

# Situación México

Tercer trimestre 2019



## Índice

|   |    |
|---|----|
| Índice.....   | 2  |
| 1. En resumen.....  | 3  |
| 2. Entorno global: las tensiones comerciales y la reacción de los bancos<br>centrales condicionan el crecimiento mundial .....  | 6  |
| 3. La economía crece 0.1% (TaT) en el 2T19 impulsada por el sector<br>servicios; la industria continúa en periodo de desaceleración .....                                     | 10 |
| 4. En línea con lo previsto, la inflación recuperó su tendencia a la baja<br>en mayo, tras alcanzar su máximo del año en abril, y ya se encuentra<br>por debajo de 4.0% ..... | 21 |
| 5. Previsiones.....   | 29 |

Fecha de cierre: 2 agosto 2019

## 1. En resumen

La economía crece 0.4% a tasa anualizada en el 2T19 por resiliencia del sector servicios; la industria continúa en desaceleración. Los servicios y el comercio continuarán mostrando resiliencia en los siguientes trimestres, aunque se mantienen los riesgos para la industria asociados principalmente al sector externo, que podrían profundizarse en el segundo semestre del año. En particular, el desempeño de los indicadores adelantados de actividad económica del sector manufacturero en EE.UU. anticipan una menor demanda externa en los siguientes trimestres. A lo anterior se suma el retraso en la aprobación del T-MEC por parte del Congreso en EE.UU. y la profundización de los riesgos domésticos para la inversión privada como resultado de la incertidumbre asociada a la revisión de contratos por parte del gobierno federal.

La creación de empleo formal se ha desacelerado debido al bajo dinamismo de la economía, presentando una tasa anual de crecimiento de 2.4% en promedio durante los primeros seis meses del año, que es el crecimiento promedio más bajo desde 2010. Por otro lado, el crecimiento del salario real ha permitido de igual manera un crecimiento de la masa salarial de 5.4% para ese mismo periodo, sin embargo, esto no ha ido acompañado de incrementos de la productividad, lo cual es necesario para que sea sostenible. Derivado de las expectativas del crecimiento económico y recuperación gradual de la economía, esperamos que el empleo promedio mantendrá tasas cercanas al 2.4% trimestral al cierre del año. El salario real continuará creciendo, pero a un ritmo menor, cerrando el último trimestre del año con un crecimiento promedio anual alrededor del 1.8%.

Así, la desaceleración del sector exportador en México junto con la desaceleración del sector industrial apunta hacia el sector terciario como el ancla principal de la actividad económica en la segunda mitad de 2019.

La inflación por su parte, recuperó su tendencia a la baja en mayo, tras alcanzar su máximo del año en abril, y ya se encuentra por debajo de 4.0%. El aumento acumulado de 0.7pp previsto en enero-julio será el más bajo desde 2015-16, años en los que la inflación alcanzó promedios mínimos históricos de 2.7% y 2.8%, respectivamente. A pesar de la resistencia a la baja en la inflación subyacente, la inflación general ha tenido un desempeño muy favorable en los primeros siete meses del año. El aumento acumulado de 0.7pp en enero-julio es el tercero más bajo de los últimos nueve años, similar al de 0.6% observado en 2016, el segundo más bajo en este periodo, y significativamente menor al de 1.2% observado en promedio durante 2011-2018 si excluimos 2015 (cuando la inflación acumulada a julio fue la más baja de la historia por los efectos favorables de la reforma de telecomunicaciones por la eliminación de algunos cobros como el de larga distancia) y 2017 (cuando la inflación acumulada a julio fue muy alta por el traspaso del mayor tipo de cambio a los precios de las mercancías tras tomar posesión Trump). Destaca que, a pesar de la resistencia a la baja de la inflación subyacente, el aumento acumulado de la inflación general a julio sea (-)0.4pp menor al promedio típico durante esta década. Prevemos que la inflación continuará evolucionando favorablemente; mantenemos sin cambios nuestras previsiones para 2019 y 2020. Seguimos anticipando que la inflación general cerrará el año en 3.4% y la subyacente en 3.3%. Nuestros pronósticos para el cierre de 2020 siguen siendo 3.5% y 3.3%, respectivamente.

Los cambios en el tono de Banxico muestran una mayor flexibilidad y una mejor caracterización de la evolución reciente de la inflación y de su desempeño más probable hacia delante (continuación de una tendencia a la baja). Creemos que en junio Banxico tomó un pequeño paso rumbo al pronto inicio de un relajamiento de la postura monetaria. Seguimos anticipando 50pb de bajadas en la tasa monetaria (a 7.75% a fin de año), comenzando con -25pb en septiembre. Para 2020 seguimos previendo un recorte acumulado adicional de 100pb a 6.75%.

Creemos que lo más probable es que Banxico cambie a un enfoque de gradual relajamiento de la postura monetaria más pronto que tarde, de hecho, en la reunión de agosto, en la que podrían señalar que menores tasas de interés son inminentes. Hay varias razones para ello: i) la Reserva Federal recortó su tasa de referencia en julio y dejó claro que no retomará un ciclo de subidas al menos en lo que resta del año; este movimiento amplió aún más el elevado diferencial de tasas de interés entre México y EE.UU. ii) el tipo de cambio está relativamente estable a pesar de los riesgos y del reciente aumento (depreciación acumulada de 3% por tensiones comerciales y aversión al riesgo global); iii) como preveíamos la inflación general ya se ubica debajo de 4.0% y mantendrá tendencia a la baja el resto del año; la subyacente retomará tendencia bajista de forma más clara en el cuarto trimestre pero en el tercero es previsible que descienda al rango estrecho en el que fluctuó el entre 2T18 y 1T19; iv) la economía está dando muestras claras de debilidad (crecimiento del PIB de apenas 0.1% TaT en 2T19 tras contraerse (-)0.1% TaT en 1T19) y, en consecuencia, la mayor debilidad de la posición cíclica de la economía se está traduciendo en un aumento de la brecha del producto (output gap), no solo acotando los posibles riesgos alcistas sino inclinándolos a la baja; y v) la postura monetaria es altamente restrictiva: la tasa de política monetaria real ex ante se ubica por encima de 4.0% (en 4.3% en julio), un nivel elevado para estándares históricos, y significativamente mayor a la estimación de 2.0% de la tasa neutral.

En este contexto, en nuestra opinión, el caso para una postura menos restrictiva de la política monetaria es cada vez más fuerte. Creemos que Banxico flexibilizará significativamente su comunicación en agosto y comenzará a relajar de forma gradual y cautelosa su postura monetaria en septiembre.

Con respecto al tipo de cambio, éste está siendo afectado por el significativo aumento reciente de la aversión al riesgo global, su evolución reciente muestra una diferenciación positiva y prevemos que, de moderarse dicha aversión, regresaría a niveles ligeramente más moderados. De hecho, desde el 7 de junio cuando se dispó el riesgo de la posible imposición de aranceles a las exportaciones de México a EE.UU., el peso ha tenido un mejor desempeño que el resto de las divisas de emergentes. Es importante reiterar que los riesgos para el peso continúan sesgados al alza, y están principalmente relacionados con PEMEX (el gobierno aún debe abordar los problemas de PEMEX de manera creíble), la calificación soberana, la ejecución del presupuesto 2019 y las presiones fiscales en el futuro, y un posible retraso en la ratificación del acuerdo comercial de Norteamérica en el Congreso de EE.UU., pero con la Reserva Federal al margen el contexto para las monedas de emergentes mejorará cuando se moderen las tensiones comerciales entre EE.UU. y China.

En lo relativo a PEMEX, consideramos que su plan de negocios no modifica el riesgo de una reducción en su calificación crediticia por parte de Moody's. Si bien el plan de negocios contempla algunas medidas para fortalecer tanto las finanzas como la capacidad productiva de Pemex, consideramos que son insuficientes para resolver los dos grandes problemas estructurales de la empresa: el excesivo endeudamiento financiero y la caída en la producción. Para aumentar las probabilidades de incrementar significativamente la producción petrolera en los tres últimos años del sexenio, sugerimos que se reactive el modelo de negocios basado en farmouts. Así, Pemex podría compartir no solamente el riesgo exploratorio, sino también la inversión y el know-how tecnológico con otras empresas líderes de la industria petrolera.

La reducción permanente en la carga fiscal de Pemex y las inyecciones de capital a Pemex más allá de 2022 deberían ir acompañadas de modificaciones en la política recaudatoria que no pongan en riesgo el cumplimiento de las metas fiscales. Tal acción mitigaría el riesgo de una reducción en la calificación crediticia soberana en el corto y mediano plazo.

En materia de finanzas públicas, el avance de 95% en el cumplimiento de la meta de 1.0% del PIB para el balance primario de 2019 permite prever que la meta fiscal de este año será cumplida. Los ingresos presupuestarios totales del sector público mostraron un aumento anual real de 0.6% en el periodo enero-junio de 2019. En la desagregación de los ingresos presupuestarios totales por componentes, los ingresos no tributarios (incluyendo los ingresos petroleros del gobierno federal) mostraron un retroceso anual real de 9.6% en el mismo periodo. Por su parte, los ingresos tributarios exhibieron un aumento anual real de 4.4% en el primer semestre de 2019. En particular, el IEPS gasolinas y diésel aportó 3.7 puntos porcentuales a la variación anual real de los ingresos tributarios. Esta contribución positiva fue contrarrestada por la aportación negativa del IVA de 0.1 puntos porcentuales al dinamismo de los ingresos tributarios. Por su parte, el ISR también mostró una contribución positiva de 0.8 puntos porcentuales a dicho dinamismo.

