestre de 2017, dicho déficit disminuyó en comparación con la cifra correspondiente al tercer trimestre de 2017 (Cuadro 3.1). Ello se explica principalmente por la reversión a saldo positivo en la balanza de las mercancías no petroleras y, en menor medida, por un menor déficit en la balanza de servicios.

Cuando comparamos el comportamiento del déficit de cuenta corriente de 2017 vs. 2016, podemos notar que la disminución en dicho déficit por 4.0 mil millones de USD se debe principalmente a la significativa reversión en el saldo de la balanza de mercancías no petroleras, el cual pasó de registrar un déficit de 377 millones de USD a un superávit de 7.5 mil millones de USD (Cuadro 3.2). Lo anterior obedece en gran medida al mayor impulso externo proveniente de la recuperación de la producción manufacturera en EE.UU. durante 2017.

**Cuadro 3.1** Cuenta corriente y sus componentes en el tercer y cuarto trimestres de 2017 (Millones de USD)

	Jul-Sep 17 (A)	Oct-Dic 17 (B)	Diferencia (B-A)
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-5,173</b>	<b>-3,207</b>	<b>1,966</b>
Bal. de bienes y servicios	-9,556	-3,882	5,674
Balanza de bienes	-6,170	-1,851	4,319
Bal. de mercancías petroleras	-5,115	-5,087	27
Bal. de mercancías no petroleras	-1,027	3,264	4,290
Bal. de bienes adquiridos en puertos por medios de transporte	-28	-27	1
Balanza de servicios	-3,387	-2,031	1,356
Bal. de ingreso primario	-2,767	-6,587	-3,820
Bal. de ingreso secundario	7,150	7,262	112

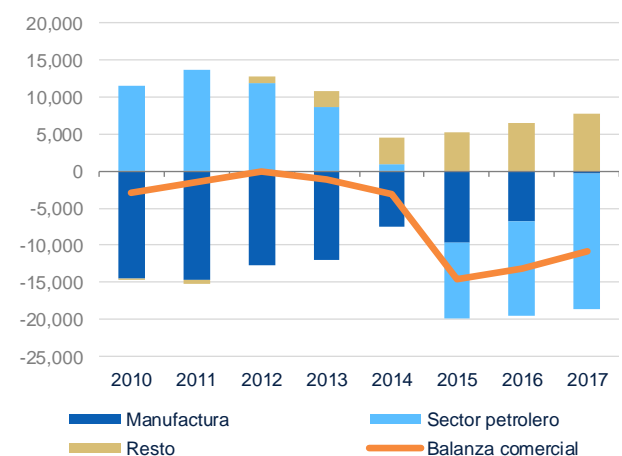
Bal = Balanza  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

**Cuadro 3.2** Cuenta corriente y sus componentes en 2016 y 2017 (Millones de USD)

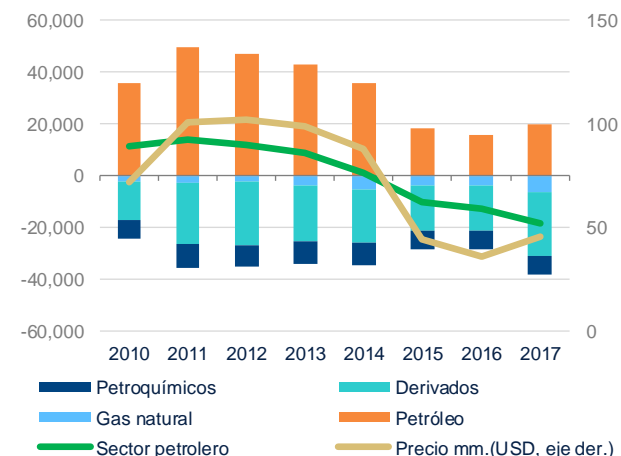
	2016 (A)	2017 (B)	Diferencia (B-A)
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-22,828</b>	<b>-18,831</b>	<b>3,997</b>
Bal. de bienes y servicios	-22,025	-20,693	1,332
Balanza de bienes	-13,073	-10,897	2,176
Bal. de mercancías petroleras	-12,748	-18,402	-5,654
Bal. de mercancías no petroleras	-377	7,527	7,904
Bal. de bienes adquiridos en puertos por medios de transporte	52	-22	-74
Bal. de servicios	-8,952	-9,796	-844
Bal. de ingreso primario	-27,330	-26,233	1,097
Bal. de ingreso secundario	26,527	28,095	1,568

Bal = Balanza  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

En lo referente a la balanza comercial, su déficit pasó de 13.1 mil millones de USD en 2016 a 10.9 mil millones de USD en 2017. Este menor déficit se explica principalmente por la reducción sustancial en el déficit de la balanza comercial manufacturera, el cual cayó de 6.8 mil millones de USD a 0.3 mil millones de USD entre 2016 y 2017 (Gráfica 3.17). Para 2018 estimamos que el déficit de la balanza comercial se ubique en 13.2 mil millones de USD.

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


Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

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


mm = mezcla mexicana de exportación  
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Cabe mencionar que el saldo comercial del petróleo crudo, gas natural y productos derivados ha sido deficitario desde 2015 (históricamente este balance había sido superavitario). A pesar del incremento anual en las exportaciones de petróleo crudo en 2017, el saldo comercial de todo el sector petrolero incrementó su déficit en relación a 2016 (Gráfica 3.18). Ello en virtud de la ampliación en el déficit comercial de los productos derivados del petróleo, resultado de las mayores importaciones de gasolinas y diésel.

## Finanzas públicas: el balance primario del sector público en 2017 por primera vez resultó positivo desde 2008 mientras que el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) se ubicó en 46.2% del PIB, registrando así su primera reducción en 10 años

Los ingresos presupuestarios totales del sector público mostraron un decremento anual real de 3.7% en el periodo enero-diciembre de 2017. Es importante mencionar que esta comparación interanual incluye el monto de 321.7 mil millones de pesos correspondientes al remanente operativo del Banco de México. Al excluir este componente de los ingresos presupuestarios de dicho periodo, su tasa anual real habría registrado una caída de 10.0%.

En la desagregación de los ingresos presupuestarios totales por componentes, los ingresos no tributarios (incluyendo los ingresos petroleros del gobierno federal) mostraron un crecimiento anual real de 8.3% en el periodo enero-diciembre de 2017. La exclusión del remanente operativo del Banco de México implicaría un decremento anual real en dicho componente de 27.1%. Por su parte, los ingresos tributarios exhibieron un decremento anual real de 0.9% en dicho periodo. Si bien el ISR aportó 2.1 puntos porcentuales a la variación anual real de los ingresos tributarios, esta contribución positiva fue más que compensada por la aportación negativa del IEPS gasolinas y diésel de 2.5 puntos porcentuales al dinamismo de los ingresos tributarios. Por su parte, el IVA también mostró una contribución negativa de 0.8 puntos porcentuales a dicho dinamismo.

El ISR es un componente de los ingresos tributarios que se destaca por su peso en la estructura de estos últimos (55.0% de participación en el periodo enero-diciembre de 2017). El ISR mostró una variación anual real de 4.3% en dicho periodo, la cual se compara de manera desfavorable al 13.5% de crecimiento anual real observado en el periodo enero-diciembre de 2016.

Los ingresos petroleros del sector público representaron 16.7% de los ingresos presupuestarios totales en el periodo enero-diciembre de 2017 (la cifra correspondiente fue 16.3% en el periodo enero-diciembre de 2016). Es importante mencionar que este rubro de los ingresos cayó en términos anuales al mostrar una tasa real de crecimiento de -1.1% en 2017.