En lo referente al gasto neto pagado del sector público en el periodo enero-junio de 2019, éste registró una caída anual real de 4.5%. Es importante reconocer que las participaciones federales, las pensiones públicas y el costo financiero de la deuda pública continuaron presionando a las finanzas públicas en el periodo enero-junio de 2019. No obstante, cálculos propios muestran que, sin la inversión financiera y los rubros de gasto mencionados, el resto del gasto experimentó un mayor decremento al haber exhibido una contracción anual real de 13.1% durante dicho periodo.

## 2. Entorno global: las tensiones comerciales y la reacción de los bancos centrales condicionan el crecimiento mundial

En los últimos meses la escalada proteccionista se ha intensificado y las tensiones comerciales han aumentado. **A pesar de que durante la última cumbre del G20, EE. UU. y China anunciaron una tregua que ofrece la oportunidad de retomar las negociaciones, las dudas sobre un acuerdo final no se van a disipar fácilmente y seguirán frenando el crecimiento global.** En este contexto, en el que además la inflación se mantiene baja y los riesgos sobre el crecimiento están muy presentes, **los bancos centrales han cambiado su postura, mostrándose proclives a reducir de nuevo las tasas de interés.** Se espera que este giro de las autoridades monetarias compense el efecto negativo del incremento de las tensiones comerciales y establezca el crecimiento global, aunque en niveles más bajos que en años anteriores.

### La escalada proteccionista sigue siendo una fuente de incertidumbre, incluso después de la última tregua comercial entre EE. UU. y China

**Durante los últimos meses hemos visto cómo se ha intensificado el conflicto comercial,** al que se ha añadido una nueva vertiente centrada en el conflicto tecnológico. El Gobierno de EE. UU. anunció nuevos aumentos de aranceles desde el 10% al 25% a las importaciones desde China por un valor de 200 mil millones de dólares, y amenazó con extenderlas al resto de las importaciones (unos 230 mil millones adicionales). Además, introdujo a Huawei en una lista negra de empresas con las que no se puede tener relaciones. Por su parte, China respondió con aranceles del 25% a las importaciones desde EE. UU. por valor de 60 mil millones de dólares. Sin embargo, **en la reciente cumbre del G20 se ha declarado una tregua** (aunque no se han revertido los aumentos arancelarios), rebajando así la tensión y permitiendo retomar las negociaciones. En cualquier caso, aunque se ha evitado el peor de los escenarios, la intensidad y la amplitud de los temas de conflicto sugieren que no será fácil llegar a un acuerdo comercial, y que las tensiones entre ambos países continuarán en el futuro.

### A pesar de los nuevos estímulos monetarios, en los mercados financieros hay un fuerte efecto refugio

La alta incertidumbre generada por las tensiones comerciales incrementó fuertemente la aversión al riesgo en los mercados, de tal manera que el VIX repuntó significativamente hasta niveles de 20 (+7bp) durante la primera quincena de mayo, provocando un ajuste en las bolsas mundiales del 6% en media. Todo ello incrementó la demanda de valores seguros y, junto con una actitud más acomodaticia de los bancos centrales, provocó que la rentabilidad del bono alemán a diez años alcanzara mínimos históricos, y que la del bono estadounidense a diez años bajara hasta los mínimos observados en 2016 (ver Gráfica 2.1). Sin embargo, el nivel tan reducido de las rentabilidades de los activos seguros y la confianza en que la acción de los bancos centrales sostendrá el crecimiento han generado una búsqueda de rentabilidad alternativa, lo que se tradujo tanto en el aumento de las bolsas (el S&P500 ha alcanzado de nuevo

niveles máximos históricos) como de los bonos de los países emergentes y de los países de la periferia europea. En cualquier caso, se sigue notando la falta de un apetito generalizado por riesgo.

## En un contexto de alta incertidumbre y baja inflación, las tensiones comerciales han llevado a los bancos centrales a reevaluar su política

Para contrarrestar los efectos negativos de la escalada proteccionista y la inquietud de los mercados globales, **la Reserva Federal y el BCE (en ese orden) han señalado su intención de adoptar nuevas medidas de estímulo**, como seguro contra escenarios de riesgo cada vez más probables y para neutralizar el continuo descenso de las expectativas de inflación a largo plazo. La Fed hizo cambios en su comunicado de la reunión del 19 de junio que sientan las bases para el inicio de las bajadas de tasas de interés. Alertó de que la inflación podría caer por debajo del objetivo del 2%, pasó de calificar el crecimiento como “sólido” a “moderado” y, ante la amenaza comercial y la incertidumbre política, cambió de una actitud de “paciencia” a una de “supervisión estrecha”. Por su parte, el BCE ha reforzado la orientación acomodaticia sobre la política monetaria, aprobando un nuevo programa de provisión de liquidez (LTRO-III) y retrasando desde finales de 2019 hasta mediados de 2020 su compromiso de mantener las tasas de interés en los niveles actuales. Además, ha señalado que dispone de un abanico de instrumentos para luchar contra los riesgos de bajo crecimiento e inflación, incluyendo la reducción de las tasas de depósito o revitalizando el programa de compras de bonos (QE), lo que sí ha representado una novedad respecto a la comunicación previa.

Por su parte, **China anunció que tiene mucho margen para ajustar su política monetaria si el conflicto comercial se intensifica**. De hecho, se esperan recortes de las tasas de los préstamos y en la ratio de reservas requeridas a los bancos (RRR). Además, anunció que utilizará 43 mil millones de dólares en cuotas de redescuento y facilidades permanentes de préstamo (SLF), y que comenzará a aceptar certificados interbancarios de depósitos y certificados bancarios como garantía de los bancos pequeños para apoyar la liquidez. **En política fiscal**, habrá una mayor emisión de deuda por parte de los gobiernos locales y un plan de capacitación de 14,500 millones de dólares para aquellos individuos que han perdido sus empleos debido a la desaceleración.

## El crecimiento mundial continúa en una suave tendencia a la baja

En la segunda mitad de 2018, el crecimiento mundial estuvo por debajo de la media de años anteriores. Esto se debe, en gran medida, a los malos resultados de las exportaciones, que se han mantenido prácticamente estancadas desde mediados del año pasado y que tienen como principal afectado a la industria manufacturera. **Los datos de actividad muestran cómo, desde comienzos de año hasta abril, el sector industrial se ha seguido desacelerando**, pese al buen dato de marzo. **Lo más probable es que esta tendencia se mantenga**, ya que los PMI de manufacturas han seguido cayendo en mayo y junio hasta situarse en territorio contractivo. No obstante, **el crecimiento en el primer trimestre de 2019 recuperó algo de dinamismo**, aunque siguió por debajo de la media.

De cara a lo que resta del año, existe el riesgo de que la debilidad de las manufacturas y de las exportaciones acabe contagiando al sector servicios, que se mantiene relativamente robusto, apoyado en la fortaleza del empleo y la baja inflación. En este sentido, **nuestro modelo BBVA-GAIN sugiere una estabilidad del crecimiento trimestral a nivel global en torno al 0.8%**, en línea con nuestra previsión (3.3%) para el crecimiento anual de 2019.

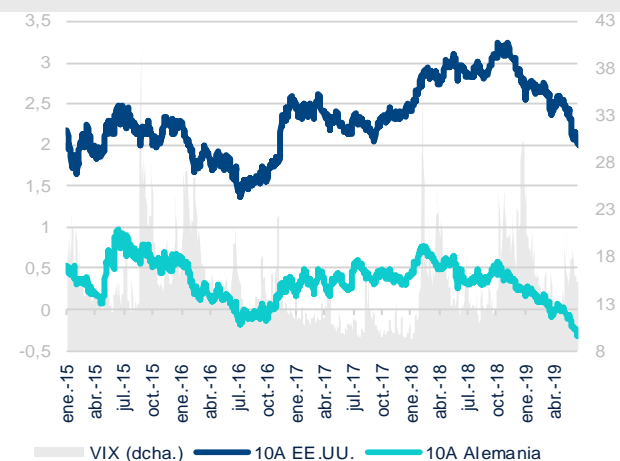


## Se mantiene el escenario para el crecimiento sin apenas cambios, aunque aumentan los riesgos a la baja

El escenario base incorpora el **supuesto de que finalmente se producirá el acuerdo comercial entre EE. UU. y China, posiblemente hacia finales de año**, reduciendo así las tensiones comerciales, aunque no eliminándolas. También se espera que no haya un aumento significativo de las tensiones entre EE. UU. y Europa (que pende de la amenaza de aumentar los aranceles al sector del automóvil por parte de EE. UU.). **En principio, la salida del Reino Unido de la UE no debería suponer un evento con impacto significativo** en la economía global. Además, en el mercado del crudo, debido al aumento de oferta por parte de EE. UU. y la disminución de la demanda, que más que compensan los recortes de producción de la OPEP, se prevé una ligera reducción de los precios del Brent, desde alrededor de los 68 dólares/barril durante el segundo trimestre del año hasta cerca de los 62 y 55 dólares al cierre de 2019 y 2020, respectivamente.

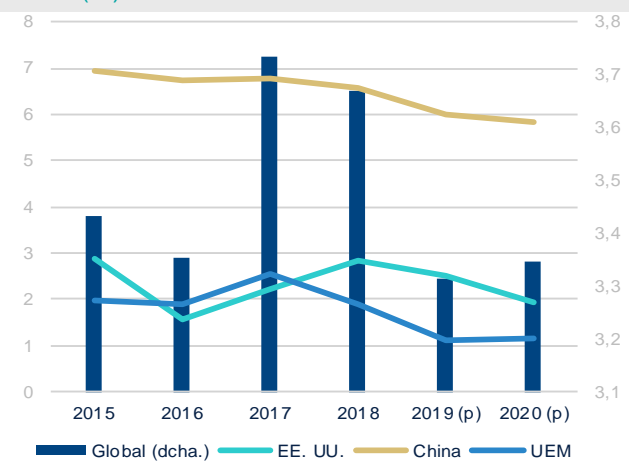
Por último, **se espera que los estímulos monetarios compensen los efectos de las prolongadas tensiones comerciales y eventuales shocks futuros**, si bien ambos factores operan por canales diferentes, siendo la incertidumbre comercial un factor negativo de oferta y los estímulos monetarios un estímulo positivo de demanda. De este modo, el crecimiento mundial se estabilizaría, aunque a niveles relativamente más bajos que en años anteriores. Por todo ello, mantenemos la previsión de que el **PIB global, que avanzó un 3.7% en 2018, crezca el 3.3% en 2019 y en 2020** (véase la Gráfica 2.2).

Gráfica 2.1 **RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 2.2 **CRECIMIENTO DEL PIB ANUAL: 2015-2020 (%)**



(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research

En EE. UU. el crecimiento debería ir perdiendo impulso progresivamente, convergiendo a sus tasas de crecimiento potencial. En particular, se estima que **el PIB estadounidense crecerá el 2.5% en 2019 y el 2.0% en 2020, tras el 2.9% registrado en 2018**. Para sostener la expansión económica ante el riesgo de menor crecimiento y de baja inflación, **la Reserva Federal está en condiciones de iniciar un ciclo de expansión en el 3T19, reduciendo sus tasas en hasta 75 pb** en los próximos trimestres, y los mantendrá después estables hasta 2022.



**En Europa** el crecimiento será más suave a causa de la debilidad de la industria y de la elevada incertidumbre (comercio y *brexít*). Se espera, por tanto, que **el BCE refuerce su gestión de expectativas (“forward guidance”) y reduzca aún más las tasas de depósitos (-10 pb en el 3T19)**, dejándolas inalteradas hasta finales de 2021. Además, se prevé que adopte un sistema escalonado de depósitos y, sólo si la situación empeora, vuelva a implementar medidas de expansión cuantitativa (QE). Por tanto, **el escenario para Europa se mantiene con pocos cambios**. Gracias al buen dato del primer trimestre, se revisa al alza el **crecimiento en 2019 en una décima hasta el 1.1%** y, debido a la persistencia de la debilidad del sector industrial y a la mayor incertidumbre, se hace una ligera revisión **a la baja para 2020 de una décima hasta el 1.2%**.

**En China se esperan más medidas de estímulo fiscal** (recorte de impuestos y expansión de la deuda de los gobiernos regionales) que, junto a los recortes de las tasas de interés de los préstamos, de los encajes bancarios y del crédito específico a mediano plazo, entre otras medidas, logre mantener el crecimiento, contrarrestando así el efecto negativo de la guerra comercial. Estas medidas de estímulo **ayudarán a que el PIB crezca un 6.0% en 2019 y un 5.8% en 2020, en línea con las previsiones anteriores**.

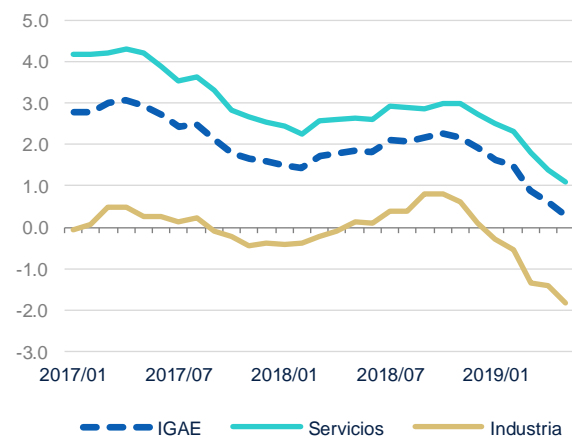
**A pesar de que la visión sobre la economía global no difiere mucho de la publicada en la anterior edición de esta revista, los riesgos que existen sobre el escenario global son relativamente más altos** debido a la escalada proteccionista y su potencial impacto a nivel global. No es descartable tampoco una extensión de las tensiones comerciales a otros sectores y países, dado que están pendientes las amenazas de aranceles al sector del automóvil por parte de EE. UU. Asimismo, aumenta el riesgo de que EE. UU. entre en una recesión económica, mientras los riesgos políticos en Europa siguen siendo relevantes (*brexít* y política fiscal en Italia). Por último, los estímulos de China frenan el proceso de desapalancamiento del país y, por ello, aumenta su vulnerabilidad a mediano y largo plazo.

### 3. La economía crece 0.1% (TaT) en el 2T19 impulsada por el sector servicios; la industria continúa en periodo de desaceleración

En el segundo trimestre del año la economía muestra signos de resiliencia impulsada por el sector terciario (63% del PIB) que en ese periodo creció 0.2% (TaT, ae), lo que representa una tasa mensual anualizada de 0.4%. La industria por su parte (29% del PIB), continúa mostrando bajo dinamismo, con un crecimiento nulo en el mismo periodo, mientras que el sector primario (3% del PIB) muestra una variación de -3.4% (TaT, ae).

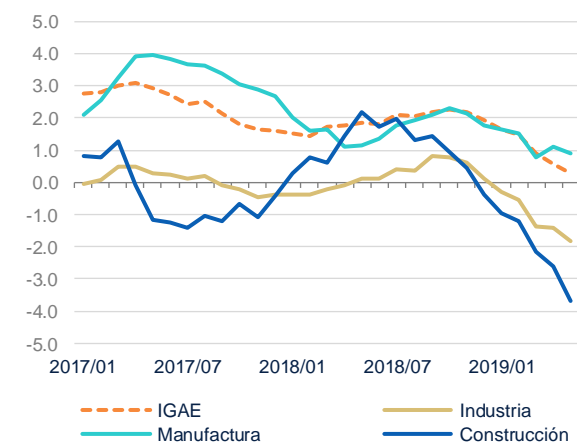
Los indicadores mensuales de actividad disponibles hasta la fecha muestran mayor debilitamiento en el sector construcción dentro de la industria, con una variación mensual de -6.2% en mayo, la menor cifra desde 2010. El sector manufacturero comienza a mostrar mayores signos de ralentización al registrar una variación de -0.2% en el mismo periodo, tras reportar variaciones positivas desde enero. Anticipamos que este sector mostrará mayor debilitamiento durante la segunda mitad del año derivado del menor crecimiento de la demanda externa ante la debilidad del sector manufacturero en EE.UU. El último dato del indicador ISM de producción manufacturera en EE.UU. muestra en julio una reducción a 51.2, desde 51.7 el mes previo, la menor cifra en los últimos tres años. El desempeño de la minería refleja la continua reducción de la producción petrolera, al registrar una variación de -1.3%, por tercer mes consecutivo. El sector asociado a la generación y transmisión de electricidad, agua y gas, reportan en mayo una variación de -0.6%, respectivamente, después de registrar un crecimiento de 2.0% el mes anterior.

Gráfica 3.1 **IGAE**  
(AaA%, MEDIA MÓVIL 6 MESES)



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.2 **ACTIVIDAD INDUSTRIAL**  
(AaA%, MEDIA MÓVIL 6 MESES)

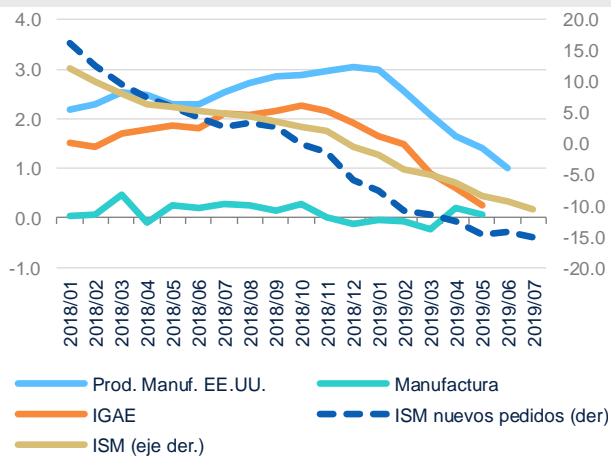


Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

En el sector terciario, el mayor dinamismo se registra en los servicios, en especial los personales, corporativos, financieros e inmobiliarios con un crecimiento mensual de 5.2% en mayo (vs -3.7% previo). Le siguen los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos, con una variación mensual de 3.8% en el mismo periodo, mientras

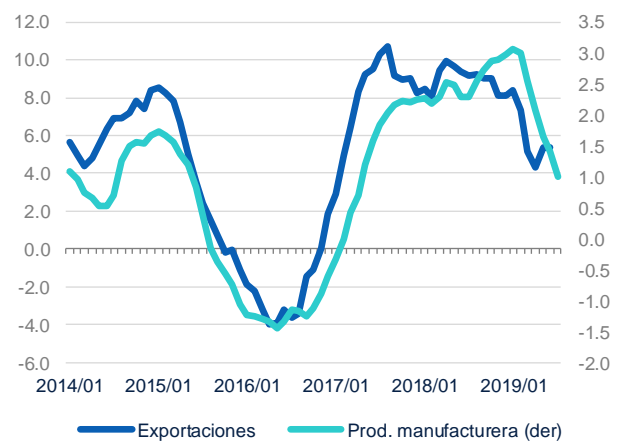
que el comercio al por menor crece a tasa mensual de 2.4%. Los servicios educativos, de salud y de asistencia social, y los servicios de esparcimiento, junto con las actividades legislativas y gubernamentales, registran menor dinamismo con variaciones mensuales en mayo de -0.1%, -0.6% y -0.6% respectivamente. Así, en términos globales el sector terciario reporta señales de resiliencia en el 2T19, tras un crecimiento nulo en el 1T19 (IGAE, TaT%, ae).