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

	2016	2017	Var % real	Estruc. %
<b>Total</b>	<b>4,845.5</b>	<b>4,947.2</b>	<b>-3.7</b>	<b>100.0</b>
Gobierno Federal	3,571.3	3,837.6	1.4	77.6
Tributarios	2,716.0	2,854.8	-0.9	57.7
ISR	1,420.5	1,571.2	4.3	31.8
IVA	791.7	816.0	-2.8	16.5
No tributarios	855.3	982.8	8.3	19.9
Org. y emp. control presup.	328.9	361.9	3.8	7.3
Emp. productivas edo.	945.3	747.7	-25.4	15.1
Pemex	481.0	389.9	-23.6	7.9
CFE	464.3	357.8	-27.3	7.2
<b>Total</b>	<b>4,845.5</b>	<b>4,947.2</b>	<b>-3.7</b>	<b>100.0</b>
Ingresos petroleros	789.1	827.3	-1.1	16.7
Ingresos no petroleros	4,056.4	4,119.9	-4.2	83.3

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

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

	2016	2017	Var % real	Estruc. %
<b>Total</b>	<b>5,347.8</b>	<b>5,177.6</b>	<b>-8.7</b>	<b>100.0</b>
Gasto Programable	4,159.3	3,852.3	-12.7	74.4
Gasto corriente	2,977.3	3,059.5	-3.1	59.1
Gasto en capital	1,182.0	792.8	-36.7	15.3
No Programable	1,188.4	1,325.3	5.2	25.6
Participaciones a Edos.	693.8	772.1	5.0	14.9
Costo financiero	473.0	533.4	6.3	10.3
Adefas* y otros	21.6	19.8	-13.7	0.4

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

En lo referente al gasto neto pagado del sector público en el periodo enero-diciembre de 2017, éste registró un decremento anual real de 8.7%. Ello se debió principalmente al rubro del gasto programable (el cual participó con 74.4% en el total del gasto neto pagado del sector público en 2017), con una contracción anual real de 12.7% en dicho periodo. Al interior del gasto programable, el gasto en capital mostró una caída anual real de 36.7%. Por su parte, el gasto corriente registró una reducción de 3.1% en términos anuales reales en el mismo lapso.

Es importante reconocer que las participaciones federales, las pensiones públicas y el costo financiero de la deuda pública continuaron presionando a las finanzas públicas en el periodo enero-diciembre de 2017. Cálculos propios muestran que, sin la inversión financiera y los rubros de gasto mencionados, el resto del gasto experimentó una mayor contención al haber exhibido una reducción anual real de 9.9% durante dicho periodo.

Las reducciones anuales reales experimentadas por este concepto más limitado de gasto muestran un esfuerzo del gobierno federal por mantener cierta disciplina financiera en los rubros más directamente bajo su control. El gobierno federal tendrá que redoblar esfuerzos en materia de contención de gasto durante 2018 para lograr la meta de 0.8% del PIB para el superávit primario, sobre todo porque las finanzas públicas no contarán esta vez con el remanente operativo del Banco de México debido a la apreciación del peso observada entre el cierre de 2016 y de 2017.

En 2017 el balance primario del sector público por primera vez resultó positivo desde 2008, al registrar un monto de 310.2 mil millones de pesos vs. -25.0 mil millones de pesos en 2016. El superávit primario se debió en gran medida al balance del gobierno federal y, en menor medida, al balance de la CFE, ISSSTE y del IMSS. De continuar este manejo disciplinado de las finanzas del gobierno federal y de otros organismos y empresas del Estado durante 2018, se materializará el cumplimiento de la meta de 0.8% del PIB para el superávit primario de todo el sector público.

**Cuadro 3.5** Indicadores de gasto público  
(Miles de millones de pesos)

	2016	2017		Var. % real
	Nominal	Nominal	Real	
<b>Gasto neto total</b>	<b>5,347.8</b>	<b>5,177.6</b>	<b>4,882.6</b>	<b>-8.7</b>
Sin inversión financiera	4,894.2	4,954.0	4,671.8	-4.5
Sin inversión financiera y participaciones	4,200.4	4,181.9	3,943.6	-6.1
Sin inversión financiera, participaciones y pensiones	3,551.8	3,475.7	3,277.7	-7.7
Sin inversión financiera, participaciones, pens. y costo financiero	3,078.7	2,942.4	2,774.8	-9.9

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

**Cuadro 3.6** Situación financiera del sector público  
(Miles de millones de pesos)

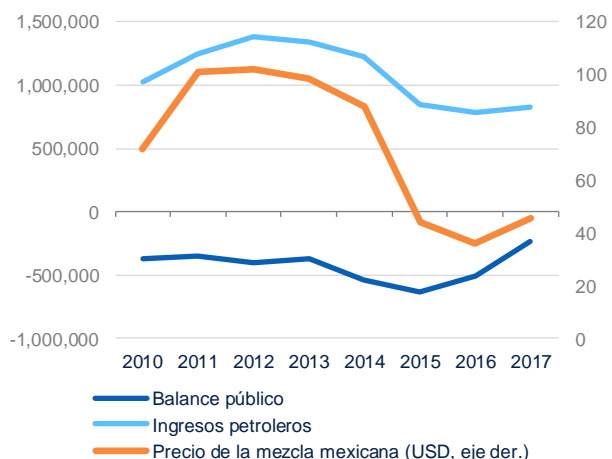
	2016	2017	Var % real
Balance público	-503.8	-238.5	-55.4
Bal. púb. sin inver. productiva	-4.7	99.9	n.s.
Balance presupuestario	-502.2	-230.4	-56.7
Ingreso presupuestario	4,845.5	4,947.2	-3.7
Gasto neto pagado	5,347.8	5,177.6	-8.7
Balance Gobierno Federal	-608.8	-226.4	-64.9
Balance org. y empresas	106.6	-4.0	n.s.
Balance primario	-25.0	310.2	n.s.
Balance presupuestario	-29.2	302.9	n.s.
Gobierno Federal	-238.7	183.5	n.s.
Organismos y empresas	209.5	119.4	-46.2
Pemex	-14.7	7.5	n.s.
Otras entidades	224.3	111.9	-52.9
Entidades bajo control indirecto	4.2	7.2	61.8

n.s. = no significativo

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

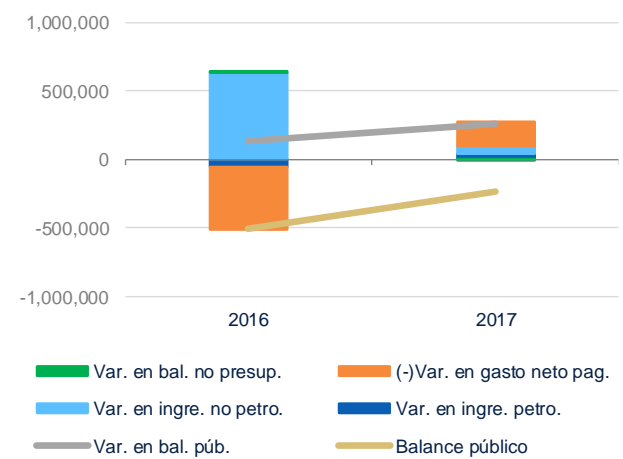
¿Cómo contribuyó la recuperación de los precios del petróleo en 2017 a la mejora en el balance público? Con datos de flujos acumulados para el periodo enero-diciembre de 2017, se observa que la reducción en el déficit del balance público se debe principalmente a la contracción anual en el gasto del sector público y, en menor medida, al favorable desempeño tanto de los ingresos no petroleros (incluyendo el remanente operativo del Banco de México) como petroleros.

**Gráfica 3.19** Balance público e ingresos petroleros  
(Millones de pesos)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP y Bloomberg

**Gráfica 3.20** Balance público y principales componentes  
(Millones de pesos)



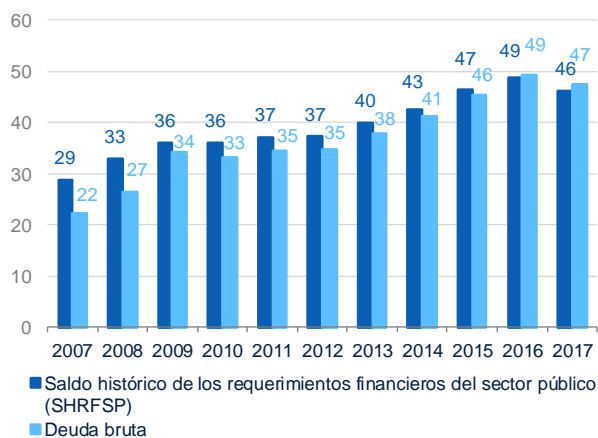
Var. = Variaciones anuales

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

En cuanto al tema de la deuda pública, el saldo de la deuda bruta fue 47.4% del PIB al cierre de 2017. Este nivel de deuda es 2.0 puntos porcentuales menor al cociente de deuda pública a PIB observado al cierre de 2016. En cuanto a la participación de los componentes interno y externo en dicha deuda, el segundo de ellos pasó de 37.8% en 2016 a 37.3% al cierre de 2017. Indiscutiblemente, la apreciación del peso mexicano frente al dólar observada durante 2017 fue un factor fundamental tanto en la menor participación de la deuda externa bruta como en el menor cociente de deuda bruta a PIB.