Gráfica 3.3 **INDICADORES DEL SECTOR MANUFACTURERO EN MÉXICO Y EE.UU.** (AaA%, PROMEDIO MÓVIL 6 MESES)



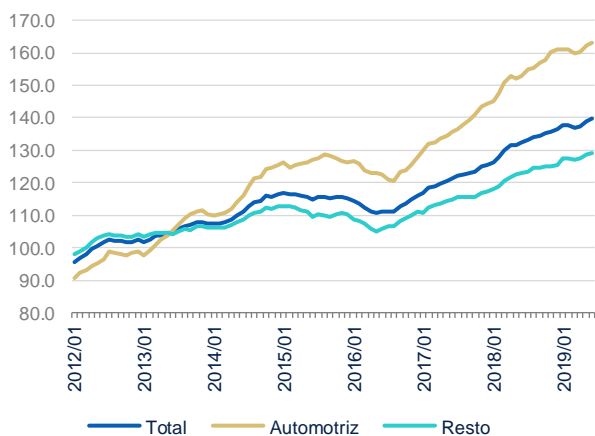
Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.4 **EXPORTACIONES NO PETROLERAS DE MÉXICO E ÍNDICE DE PRODUCCIÓN MANUFACTURERA EN EE.UU.** (AaA%, PROM. MÓVIL 6 MESES, EE.UU. UN MES ADELANTE)



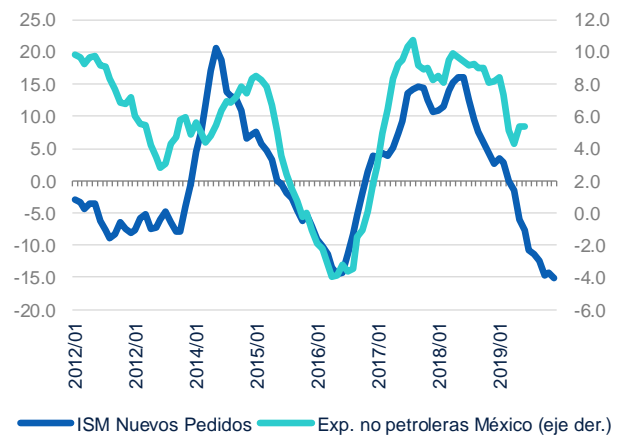
Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.5 **EXPORTACIONES MANUFACTURERAS (ÍNDICE 2013/01 = 100, PROM. MÓVIL 6 MESES)**



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

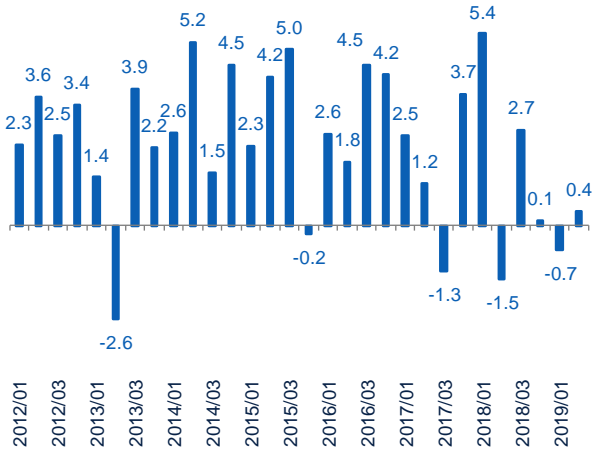
Gráfica 3.6 **EXPORTACIONES NO PETROLERAS DE MÉXICO E ÍNDICE ISM DE NUEVOS PEDIDOS** (AaA%, PROMEDIO MÓVIL 6 MESES, ISM 6 MESES ADELANTE)



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

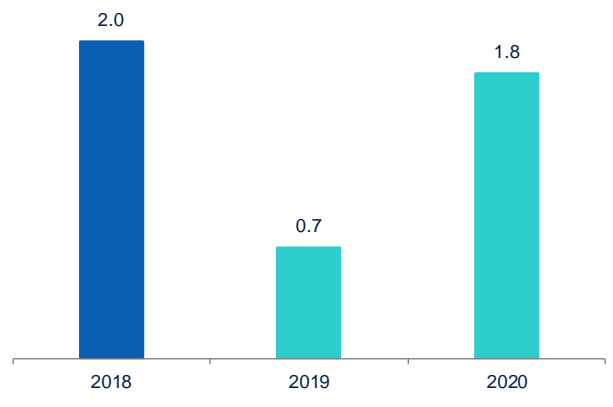
Aunque estimamos que los servicios y el comercio continuarán mostrando resiliencia en los siguientes trimestres, consideramos que se mantienen los riesgos para la industria asociados principalmente al sector externo, que podrían profundizarse en el segundo semestre del año. En particular, el desempeño de los indicadores adelantados de actividad económica del sector manufacturero en EE.UU. anticipan una menor demanda externa en los siguientes trimestres. El indicador ISM de nuevos pedidos de ese país registró en el mes de julio un valor de 50.8 desde 58.2 a principios de año. La producción manufacturera de ese país por su parte, registra desde enero una mayor desaceleración con una tasa de crecimiento interanual en ese mes de 1.1% (desde 2.7% en diciembre, ae) llegando a 0.5% en junio. Debido a la alta correlación entre las exportaciones mexicanas de manufactura y la producción manufacturera en EE.UU. estimamos que el menor dinamismo que los indicadores de demanda externa han venido mostrando en los últimos trimestres se reflejará con mayor profundidad en el sector manufacturero doméstico durante la segunda mitad de este año, considerando los rezagos en la transmisión de los efectos. Las primeras señales se muestran ya: la tasa de crecimiento de las exportaciones en dólares durante el primer semestre del año (acumulado enero-junio) registra un crecimiento de 5.5%, desde una variación de 9.1% observada en el mismo periodo del año previo. La desaceleración del sector exportador en México junto con la desaceleración del sector industrial apunta hacia el sector terciario como el ancla principal de la actividad económica en la segunda mitad de 2019.

Gráfica 3.7 **PIB**  
(TASA TRIMESTRAL ANUALIZADA, %)



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

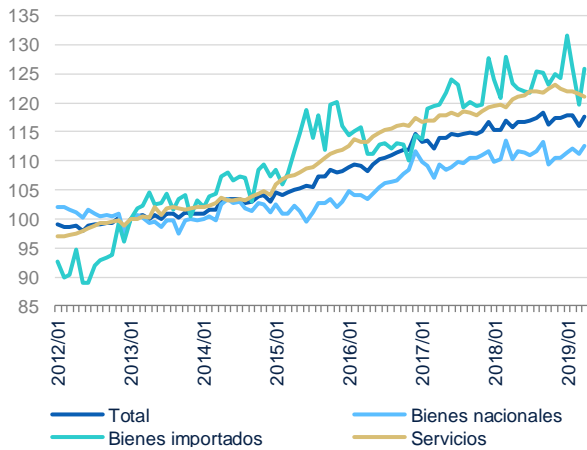
Gráfica 3.8 **PIB**  
(VAR. % ANUAL)



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

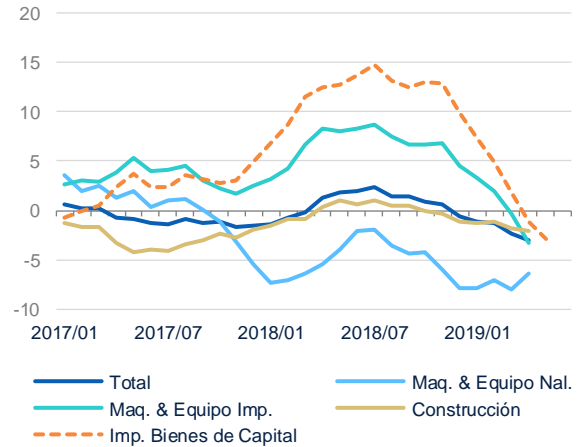
Si bien en el último trimestre del 2018 el consumo privado registró una variación trimestral anualizada de -1.1%, su debilidad parece transitoria. En el 1T19 este componente de la actividad creció 0.2% (TaT), lo que representó una tasa anualizada de 1.0%, el comportamiento del sector terciario en el 2T19 apunta hacia una variación positiva, aunque moderada del consumo en el 2T19. Los datos disponibles a la fecha del indicador de ingresos por suministro de bienes y servicios al por menor anticipan este comportamiento positivo: en mayo, este índice registró un crecimiento mensual de 0.7% (ae), cercana a la variación de 0.9% observada en abril. Consideramos que la menor inflación esperada para este año favorecerá el poder adquisitivo de los agentes económicos, a lo que se suma el efecto marginal en el consumo privado que tendrá el plan de acción para activar la economía anunciado recientemente por el gobierno federal, por lo que anticipamos que este componente del PIB se mantendrá como el ancla principal del crecimiento en 2019.

Gráfica 3.9 **INDICADOR MENSUAL DE CONSUMO PRIVADO** (ÍNDICE 2013/01 = 100)



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.10 **Inversión Fija Bruta e Importación de Bienes de Capital** (AaA%, media móvil 6 meses)



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

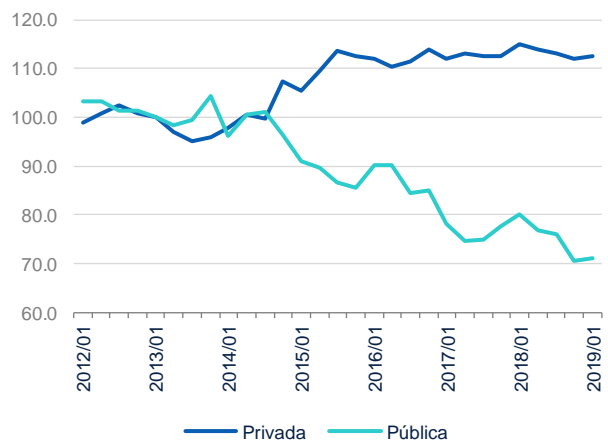
En el 1T19 la inversión privada registró un crecimiento trimestral de 0.5% (TaT, ae) lo que representó una tasa anualizada de 2.2%. De acuerdo con los datos hasta la fecha disponibles del indicador de inversión fija bruta, ésta continúa en desaceleración en el mes de abril, con una variación interanual de -2.4% (ae), como resultado del bajo dinamismo del segmento de maquinaria y equipo importado y construcción. En este último rubro, la desaceleración más pronunciada se observa en el segmento no residencial, que en ese mismo mes registró una variación interanual de -2.7%. La importación de bienes de capital en el segundo trimestre del año anticipa también un crecimiento menor de la inversión privada en el 2T19 al registrar una tasa de crecimiento trimestral de -6.4% (ae) al cierre de junio. Desde 2016 la inversión privada ha mantenido una senda de bajo crecimiento que durante 2018 se acentuó por el periodo electoral, las líneas de política económica del nuevo gobierno, y el retraso en la aprobación del TMEC en EE.UU. Este año los riesgos domésticos y externos se acentúan para la inversión privada, en primera instancia como resultado de la incertidumbre asociada a la revisión de contratos por parte del gobierno federal, y en segunda, por el menor crecimiento esperado en el sector manufacturero mexicano, por menor dinamismo del sector industrial en EE.UU. Los indicadores de momento adecuado para invertir en el 2T19 señalan claramente menor certidumbre para los inversionistas, con una variación de -13.2% (ae) para el sector construcción y de -2.1% para la manufactura en el 2T19.

Gráfica 3.11 **CONSTRUCCIÓN**  
(AaA%, media móvil 6 meses)



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

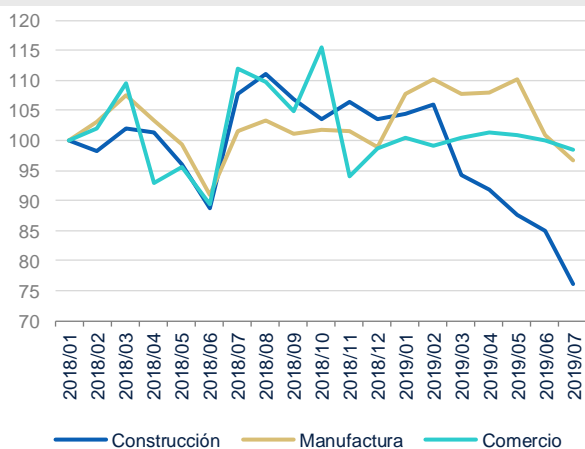
Gráfica 3.12 **INVERSIÓN FIJA BRUTA**  
(ÍNDICE 2013/01 = 100)



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

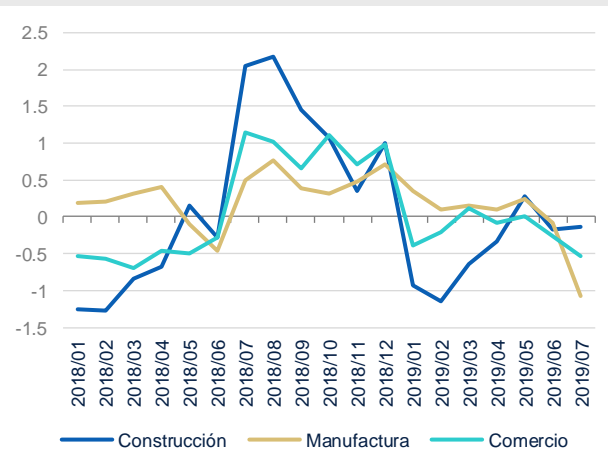
La inversión pública creció 0.8% en el 1T19 (3.4% a tasa trimestral anualizada), después de tres trimestres de variaciones negativas, en parte impulsada por la compra de equipo de transporte por parte del gobierno federal para solventar la distribución de combustible a principios de año. La serie histórica de esta variable apunta hacia una marcada ralentización al final de cada sexenio que se extiende generalmente hacia el primer año de la administración entrante, por lo que anticipamos que el lento dinamismo de la inversión pública continuará observándose en la segunda mitad de 2019. Junto con la inversión pública, estimamos que el consumo gubernamental registrará bajas tasas de crecimiento, por tratarse del primer año del nuevo gobierno, lo que representa una curva de aprendizaje en términos de ejecución del gasto. El subejercicio del gasto público registrado en la primera mitad del año apunta ya en ese sentido.

Gráfica 3.13 **MOMENTO ADECUADO PARA INVERTIR** (ÍNDICE 2018/01 = 100)



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.14 **INDICADOR DE CONFIANZA EMPRESARIAL** (MaM%, PROM. MÓVIL 6 MESES)

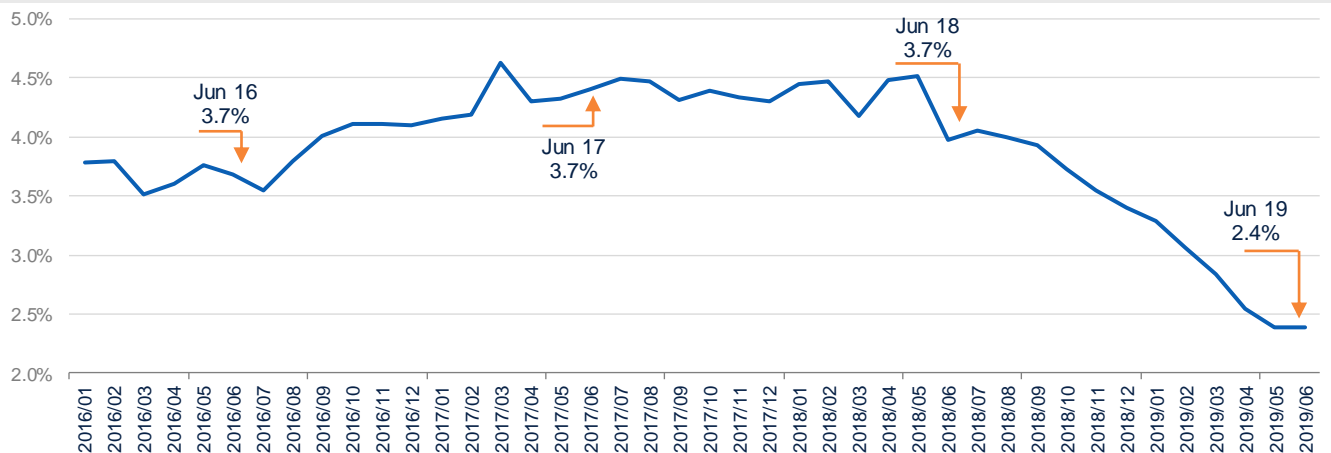


Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

## La desaceleración económica ha repercutido en un menor dinamismo en la generación de empleo formal

La creación de empleos formales durante los primeros seis meses del año ha mostrado una desaceleración importante. De acuerdo a cifras del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) el número de trabajadores afiliados en junio de 2019 alcanzó una cifra de 20.38 millones, lo que representa un crecimiento anual de 2.4% durante los primeros seis meses del año, nivel significativamente menor a la tasa de los primeros seis meses de 2018 que fue de 4.0%. Esta baja en el crecimiento del nivel de empleo se ha ido acentuando conforme a transcurrido el año, en este sentido, el mes de enero inicio con una tasa anual de crecimiento de 3.3% y para junio llegó a una tasa de 2.4%; cabe señalar, que estas tasas son las más bajas desde 2010.