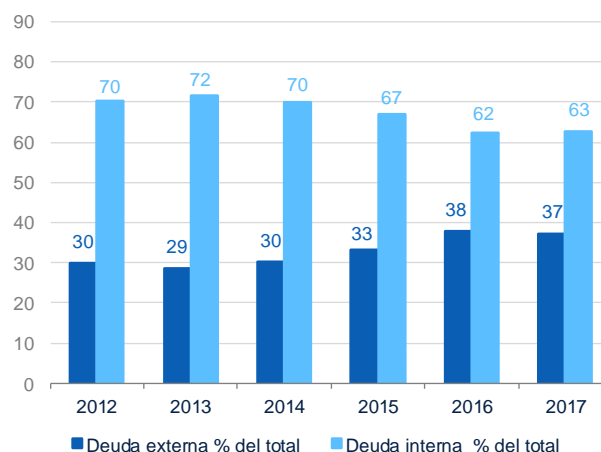
Al cierre de 2017, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) se encuentra 17.4 puntos porcentuales de PIB por encima de su nivel alcanzado en 2007. Este indicador amplio de la deuda pública se ubicó en 46.2% vs. 48.7% del PIB al final de 2017 y 2016, respectivamente. Es importante mencionar que el SHRFSP (% del PIB) no había registrado un descenso desde 2007.

**Gráfica 3.21** Deuda bruta y saldo de los requerimientos financieros del sector público\* (% del PIB)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

**Gráfica 3.22** Estructura porcentual de la deuda interna y externa del sector público (% de la deuda total)



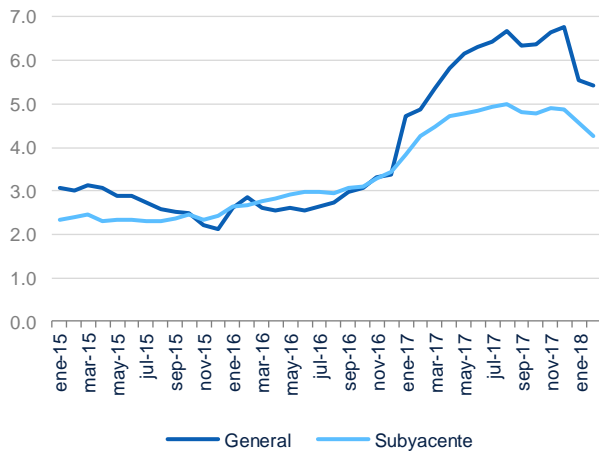
Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

La SHCP atribuyó la reducción en el SHRFSP (% del PIB) a los siguientes factores: i) la apreciación del euro con respecto al dólar aumentó la razón de deuda en 0.3 puntos porcentuales del PIB; ii) la apreciación del peso con respecto al dólar contribuyó a reducir la razón en aproximadamente 0.8 puntos porcentuales del PIB; iii) el endeudamiento bruto aumentó la razón en 3.2 puntos porcentuales del PIB; iv) el aumento en los activos de organismos y empresas públicas disminuyó la razón en 1.6 puntos porcentuales del PIB; y v) el incremento en el PIB anual entre 2016 y 2017 redujo la razón en 3.7 puntos porcentuales del PIB.

## 4. Tras el aumento transitorio en 4T17, la inflación retoma su tendencia descendente en 1T18 como preveíamos

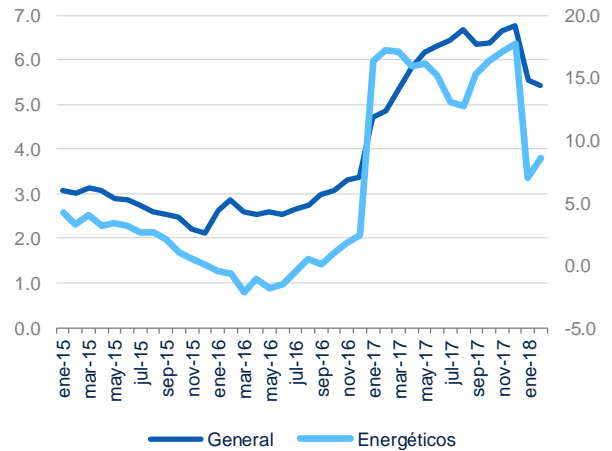
Después de exhibir una tendencia alcista desde julio de 2016, la inflación general había alcanzado un nivel máximo en agosto de 2017 (6.7%) y tenido un punto de inflexión en septiembre de ese año (6.35%), como habíamos anticipado desde inicios de 2017. No obstante, en octubre la inflación no continuó descendiendo (6.37%), y aumentó significativamente en noviembre-diciembre, para cerrar el año en 6.77%, el máximo nivel para un fin de año desde 2000. ¿Qué evitó que se consolidara la inflexión en la inflación en el último trimestre del año pasado? Un nuevo choque de oferta en precios energéticos en los últimos cinco meses del año (el componente energético tuvo aumentos promedio mensuales de 3.3% en ese lapso) que evitó que la inflación descendiera como preveíamos a 6.2% al cierre de año. De hecho, tan solo el aumento de los precios del gas LP contribuyó con más de 0.4pp al aumento de la inflación en ese lapso. En otras palabras, sin este nuevo choque de oferta, la inflación habría disminuido como anticipábamos en el último trimestre de 2017.

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



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

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



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

Por ello, la inflación general anual mantuvo una tendencia alcista en promedio todos los trimestres del año anterior. Tras promediar 4.98% en el primer trimestre de 2017, promedió 6.10% en el segundo, 6.48% en el tercero, y 6.59% en el cuarto. En su momento advertimos que el rebote en la inflación por su naturaleza sería transitorio y tan solo representaría una

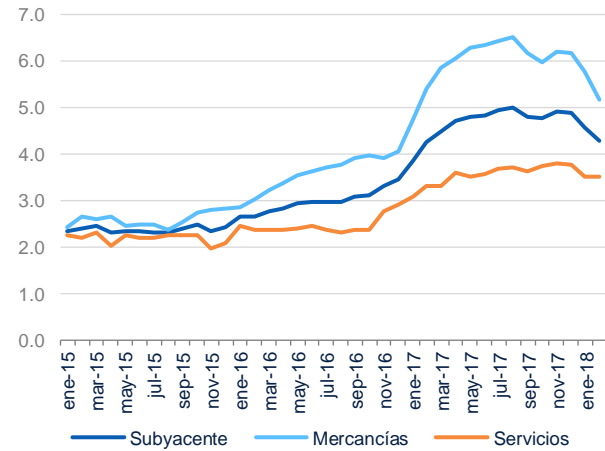


interrupción en la tendencia a la baja que inició en septiembre de 2017. Los datos más recientes confirman nuestra expectativa. Del cierre de 2017 a enero de 2018, la inflación general anual disminuyó de 6.77% a 5.55%. Esta caída no fue sorpresiva. Como se anticipaba, se disipó el efecto de los aumentos de los precios energéticos, principalmente de las gasolinas, en enero de 2017. Los datos de la primera quincena de febrero parecen confirmar que esta tendencia de moderación continúa. La inflación general anual disminuyó a 5.45% en la primera quincena de febrero, y con este dato nuestra previsión es que se ubique en 5.42% al cierre del mes.

Por su parte, la inflación subyacente anual detuvo su tendencia alcista en el cuarto trimestre de 2017, aunque la disminución en ese trimestre fue marginal. Después de promediar 4.19% en 1T17, promedió 4.78 en 2T17, 4.91% en 3T17, y 4.85% en el cuarto. Al interior de la inflación subyacente, el índice de mercancías aumentó 2.5 puntos porcentuales (pp) entre diciembre de 2016 y agosto de 2017 (de 4.05% a 6.51%) antes de moderarse gradualmente hasta 6.17% al cierre del año. Ambos subíndices mostraron aumentos relevantes en el mismo lapso, al subir de 4.40% a 7.57% en el caso del de alimentos y de 3.76% a 5.63% en el de las mercancías no alimenticias. El subíndice de alimentos se moderó a 6.50% hacia fin de año; no obstante, el de las mercancías no alimenticias no lo hizo y se ubicó en 5.62% en diciembre. A lo segundo pudo haber contribuido la depreciación adicional del peso durante 4T17 tras aumentar los riesgos de ruptura del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) durante la ronda 4 del proceso de renegociación a inicios de octubre. Por su parte, el índice de servicios, se mantuvo relativamente estable en 4T17, aumentando de un promedio 3.68% a uno 3.77% entre el tercer y cuarto trimestre. Para el primer trimestre de 2018 preveíamos una desaceleración notoria de la inflación subyacente anual al disiparse el efecto del mayor ritmo de traspaso del tipo de cambio a las mercancías. Así, la inflación subyacente anual disminuyó de 4.87% a 4.56% entre diciembre de 2017 y enero de 2018. El dato de la primera quincena de febrero sigue mostrando una significativa moderación. Nuestra previsión es que se ubicará en 4.27% en febrero, es decir, 0.6pp menos que el nivel registrado en diciembre de 2017.

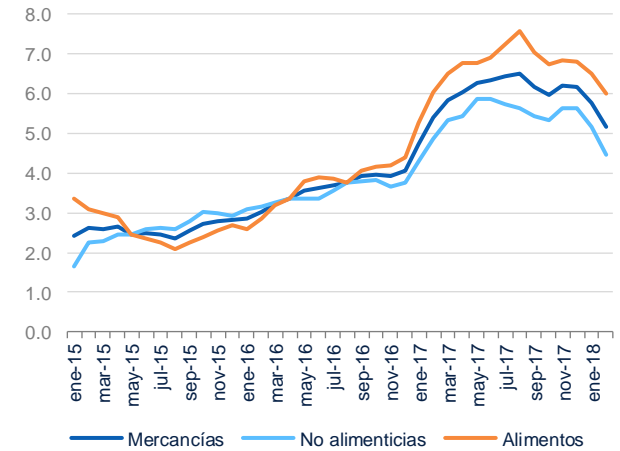
Lo más importante es que esta desaceleración es generalizada y muestra, por un lado, que los precios subyacentes están disminuyendo a buen ritmo, y por otro, que la debilidad del peso durante 4T17 no está teniendo un efecto permanente sobre los precios de las mercancías. Además, una fortaleza del peso mayor a la prevista durante 1T18 debiera contribuir a consolidar estas tendencias. Entre diciembre y febrero, prevemos que la inflación de las mercancías habrá disminuido (-)1pp (de 6.2% a 5.2%), la de los alimentos (-)0.8pp (de 6.8% a 6.0%), y la de las mercancías no alimenticias, la más relacionada con el traspaso del tipo de cambio a las mercancías, (-)1.2pp (de 5.62% a 4.46%). Por su parte, prevemos que, en el mismo lapso, la inflación de los servicios habrá disminuido (-)0.3pp (de 3.8% a 3.5%), favorecida por incrementos más moderados en relación a 2017 en los precios de los servicios turísticos y de educación.

**Gráfica 4.3** Inflación subyacente y componentes\*  
Var. % anual



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

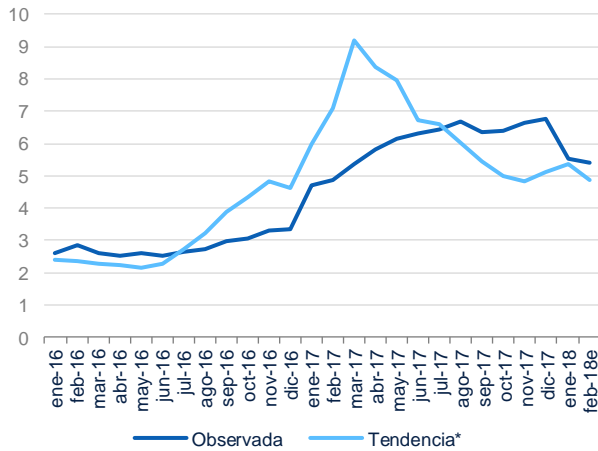
**Gráfica 4.4** Inflación subyacente de mercancías y componentes.\* Var. % anual



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

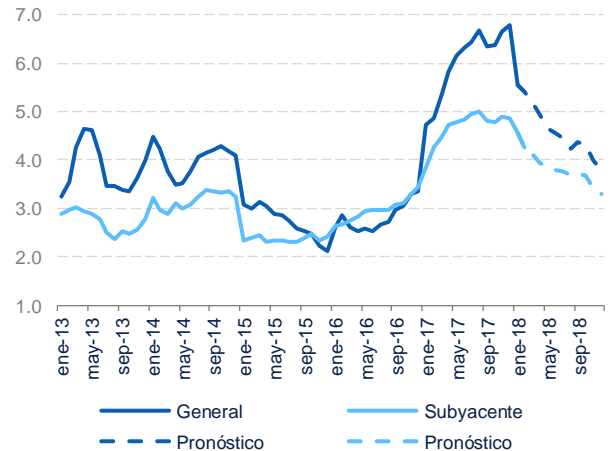
En suma, los datos de las tres primeras quincenas del año (las dos de enero y la primera de febrero) indican claramente que tanto la inflación general como la subyacente se están moderando a buen ritmo, y sugieren que, como preveíamos, la interrupción en la tendencia a la baja de la inflación durante 4T17 será solo transitoria. El cambio de tendencia de la inflación en 1T18 obedece principalmente al gradual desvanecimiento de los dos principales choques a los que estuvo expuesta, i.e., el aumento de los precios energéticos en enero de 2017 y la considerable depreciación adicional del peso ante el resultado de las elecciones en EE.UU. que provocó un aumento en el ritmo de *pass-through* a las mercancías, principalmente durante 1T y 2T17. De hecho, tanto la estacionalidad de la inflación como efectos base impedían apreciar la tendencia de moderación en la inflación que los datos ya anticipaban. La gráfica 4.5 muestra como los datos ya anticipaban la moderación que ahora estamos observando. Como se observa en la gráfica 4.5, tras el rebote tanto en la serie observada como en la tendencia calculada, la inflación anual ha retomado una tendencia a la baja, que prevemos se consolidará en los próximos meses.

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



\* Cálculos propios basados en la desestacionalización del índice de la inflación general. El dato de febrero es pronóstico, pero se basa ya en el dato conocido de la primera quincena del mes  
Fuente: BBVA Research / INEGI

**Gráfica 4.6** Perspectivas de inflación BBVA Research  
Var. % anual



Fuente: BBVA Research / INEGI

El destacable cambio de tendencia de la inflación en la segunda mitad de 2017 en un contexto de choques de oferta adicionales sobre los precios fue posible también por la estabilidad de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo que han permanecido alrededor de 3.5%. Por su parte, las de corto plazo a 12 meses, apenas y mostraron un aumento, desde un promedio bastante estable de 3.9% entre abril y noviembre de 2017, a uno de 4.0% en los últimos meses. Lo anterior ha sido posible por la recuperación del peso (que generó la expectativa de que el ritmo de *pass-through* tendería a disminuir, expectativa que se ha materializado como señalamos anteriormente), por las acciones de política monetaria del Banco de México (ie, el aumento de la tasa monetaria de 3.0% a 7.5% entre diciembre de 2015 y febrero de 2018) que reforzaron la perspectiva de que el aumento de la inflación sería temporal y evitaron un desanclaje de las expectativas de inflación que provocara efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios, y por la rigidez de los salarios nominales que se traduce en contracciones del salario real que evitan presiones generalizadas sobre los precios. Así, si bien la inflación enfrentó choques de oferta a lo largo del año pasado, un bajo *pass-through* a la inflación general, derivado principalmente de la ausencia de efectos de segundo orden, y el fin del recorrido del *pass-through* a la inflación subyacente seguirá traduciéndose hacia delante en una tendencia a la baja de la inflación. Es importante resaltar, que tanto el *pass-through* como los choques de oferta se han traducido solo en cambios en precios relativos y no han dado lugar a efectos de segundo orden.