Gráfica 3.15 **ASEGURADOS ASOCIADOS A UN EMPLEO AFILIADOS AL INSTITUTO MEXICANO DEL SEGURO SOCIAL (IMSS), (VARIACIÓN % ANUAL)**



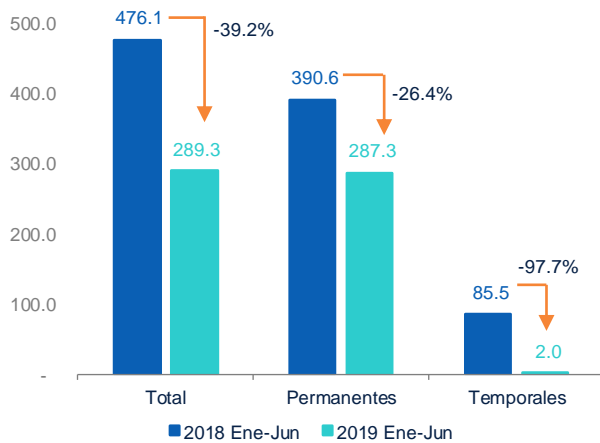
Fuente: BBVA Research con datos del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS)

En términos absolutos se crearon 289.3 mil empleos en los primeros seis meses de 2019, lo que representa una disminución de 39.2% respecto al 2018 (186 mil empleos menos) lo cual ha estado ligado a los bajos niveles de actividad económica, a la caída de la inversión pública y al estancamiento de la inversión privada.

Por otro lado, cifras del IMSS indican que durante los primeros seis meses de 2019 el salario base de cotización de los trabajadores fue de 374.4 pesos y de 350.6 pesos en 2018, lo que en términos nominales representa un crecimiento de 6.8% y en términos reales de 2.5%, este incremento aunado al buen desempeño de la inflación ha contribuido a mantener el poder adquisitivo del salario. Derivado de lo anterior la masa salarial ha mostrado un repunte, con una tasa anual de crecimiento 5.4% en términos reales de enero a junio de 2019. Es importante señalar que el incremento no ha sido acompañado de crecimientos de la productividad, ya que de acuerdo al Indicador Global de Productividad Laboral de la Economía del INEGI (IGPLE, con base en el personal ocupado) del cual contamos con información hasta el primer trimestre de 2019, ha presentado variaciones anuales trimestrales negativas desde junio de 2018.

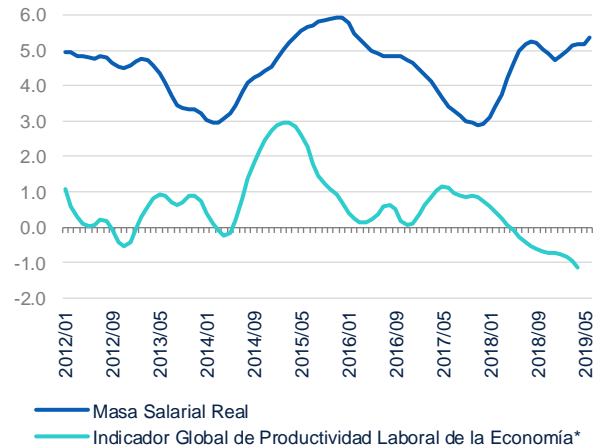


Gráfica 3.16 **ASEGURADOS ASOCIADOS A UN EMPLEO AFILIADOS IMSS POR TIPO DE EMPLEO, (MILES, VARIACIÓN % ANUAL)**



Fuente: BBVA Research con datos del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS)

Gráfica 3.17 **MASA SALARIAL REAL E INDICADOR GLOBAL DE PRODUCTIVIDAD LABORAL DE LA ECONOMÍA\*, (VARIACIÓN % ANUAL, PM6M)**



Fuente: BBVA Research con datos del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) e INEGI  
\*Serie con base en el personal ocupado mensual estimada por interpolación

En cuanto al desempleo, cifras de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) del INEGI indicaron que la tasa de desempleo fue de 3.4% durante el primer trimestre de 2019; es decir, 0.2 pp mayor respecto a la tasa del primer trimestre del año anterior, y para el cierre del segundo trimestre de 2019 se tiene la expectativa de que la diferencia se mantenga, lo que en términos relativos señala un ligero incremento en el nivel de desempleo. Partiendo de lo anterior se prevé que los niveles de desempleo se mantengan cercanos al 3.3% en promedio al cierre del año.

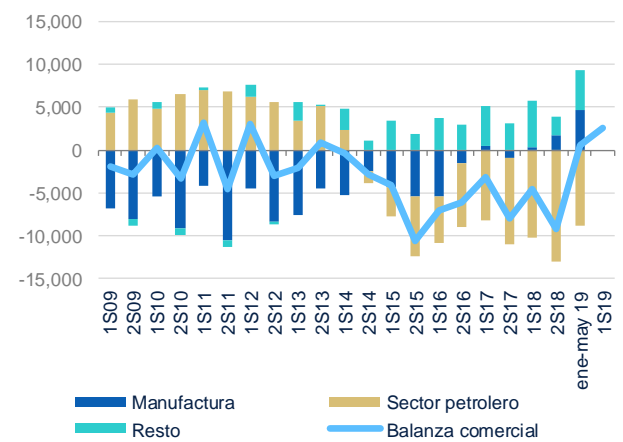
Por otro lado, anticipamos que derivado de la dinámica de bajo crecimiento económico al cierre del año y de la lenta reactivación de la inversión repercutirá una recuperación gradual de la generación de empleo al cierre del año y un mejor desempeño para 2020. En este sentido, la creación de empleo continuará presentando crecimientos promedio cercanos 2.4% para el cierre del año y el salario real tendrá crecimientos promedios que rondarán el 1.8%.

## La balanza comercial registró un superávit de 2,561 millones de USD durante el primer semestre de 2019 vs. un déficit de 4,469 millones de USD en el mismo lapso de 2018

En lo referente a la balanza comercial, el menor dinamismo económico durante la primera mitad del año se reflejó en un superávit comercial de 2,561 mil millones de USD (Gráfica 1). Este saldo comercial positivo se explica principalmente por el superávit en la balanza comercial no petrolera, el cual fue de 13,147 millones de USD vs. un superávit de 5,704 millones de USD en el mismo lapso del año previo. Para 2019 estimamos que el déficit de la balanza comercial se ubique en 3,860 millones de USD.

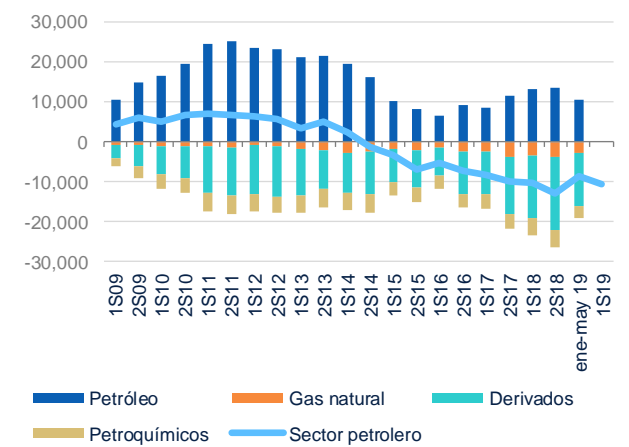
Cabe mencionar que el saldo comercial del petróleo crudo, gas natural y productos derivados ha sido deficitario desde el segundo semestre de 2014 (históricamente este balance había sido superavitario). En la primera mitad de 2019, la balanza comercial petrolera mostró un déficit de 10,586 millones de USD vs. un déficit de 10,173 millones de USD en el mismo lapso de 2018 (Gráfica 2). Este aumento anual en el déficit comercial petrolero se debió a que las exportaciones petroleras cayeron 9.5% en términos anuales mientras que las importaciones petroleras mostraron una caída anual de 4.1%.

Gráfica 3.18 **BALANZA COMERCIAL Y COMPONENTES PRINCIPALES (USD MILLONES)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 3.19 **SALDOS COMERCIALES EN EL SECTOR PETROLERO (MILLONES DE USD)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

## Finanzas públicas: los ingresos públicos totales del primer semestre de 2019 registraron un incremento anual real de 0.6% mientras que el gasto neto total mostró una contracción anual real de 4.5% en el mismo lapso

Los ingresos presupuestarios totales del sector público mostraron un aumento anual real de 0.6% en el periodo enero-junio de 2019. En la desagregación de los ingresos presupuestarios totales por componentes, los ingresos no tributarios (incluyendo los ingresos petroleros del gobierno federal) mostraron un retroceso anual real de 9.6% en el mismo periodo. Por su parte, los ingresos tributarios exhibieron un aumento anual real de 4.4% en el primer semestre de 2019. En particular, el IEPS gasolinas y diésel aportó 3.7 puntos porcentuales a la variación anual real de los ingresos tributarios, esta contribución positiva fue contrarrestada por la aportación negativa del IVA de 0.1 puntos porcentuales al dinamismo de los ingresos tributarios. Por su parte, el ISR también mostró una contribución positiva de 0.8 puntos porcentuales a dicho dinamismo. En lo concerniente a los impuestos a la importación, estos añadieron 0.2 puntos porcentuales al crecimiento anual real de los ingresos tributarios.