## La inflación continuará disminuyendo a buen ritmo; los riesgos para la inflación continúan sesgados al alza, pero se han moderado

Los precios de las mercancías se moderan, mientras que la inflación de servicios continúa estable. Al mismo tiempo, continuarán disipándose gradualmente los efectos de los choques de oferta en precios de frutas y verduras durante 2017, y el segundo de precios energéticos a partir de septiembre de 2017. Así, prevemos que tanto la inflación general como la subyacente continuarán disminuyendo a buen ritmo durante todo 2018. Prevemos que la inflación general y subyacente se ubicarán por debajo de 5.0% y 4.0%, respectivamente, en abril, y por debajo del 4.0% (en 3.8%) y 3.5% (en 3.3%), respectivamente, a fin de año, por debajo del límite superior de variabilidad del objetivo del banco central.

Nuestras previsiones están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza, y tras el deterioro en el balance de riesgos durante 4T17 por el nuevo choque de oferta de precios energéticos y por la nueva depreciación del peso, estos se han moderado al disiparse gradualmente dicho choque y después de que el peso se ha fortalecido a inicios de 2018 y se mantiene más fuerte de lo que se preveía para esta fecha en el año. Además, las expectativas de inflación se mantienen ancladas y Banxico mantiene una postura restrictiva para la tasa monetaria. Asimismo, consideramos que el nivel actual del tipo de cambio (19.0ppd) tiene incorporado la mayor parte de los riesgos asociados a una posible ruptura del TLCAN, por lo que la depreciación adicional en caso de materializarse este riesgo sería moderada (en torno a 5%). Dicha depreciación no debería provocar *pass-through* relevante sobre las mercancías si consideramos que el ritmo más intenso de este traspaso se observó cuando el tipo de cambio alcanzó niveles de 22.0ppd y no hubo una moderación en los precios tras la apreciación del peso observada en los meses subsecuentes. Con todo, el riesgo de una depreciación del peso se mantiene, derivado ya sea del proceso de renegociación del TLCAN, de una posible subida más rápida a lo previsto ahora de la tasa de fondos federales con efectos sobre la valoración de los activos de riesgo, y/o a un posible repunte por el proceso electoral en México. Así, los principales riesgos al alza están asociados a una posible evolución negativa del tipo de cambio, aunque también podrían presentarse nuevos choques de oferta de aumentar las referencias internacionales de los precios energéticos (y/o el tipo de cambio). Entre los riesgos a la baja, el principal nuevamente está relacionado con el tipo de cambio y la posibilidad de que el peso experimente una rápida y significativa apreciación si se alcanzara un TLCAN 2.0, pero también podría darse un choque de oferta favorable en precios de frutas y verduras (de manera repetida, tras un mal año de precios agrícolas, el siguiente suele ser favorable). Asimismo, un menor dinamismo que el anticipado en el ritmo de crecimiento económico favorecería la desaceleración de la inflación, particularmente en un contexto de contracción de los salarios reales y con los posibles efectos sobre el crédito (y por ende, el consumo) de los recientes aumentos adicionales en las tasas de interés.

## Se acerca el fin del ciclo de subida de tasas

Después de que el Banco de México (Banxico) hizo explícito el final del ciclo de subidas de tasas en junio pasado, se preveía que la inflexión de la inflación se traduciría en una pausa prolongada, y que el siguiente movimiento en las tasas fuera a la baja, aunque ocurriría hasta que se disiparan los riesgos que pudieran impactar al tipo de cambio. ¿Qué cambió? Banxico ha aumentado la tasa monetaria 25pb en cada una de las dos últimas reuniones (diciembre y febrero), llevándola a un nivel de 7.50%. No solo eso, ha dejado claro en su comunicación que considerará aumentos adicionales en las próximas reuniones. ¿Estaban justificadas estas subidas? Si bien coincidimos con Banxico en que el balance de riesgos para la inflación se deterioró durante 4T17, nosotros pensamos que en enfoque de Banxico ha sido en exceso preventivo y que han subido las tasas más de lo necesario.

Si bien es cierto que tras tocar un punto máximo en agosto pasado y comenzar un descenso en septiembre, la inflación anual repuntó en los últimos dos meses del año en lugar de consolidar dicha inflexión, el aumento obedeció principalmente a un choque de oferta en precios energéticos (del gas LP) y a aumentos mayores a los previstos en los precios de frutas y verduras. Es decir, era previsible que dichos aumentos serían transitorios y, de hecho, como lo comentamos en la sección anterior, los últimos datos confirman esta expectativa. Además, si bien las expectativas de inflación para fin de 2018 y a 12 meses aumentaron marginalmente, las más importantes para la formación de precios y la conducción de la política monetaria, las de mediano y largo plazo, se mantuvieron estables. A pesar de los choques de oferta que provocaron un aumento transitorio en la inflación, la expectativa tanto de Banxico como de nosotros, del consenso de analistas, y del mercado, continuó siendo en todo momento que la inflación evolucionaría de forma favorable. En nuestra opinión, a pesar de los elevados niveles de inflación alcanzados al cierre de 2017, con la expectativa de fuerte caída en ésta a inicios de 2018, los riesgos de observar efectos de segundo orden se mantenían acotados y continuarían disminuyendo al materializarse la caída en la inflación que ya se observa.

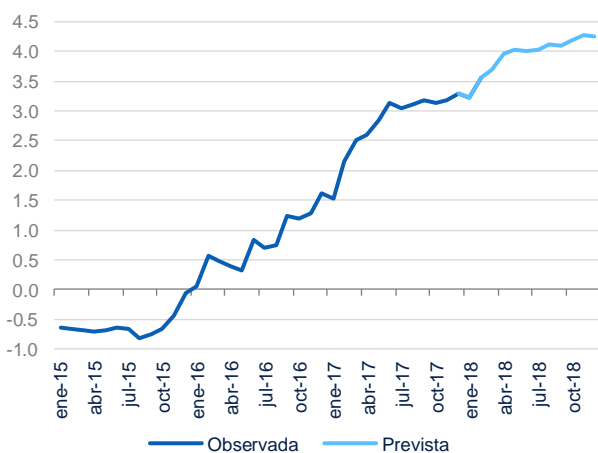
Además, en nuestra opinión, para la reunión de diciembre, la primera de las últimas dos en las que Banxico aumentó la tasa monetaria, convenía una estrategia de comunicación restrictiva que dejara claro que Banxico actuaría tan pronto no se materializara la disminución prevista para la inflación. Una pausa con tono restrictivo nos parecía la mejor estrategia en un contexto de espacio limitado para una postura más restrictiva (con la tasa monetaria en ese entonces ya en niveles de 3.0%). Esperábamos que Banxico le abriera la puerta a una posible subida preventiva. Nos equivocamos. Banxico no solo aumentó la tasa monetaria, dejó ver que era muy probable que lo hiciera también en la siguiente reunión, la de febrero. Lo hizo y mantuvieron un tono muy restrictivo que deja la puerta abierta a alguna subida adicional, posiblemente en la siguiente reunión del 12 de abril.

Las minutas de la reunión del 8 de febrero sugieren que Banxico continúa concentrado en evitar efectos de segunda ronda en la inflación. La disminución de la inflación subyacente observada en enero y el fortalecimiento del peso a inicios de año por los menores riesgos de ruptura del TLCAN no los llevaron a considerar que el balance de riesgos para la inflación había

mejorado. De hecho, en su opinión, simplemente no se deterioró más. El tono restrictivo tanto del comunicado como de las minutas señala claramente que Banxico mantiene un enfoque preventivo, que no se siente del todo cómodo con la postura relativa actual entre México y EE.UU. considerando que la Reserva Federal aumentará su tasa de referencia entre tres y cuatro veces este año, y que sigue concentrado en evitar efectos de segundo orden. Si bien poco puede hacer un banco central para acelerar la convergencia de la inflación con su meta cuando la tendencia descendente se interrumpe de forma transitoria por choques de oferta, Banxico decidió aumentar la tasa en dos ocasiones y está considerando hacerlo una vez más.