El ISR es un componente de los ingresos tributarios que se destaca por su peso en la estructura de estos últimos (54.7% de participación en el periodo enero-junio de 2019). Cabe mencionar que el ISR mostró una variación anual real de 1.5% en dicho periodo, la cual se compara de manera favorable al 0.6% del incremento anual real correspondiente al periodo enero-junio de 2018.

Los ingresos petroleros del sector público representaron 15.7% de los ingresos presupuestarios totales en el periodo enero-junio de 2019 (la cifra correspondiente fue 19.0% en el periodo enero-junio de 2018). Es importante señalar que este rubro de los ingresos registró un decremento anual real de 16.7% en el periodo enero-junio de 2019.

Cuadro 3.1 **INGRESOS PRESUPUESTARIOS TOTALES DEL SECTOR PÚBLICO EN ENERO-JUNIO (MILES DE MILLONES DE PESOS)**

|  | 2018    | 2019    | Var. %<br>real | Estruc.<br>% |
|--|---------|---------|----------------|--------------|
| Total                                      | 2,502.0 | 2,622.6 | 0.6            | 100.0        |
| Gobierno Federal                           | 1,927.1 | 2,041.8 | 1.7            | 77.9         |
| Tributarios                                | 1,558.1 | 1,694.1 | 4.4            | 64.6         |
| ISR  | 876.8   | 926.7   | 1.5            | 35.3         |
| IVA  | 460.9   | 477.9   | -0.4           | 18.2         |
| No Tributarios                             | 369.0   | 347.7   | -9.6           | 13.3         |
| Organismos y empresas control presupuestal | 193.3   | 206.5   | 2.5            | 7.9          |
| Empresas Productivas del Estado            | 381.6   | 374.4   | -5.8           | 14.3         |
| Pemex                                      | 210.3   | 179.2   | -18.2          | 6.8          |
| CFE  | 171.3   | 195.2   | 9.4            | 7.4          |
| Total                                      | 2,502.0 | 2,622.6 | 0.6            | 100.0        |
| Ingresos petroleros                        | 475.7   | 412.6   | -16.7          | 15.7         |
| Ingresos no petroleros                     | 2,026.3 | 2,210.0 | 4.7            | 84.3         |

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Cuadro 3.2 **GASTO NETO PAGADO DEL SECTOR PÚBLICO EN ENERO-JUNIO (MILES DE MILLONES DE PESOS)**

|                         | 2018    | 2019    | Var. %<br>real | Estruc.<br>% |
|-------------------------|---------|---------|----------------|--------------|
| Total                   | 2,789.2 | 2,775.7 | -4.5           | 100.0        |
| Gasto Programable       | 1,956.7 | 1,924.0 | -5.6           | 69.3         |
| Gasto corriente         | 1,629.8 | 1,608.5 | -5.2           | 57.9         |
| Gasto en capital        | 326.9   | 315.6   | -7.3           | 11.4         |
| No Programable          | 832.5   | 851.7   | -1.8           | 30.7         |
| Participaciones a Edos. | 436.3   | 476.7   | 4.9            | 17.2         |
| Costo financiero        | 331.8   | 361.9   | 4.7            | 13.0         |
| Adefas* y otros         | 64.4    | 13.0    | -80.6          | 0.5          |

\* 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-junio de 2019, éste registró una caída anual real de 4.5%. Ello se debió en mayor medida al rubro del gasto programable (con una participación de 69.3% en el total del gasto neto pagado del sector público en el periodo enero-junio de 2019), el cual mostró una contracción anual real de 5.6% en dicho periodo. Al interior de este gasto, cabe destacar que los recortes al gasto corriente explican 78.0% de dicha contracción. Por su parte, el gasto no programable exhibió un retroceso anual real de 1.8% en el primer semestre de 2019.

Es importante reconocer que las participaciones federales, las pensiones públicas y el costo financiero de la deuda pública continuaron presionando a las finanzas públicas en el periodo enero-junio de 2019. No obstante, cálculos propios muestran que, sin la inversión financiera y los rubros de gasto mencionados, el resto del gasto experimentó un mayor decremento al haber exhibido una contracción anual real de 13.1% durante dicho periodo.

La mayor caída anual real experimentada por este concepto más limitado de gasto señala un esfuerzo del gobierno federal aún mayor por mantener cierta disciplina financiera en los rubros más directamente bajo su control. El gobierno federal tendrá que continuar con los esfuerzos en materia de contención de gasto durante el periodo julio-diciembre de 2019 para lograr la meta de 240.2 mil millones de pesos ó 1.0% del PIB para el superávit primario.

En el periodo enero-junio de 2019, el balance primario del sector público registró un monto de 228.1 mil millones de pesos vs. 126.9 mil millones de pesos en el mismo lapso de 2018. El superávit primario se debió en gran medida al balance positivo de 135.2 mil millones de pesos del gobierno federal, el cual fue apoyado por el balance positivo de 73.7 mil millones de pesos de organismos y empresas.

Cuadro 3.3 **INDICADORES DE GASTO PÚBLICO EN ENERO-JUNIO**  
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

|   | 2018    | 2019    |         | Var. %<br>real |
|---|---------|---------|---------|----------------|
|   | Nominal | Nominal | Real    |                |
| Gasto neto total                                    | 2,789.2 | 2,775.7 | 2,664.9 | -4.5           |
| Sin inversión financiera                            | 2,778.8 | 2,732.8 | 2,623.7 | -5.6           |
| Sin inversión fin. y participaciones                | 2,342.5 | 2,256.1 | 2,166.0 | -7.5           |
| Sin inversión fin., part. y pensiones               | 1,952.0 | 1,828.7 | 1,755.7 | -10.1          |
| Sin inversión fin., part., pens. y costo financiero | 1,620.3 | 1,466.7 | 1,408.1 | -13.1          |

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Cuadro 3.4 **SITUACIÓN FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO EN ENERO-JUNIO**  
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

|                                    | 2018    | 2019    | Var. %<br>real |
|------------------------------------|---------|---------|----------------|
| Balance público                    | -206.7  | -119.9  | -44.3          |
| Bal. púb. sin inversión productiva | 107.1   | 152.1   | 36.3           |
| Balance presupuestario             | -287.2  | -153.1  | -48.8          |
| Ingreso presupuestario             | 2,502.0 | 2,622.6 | 0.6            |
| Gasto neto pagado presup.          | 2,789.2 | 2,775.7 | -4.5           |
| Bal. del Gobierno Federal          | -273.4  | -157.5  | -44.7          |
| Bal. Organismos y Empresas         | -13.7   | 4.4     | n.s.           |
| Balance primario                   | 126.9   | 228.1   | 72.6           |
| Balance presupuestario             | 44.6    | 208.8   | 349.5          |
| Gobierno Federal                   | -21.4   | 135.2   | n.s.           |
| Organismos y empresas              | 66.0    | 73.7    | 7.2            |
| Pemex                              | 19.4    | -13.4   | n.s.           |
| Otras entidades                    | 46.6    | 87.1    | 79.3           |
| Ent. bajo control indirecto        | 82.3    | 19.3    | -77.5          |

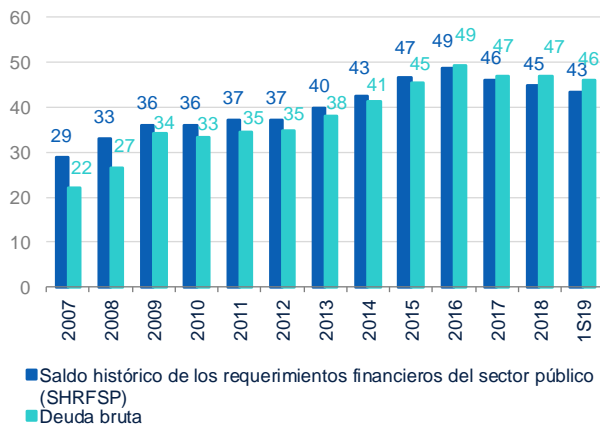
n.s. no significativo

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

En cuanto al tema de la deuda pública, el saldo de la deuda bruta fue 45.9% del PIB al primer semestre de 2019. Este nivel de deuda es 0.9 puntos porcentuales menor al cociente de deuda pública a PIB observado al cierre de 2018. En cuanto a la participación de los componentes interno y externo en dicha deuda, el segundo de ellos pasó de 36.1% al cierre de 2018 a 35.8% al primer semestre de 2019.