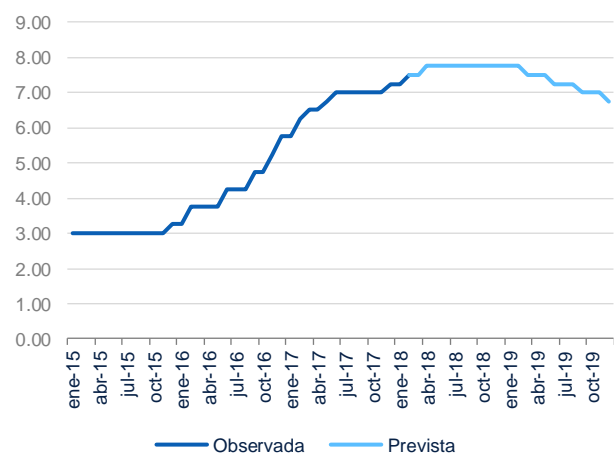
Hacia delante, Banxico mantendrá este enfoque preventivo en el corto plazo, en particular con posibles presiones sobre el MXN después de que la Fed aumente su tasa de referencia en marzo y/o por el ciclo electoral en México. A pesar de ello, el tono de las minutas es en nuestra opinión algo menos restrictivo de lo que se habría esperado tras el tono del comunicado, lo cual sugiere que estamos cerca del fin de ciclo de subidas. Creemos que Banxico solo considerará aumentar la tasa monetaria una sola ocasión más y que tras hacerlo se sentirá más cómodo con la inflación disminuyendo a buen ritmo, con las expectativas de mediano y largo plazo ancladas, las de 12 meses moderándose, y posiblemente las de fin de año disminuyendo marginalmente. Además, los aumentos en tasas ya observados han llevado a la tasa de referencia a un nivel restrictivo. En febrero, la tasa real ex ante ya se ubica por arriba de 3.5%, un nivel restrictivo. Conforme transcurre el tiempo, las expectativas a 12 meses se alejarán gradualmente del 4% y se acercarán al 3.5%, lo cual se traducirá en un repunte adicional de la tasa real ex ante a niveles de 4.0%. De aumentar nuevamente la tasa de fondeo en abril, Banxico llevará la tasa real ex ante a niveles por encima de 4.0% en la segunda mitad del año (véase gráfica 4.7).

**Gráfica 4.7** Tasa real ex ante\*  
%



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

**Gráfica 4.8** Perspectivas para la tasa monetaria BBVA Research. Nominal, %



Fuente: BBVA Research / Banxico

Así, una vez que resulte claro que inflación está evolucionando como lo anticipa el banco central, creemos que Banxico se sentirá más cómodo tanto con el nivel (restrictivo) de la tasa monetaria, como con el diferencial entre las tasas de México y EE.UU., por lo que esperaríamos una pausa prolongada, que posiblemente se extienda el resto del año tras alcanzar la tasa niveles de 7.75% en abril. En 2019, con la inflación en niveles menores a 4.0% y convergiendo gradualmente con la meta, Banxico se podrá plantear con tranquilidad una convergencia gradual de la tasa monetaria con su nivel neutral (en torno a 5.5%). Así, para 2019 seguimos previendo una reducción de 100pb en la tasa monetaria, pero por el nivel en el que prevemos que cerrará 2018 (7.75%), anticipamos que ésta se ubicará en 6.75% al cierre de 2019. Este escenario descansa no solo en nuestras previsiones para la inflación, también en el supuesto que no habrá un rompimiento del TLCAN, el cual sigue siendo el principal riesgo para nuestro escenario.

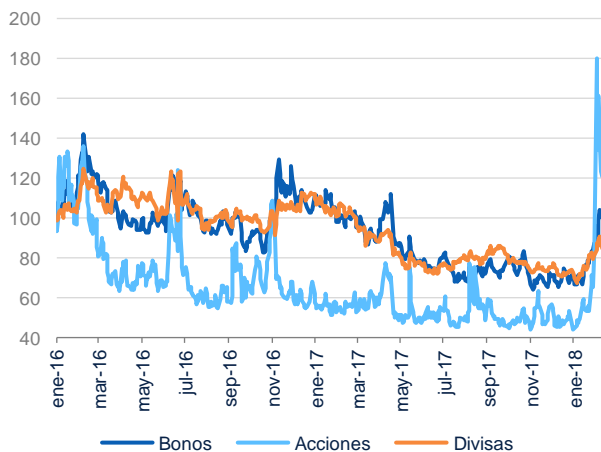
## Activos domésticos influidos recientemente por factores globales, al tiempo que los riesgos idiosincráticos permanecen latentes

El entorno económico mantiene un tono favorable ante los datos de un mayor y más balanceado crecimiento global, las expectativas de un retiro gradual de los apoyos monetarios y la introducción de estímulos fiscales en EE.UU. La principal interrogante y uno de los factores que más atención atrae entre los participantes de los mercados es el comportamiento de la inflación norteamericana, la cual se mantiene en niveles bajos considerando la recuperación del mercado laboral, que se ubica en niveles cercanos al pleno empleo. La economía mexicana se desenvuelve en este entorno influida, adicionalmente, por la renegociación del TLCAN y el proceso electoral, factores de riesgo que han afectado a los indicadores económicos de manera variable y que pudieran predominar sobre el entorno global en los próximos meses.

Después de casi diez años de la crisis detonada por la caída de Lehman Brothers el crecimiento económico global muestra no sólo una clara recuperación, sino que esta es más balanceada entre regiones. El Fondo Monetario Internacional (FMI) recientemente revisó al alza las cifras de crecimiento global de 3.7 a 3.9%, tasa no observada prácticamente desde 2011, y las de la mayoría de las regiones del mundo, destacando el caso de Europa y de EE.UU., impulsado por la recientemente aprobada reforma fiscal. Si bien este crecimiento económico extendido ha sido la principal influencia detrás de la mayor demanda de activos riesgosos, este ha estado apuntalado por los estímulos monetarios que han proveído los principales bancos centrales, especialmente la Reserva Federal. Y es que aun cuando la normalización monetaria por parte del banco central norteamericano está en marcha, la gradualidad con que se espera que continúe ha dado certeza a los participantes del mercado de que la recuperación no estará en riesgo. No obstante, de cara a este proceso de normalización, los niveles bajos de inflación en un entorno de pleno empleo siguen manteniéndose como la principal interrogante entre los miembros del FOMC y, por consiguiente, han atraído la atención de los mercados por las implicaciones que para la tasa de interés representa. Prueba de ello fue el reciente episodio de repunte de volatilidad en los mercados accionarios que fue detonado por un incremento en los salarios (Véase gráfica 4.9). En efecto, el reporte de empleo del mes de enero en EE.UU. mostró un crecimiento de los salarios de 2.9% a tasa interanual, cifra por encima de lo esperado y en su nivel más alto desde la

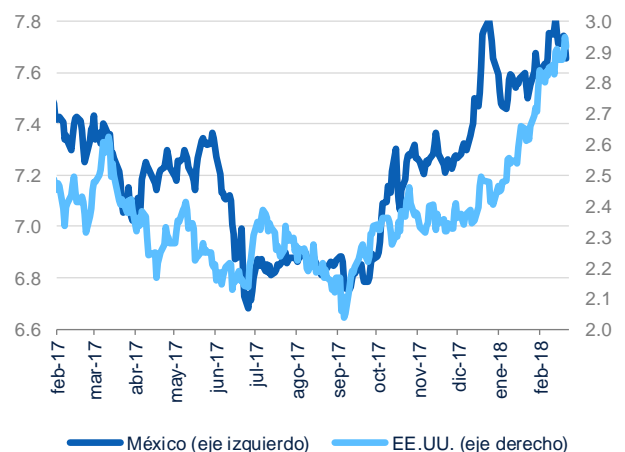
crisis financiera de 2008. Ante este dato se especuló acerca de una posible alza en la inflación y, por lo tanto, de incrementos más rápidos de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal. Los efectos de este episodio se extendieron rápidamente a los mercados accionarios globales, así como a las curvas de bonos gubernamentales. Entre el 1 y el 5 de febrero el índice VIX pasó de 13 a 37%, lo que se reflejó en un retroceso de 6.1% del S&P500, caída más abrupta que la de 4.92% del *benchmark* accionario a nivel global (MSCI World) y de la de 3.15% del *benchmark* de mercados emergentes (MSCI EM). Con este movimiento los mercados norteamericanos prácticamente eliminaron las ganancias obtenidas durante 2018. En el mercado accionario mexicano la caída al 6 de febrero fue de 2.5%. La relevante magnitud de estas caídas estuvo influida más por temas técnicos de mercado que por un cambio en fundamentales a partir del dato de crecimiento en los salarios. Y es que el índice VIX que mide la volatilidad futura del S&P500, uno de los *benchmarks* del mercado accionario norteamericano, se mantuvo 14 meses consecutivos por debajo de su promedio de los últimos diez años, lo que generó incentivos para que los inversionistas tomaran posiciones en instrumentos de riesgo ligados a estos bajos niveles de volatilidad y exacerbaron el alza de la volatilidad al tratar de cerrar sus posiciones. Parte de las pérdidas en los mercados accionarios se revirtieron días después, lo que apoya la idea de que los fundamentales económicos no fueron la causa del movimiento.

**Gráfica 4.9** Volatilidad de las principales clases de activos (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

**Gráfica 4.10** Rendimiento a vencimiento de bonos soberanos a 10 años (ppd)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

En los mercados de renta fija gubernamental los movimientos se han mantenido. Tras el reporte de empleo el rendimiento a vencimiento del bono del Tesoro a 10 años se ha incrementado en alrededor de 15 puntos base (pb) para ubicarse en 2.93%, nivel no observado desde 2014. Por su parte, el rendimiento del bono del Tesoro a 2 años se ha incrementado en sólo 10pb lo que ha generado una mayor pendiente de la curva. Estas alzas han estado más relacionadas con incrementos de la tasa real y el premio por plazo que con las expectativas de inflación, como se pudo haber pensado en un primer momento. En el caso de la curva mexicana también se observó un incremento de los rendimientos. Entre el final de enero



y el 21 de febrero la curva se incrementó 10pb en promedio con alzas de 14pb en su parte corta influidas por el incremento de la tasa de referencia de Banxico el 8 de febrero. En la parte larga el rendimiento a vencimiento del Mbono a 10 años se incrementó a 7.65% un alza de 5pb, mientras que para el plazo de 30 años el incremento fue de 8pb para ubicarlo en 7.89% (véase gráfica 4.10). Estos incrementos están asociados también a la descompresión de la prima por plazo, así como a las expectativas de incrementos de la tasa de política monetaria. Es importante señalar que aun cuando la economía mexicana enfrenta riesgos idiosincráticos el componente del riesgo soberano sigue en niveles por debajo de su promedio de largo plazo. El spread del CDS a 5 años se ubica en niveles de 103 pb cuando el promedio de los últimos 10 años está ligeramente por debajo de los 140 pb.

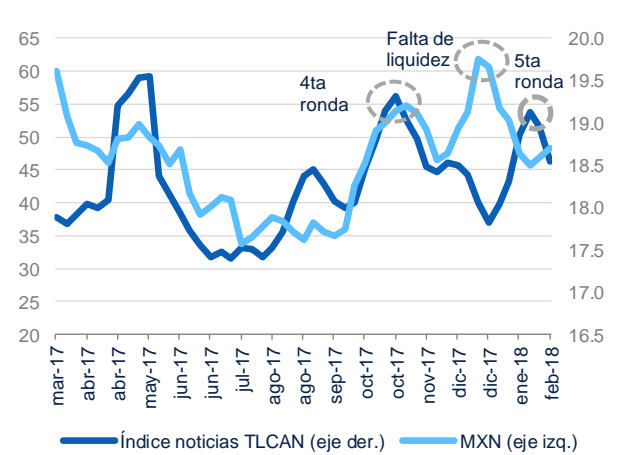
La demanda de bonos por parte de inversionistas extranjeros se mantiene, aunque a niveles claramente menores a lo visto en años anteriores. Durante el 2017 la tenencia de CETES por parte de extranjeros disminuyó en poco más de 2,300 millones de dólares influida por las menores oportunidades de arbitraje que se han venido registrando desde que dio inicio el ciclo de normalización monetaria de la FED. En lo que toca a los bonos, la tenencia de extranjeros se incrementó en alrededor de 5,500 millones de dólares, con una relevante caída durante los dos últimos meses del año en concordancia con las mayores tasas de interés. Así en 2017 la tenencia de instrumentos a tasa fija nominal por parte de extranjeros creció en alrededor de 3,170 millones de dólares, cifra positiva, mas muy alejada de los niveles por encima de 30,000 millones alcanzados en 2013.

El mercado de divisas fue el menos afectado con el reciente episodio de volatilidad. Entre el 1 y el 6 de febrero tuvo lugar un ligero incremento de la demanda de monedas “refugio”, mas este se desvaneció de manera rápida ante la comunicación de los principales bancos centrales en la que reiteraron su postura de incrementos graduales de las tasas de interés. De hecho, las probabilidades implícitas en el mercado de futuros de observar un alza de 75 o 100pb de la tasa de fondos federales durante 2018, se mantuvieron alrededor de 35 y 15% respectivamente.

En el caso particular del peso mexicano este ha estado más influido recientemente por un entorno de debilidad del dólar que por los riesgos idiosincráticos. El proceso de renegociación del TLCAN muestra pocos avances en cuanto a los temas más controvertidos (e.g. reglas de origen del sector automotriz, cláusula de cancelación y mecanismos de resolución de controversias), lo que ha incrementado las posibilidades de que el proceso se retrase respecto al calendario inicial que planteó siete rondas de negociación a concluirse el próximo mes de marzo. Cabe señalar que si bien la posibilidad de un TLCAN 2.0 se ha reducido, también lo ha hecho la posibilidad de una salida del acuerdo por parte de EE.UU. En efecto, recientemente la postura del presidente Trump se ha moderado ante los costos que pudiera tener una ruptura del TLCAN entre los votantes republicanos de estados eminentemente agrícolas, sobre todo ante la cercanía de la elección intermedia del próximo noviembre. Así, y a diferencia de octubre pasado cuando tuvo lugar la cuarta ronda de negociaciones, las novedades con respecto al TLCAN han sido escasas y con ello, los movimientos del tipo de cambio (Véase gráfica 4.11). Por otro lado, aún pareciera temprano para que el nivel del tipo de cambio incorpore el tema electoral. De acuerdo con lo observado en 2006 y 2012, la volatilidad se incrementa de manera clara alrededor de dos meses antes del día de la

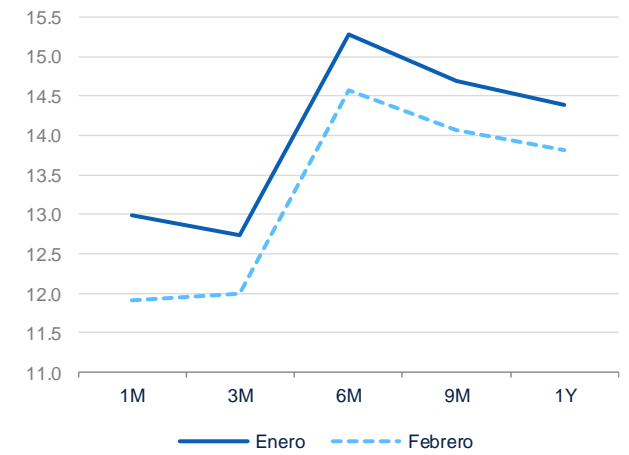
elección, que en este caso tendrá lugar el primero de julio. Esta aseveración está apoyada adicionalmente por el indicador de volatilidad implícita, que muestra un claro repunte en el nodo de 3 meses hacia delante que coincide con la fecha de la elección (véase gráfica 4.12). De esta manera, con la expectativa de un *impasse* en la renegociación del TLCAN y un proceso electoral que aún no se incorpora en los precios, el tipo de cambio se ha visto favorecido por un entorno de debilidad del dólar, que ha perdido 2.3% y 2.6% respecto a los *benchmarks* de divisas de países emergentes y desarrollados, respectivamente, en lo que va del 2019. De hecho, la moneda mexicana es la segunda divisa más apreciada en lo que va del año (5.5%), sólo por debajo del Rand Sudafricano (6.0%).

**Gráfica 4.11** Índice de búsquedas del TLCAN\* y tipo de cambio (índice, ppd)



\* El índice corresponde al promedio móvil de cuatro semanas de las búsquedas en Google a nivel global de la palabra NAFTA  
Fuente: BBVA Research con datos de Google Trends y Bloomberg

**Gráfica 4.12** Volatilidad implícita del tipo de cambio (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

En suma, los activos mexicanos han estado más influidos en épocas recientes por el entorno global que por la evolución de los riesgos idiosincráticos. No obstante, estos riesgos permanecen latentes y es de esperarse que en los próximos meses expliquen en mayor medida la volatilidad de las variables financieras domésticas, particularmente lo que respecta al proceso electoral. Consideramos que ante un escenario en que las negociaciones del TLCAN se posponen será difícil que el peso se aprecie de manera consistente y lleve al dólar a niveles por debajo de los 18 pesos hacia el final del año. Escenario muy distinto al de la firma de un nuevo y favorable acuerdo, que podría llevar al dólar por debajo de los 17.5 pesos. Por su parte, las tasas de interés mantendrán una tendencia al alza, que podría verse exacerbada también en fechas cercanas a la elección. En particular se espera que el rendimiento a vencimiento del bono soberano a 10 años concluya el 2019 alrededor del 7.6% en promedio.

## 5. Previsiones

**Cuadro 5.1** Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

Tasas anuales, %	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	2.9	1.5	2.3	2.6	2.5
UEM	2.0	1.8	2.4	2.2	1.8
Alemania	1.5	1.9	2.6	2.4	1.8
Francia	1.0	1.1	1.9	1.9	1.6
Italia	0.9	1.1	1.6	1.5	1.3
España	3.4	3.3	3.1	2.5	2.3
Reino Unido	2.3	1.9	1.4	1.2	1.4
América Latina*	-0.1	-1.0	1.1	1.7	2.5
México	3.3	2.9	1.9	2.0	2.2
Brasil	-3.5	-3.4	1.0	2.1	3.0
Eagles**	4.8	5.2	5.4	5.4	5.5
Turquía	6.1	3.2	7.0	4.5	4.3
Asia-Pacífico	5.6	5.6	5.6	5.5	5.5
Japón	1.4	0.9	1.4	1.0	1.2
China	6.9	6.7	6.7	6.3	6.0
Asia (exc. China)	4.6	4.7	4.6	4.7	5.0
Mundo	3.4	3.3	3.7	3.8	3.8

\* 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: 12 de enero de 2018.

Fuente: BBVA Research y FMI

**Cuadro 5.2** Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

Indicadores Macroeconómicos	2016	2017	2018	2019	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18
PIB (variación % real)	1.5	2.3	2.6	2.5	1.2	3.1	3.2	2.6	2.9	2.4	2.0	2.0
Consumo personal (var. % real)	2.7	2.7	2.7	2.4	1.9	3.3	2.2	3.8	2.6	2.5	2.2	2.4
Consumo gobierno (var. % real)	0.8	0.1	0.8	0.7	-0.6	-0.2	0.7	2.9	0.2	0.5	0.4	0.6
Inversión fija bruta (var. % real)	-1.6	3.2	4.3	4.8	-1.2	3.9	7.3	3.6	3.1	5.4	4.3	3.5
Construcción <sup>1</sup>	5.5	1.7	2.7	2.1	11.1	-7.3	-4.7	11.7	2.6	3.9	2.2	1.6
Producción industrial (var. % real anual)	-1.2	1.8	2.8	2.5	1.6	5.6	-1.0	5.7	2.1	2.5	3.0	2.1
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.4	-2.3	-2.5	-2.6	-2.4	-2.6	-2.1	-2.4	-2.4	-2.5	-2.5	-2.6
Inflación anual (fin de periodo)	2.1	2.1	2.6	2.1	-1.9	-3.0	0.5	-6.5	-3.0	-1.3	1.0	-4.4
Inflación anual (promedio de periodo)	1.3	2.1	2.8	2.1	-2.1	-1.6	-1.5	-4.4	-4.2	-1.5	-0.2	-2.2
Balance fiscal primario <sup>2</sup> (% del PIB)	-3.1	-3.6	-3.6	-5.2	-4.2	-4.2	-2.8	-3.3	-2.6	-3.7	-4.0	-4.4

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

Nota: pronóstico aparece en negritas

Fuente: BBVA Research

**Cuadro 5.3** Indicadores y Pronósticos México

	2016	2017	2018	2019	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18
<b>Actividad Económica</b>												
<b>PIB (series desestacionalizadas)</b>												
Variación % real anual	2.7	2.3	2.0	2.2	2.9	3.1	1.7	1.5	1.5	2.0	2.7	2.5
Por habitante en dólares	8,782	9,413	9,932	11,082	8,752	9,443	9,877	9,581	9,618	9,147	10,225	10,737
Miles de millones de dólares	1,073	1,162	1,239	1,395	1,075	1,166	1,222	1,187	1,193	1,141	1,277	1,343
<b>Inflación (% prom.)</b>												
General	2.82	6.04	4.62	3.58	4.98	6.10	6.48	6.59	5.39	4.71	4.35	4.04
Subyacente	2.97	4.68	3.84	3.24	4.19	4.78	4.91	4.85	4.32	3.86	3.72	3.46
<b>Mercados Financieros (% prom.)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	4.29	6.75	7.67	7.29	6.17	6.75	7.00	7.08	7.42	7.75	7.75	7.75
Cetes 28 días	4.33	6.69	7.63	7.25	6.07	6.63	6.97	7.07	7.39	7.71	7.71	7.71
TIIE 28 días	4.58	7.06	8.01	7.64	6.40	7.02	7.38	7.42	7.75	8.09	8.09	8.09
Bono 10 años	6.22	7.18	7.56	7.38	7.26	7.11	6.85	7.30	7.55	7.80	7.45	7.50
<b>Tipo de cambio (promedio)</b>												
Pesos por dólar	18.7	18.8	18.9	17.8	19.9	18.6	17.8	18.8	19.2	20.2	18.3	17.8
<b>Finanzas Públicas*</b>												
RFSP (% del PIB)	-2.8	-1.1	-2.5	-2.5				-1.1				-2.5
<b>Sector Externo<sup>2</sup></b>												
Balanza comercial (mmd)	-13.1	-10.9	-13.2	-14.4	-2.8	-0.1	-6.1	-1.8	-2.2	-1.3	-5.5	-4.2
Cuenta corriente (mmd)	-22.7	-18.8	-20.3	-21.2	-10.2	-0.2	-5.2	-3.2	-4.9	-1.5	-6.5	-7.4
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.2	-1.9	-1.6	-1.5	-3.9	-0.1	-1.7	-1.1	-1.6	-0.5	-2.0	-2.2
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.8	4.4	4.1	4.0	4.3	4.3	4.4	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0
Tasa de Desempleo Abierto (% d)	3.9	3.4	3.5	3.6	3.4	3.4	3.5	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5

2: Acumulado, últimos 12 meses

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.amadord@bbva.com

Iván Martínez  
ivan.martinez.2@bbva.com

Arnulfo Rodríguez  
arnulfo.rodriguez@bbva.com

Saidé A. Salazar  
saidearanzazu.salazar@bbva.com

**BBVA Research****Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Análisis Macroeconómico**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Escenarios Económicos Globales**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Mercados Financieros Globales**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Modelización y Análisis de Largo**

Plazo Global  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Regulación Digital y Tendencias**

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Regulación**

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

**España y Portugal**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Oriente Medio, Asia y Big Data**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Turquía**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**América del Sur**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**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

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research – BBVA Bancomer: Paseo de la Reforma 510, Colonia Juárez, C.P. 06600 México D.F., México  
Correo electrónico: [bbvaresearch\\_mexico@bbva.com](mailto:bbvaresearch_mexico@bbva.com) - [bbvaresearch@bbva.com](mailto:bbvaresearch@bbva.com) [www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)