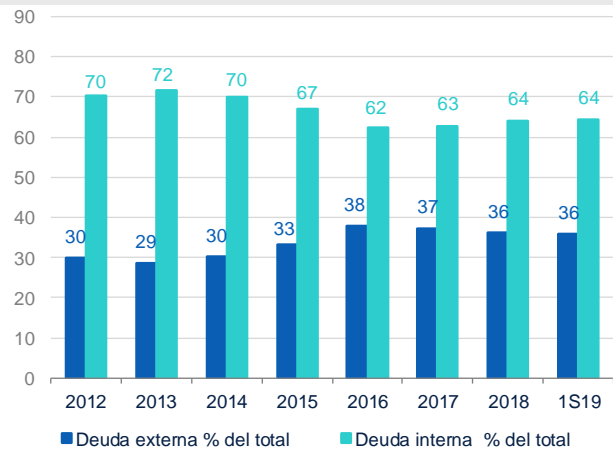
Al primer semestre de 2019, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) se encuentra 16.0 puntos porcentuales de PIB por encima de su nivel alcanzado en 2007. Este indicador amplio de la deuda pública se ubicó en 43.4% del PIB al primer semestre de 2019. Prevemos que el SHRFSP cierre 2019 en 45.5% del PIB.

Gráfica 3.20 **DEUDA BRUTA Y SALDO DE LOS REQUERIMIENTOS FINANCIEROS DEL SECTOR PÚBLICO (% DEL PIB)**



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Gráfica 3.21 **ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LA DEUDA INTERNA Y EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO (% DE LA DEUDA TOTAL)**

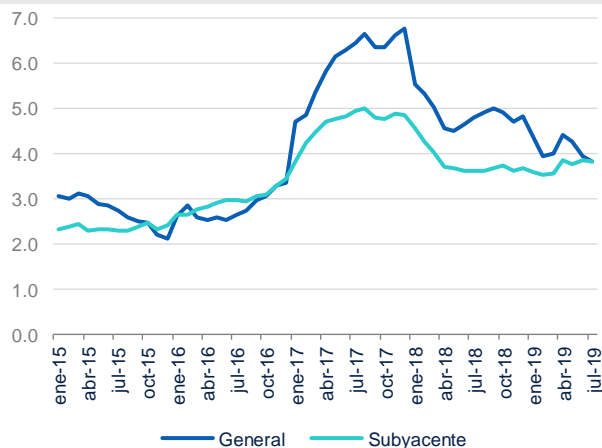


Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

## 4. En línea con lo previsto, la inflación recuperó su tendencia a la baja en mayo, tras alcanzar su máximo del año en abril, y ya se encuentra por debajo de 4.0%

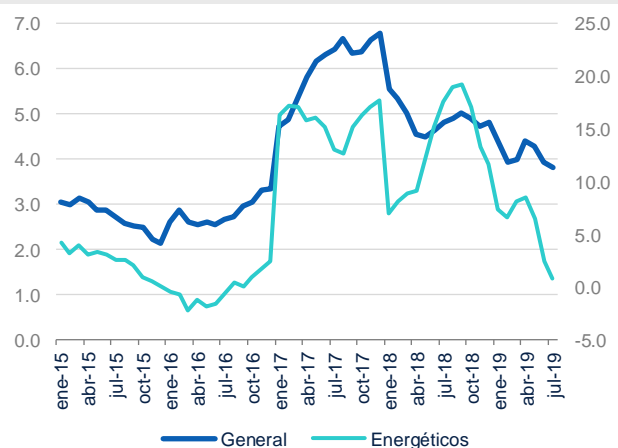
Después de un aumento transitorio de la inflación general en el segundo trimestre de 2019, que se explicó principalmente por la aceleración en el ritmo de aumento de los precios subyacentes (véase gráfica 4.1), ésta ha retomado su tendencia a la baja, principalmente favorecida por la continua disminución de los precios energéticos (véase gráfica 4.2). Así, tras una disminución de (-)0.7 puntos porcentuales (pp) en promedio en el primer trimestre del año (de 4.8% en 4T18 a 4.1% en 1T19) la inflación general tuvo un rebote transitorio en el segundo trimestre (a 4.2%), alcanzando lo que prevemos será su nivel máximo en el año en abril (4.4%). El aumento transitorio durante el segundo trimestre se explica principalmente por un aumento de 0.3pp en promedio de la inflación subyacente (de 3.56% en 1T19 a 3.83% en 2T19) y por la aceleración de la inflación de los productos agropecuarios.

Gráfica 4.1 **INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE\*** (VAR. % ANUAL)



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

Gráfica 4.2 **INFLACIÓN GENERAL Y DE ENERGÉTICOS\*** (VAR. % ANUAL)



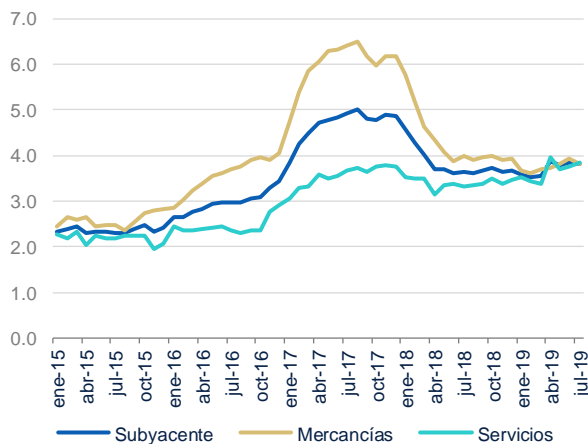
\* El dato de julio es pronóstico, pero se basa ya en el dato conocido de la primera quincena del mes.  
Fuente: BBVA Research / INEGI

En línea con lo previsto, la inflación general recuperó su tendencia a la baja en mayo y ya se encuentra por debajo de 4.0%, tras ubicarse en 3.84% en la primera quincena de julio. Para el mes de julio prevemos que permanezca en 3.8%, para después disminuir a 3.6% en agosto-septiembre. Así, prevemos que en el tercer trimestre descenderá (-)0.5pp en promedio (de 4.2% en el segundo a 3.7%). Este descenso se explicará por una ligera moderación de 0.1pp en la inflación subyacente (de 3.85% al cierre del segundo trimestre a 3.73% al cierre del tercero) y por un efecto base favorable de los precios no subyacentes, principalmente del componente energético que ya en julio se ubicará en 1% frente a 8.6% en abril. Así, los choques de oferta en los precios energéticos observados en 3T18 (a

ritmo anual la inflación del componente energético superó el 19% al cierre de 3T18) continuarán disipándose y seguirán favoreciendo la evolución de la inflación general. Para la inflación subyacente, prevemos que la gradual tendencia de disminución esperada para el tercer trimestre se acelerará en el cuarto, en parte favorecida por un efecto base tras el significativo ritmo de aumento promedio durante el cuarto trimestre de 2018 (0.34% mensual).

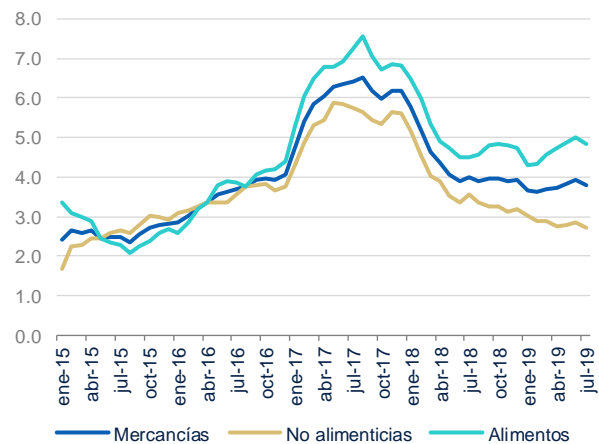
Así, tras la rápida disminución de la inflación general (-0.8pp a 4.0%) y la moderación de la subyacente (-0.1pp a 3.6%) en los primeros tres meses del año, la primera cerró el segundo trimestre en el mismo nivel (4.0%) mientras que la subyacente lo hizo en 3.8%. Para el cierre del tercer trimestre prevemos que la inflación general descenderá (-)0.2pp a 3.6% y la subyacente (-)0.1pp a 3.7%, con lo que retomará el nivel del rango estrecho de 3.6-3.7% en el que fluctuó durante un año (del 2T18 al 1T19) antes de experimentar el aumento transitorio antes descrito. Tanto la resistencia a disminuir de la inflación subyacente durante ese periodo como su moderado aumento transitorio durante 2T19 se explican principalmente por un aumento de los precios de los servicios (la inflación de este subíndice aumentó de 3.4% al cierre de 1T19 a 3.8% en 2T19) y un aumento de 0.2pp (de 3.7% a 3.9%) en la inflación de las mercancías en el mismo periodo (véase gráfica 4.3). El aumento de los precios de los servicios respondió principalmente a efectos indirectos en los servicios de transporte derivados de los choques de oferta en energéticos observados en la segunda mitad de 2018, un mayor ritmo de aumento de los servicios turísticos impulsado por mayores precios de las tarifas aéreas en parte provocados por el aumento de los impuestos, y por un efecto base desfavorable al dejar de disminuir los precios de los servicios de telecomunicación durante 2019.

Gráfica 4.3 **INFLACIÓN SUBYACENTE Y COMPONENTES\*** (VAR. % ANUAL)



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

Gráfica 4.4 **INFLACIÓN SUBYACENTE DE MERCANCÍAS Y COMPONENTES\*** (VAR. % ANUAL)



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

Por su parte, el mayor ritmo de aumento de las mercancías se explica por un rebote transitorio en la inflación de los alimentos procesados que obedeció también a efectos indirectos tras los fuertes incrementos observados en los precios de los alimentos perecederos en la segunda mitad del año pasado que fue solo parcialmente compensando por la continua favorable evolución del subíndice de las mercancías no alimenticias que están aumentando a un ritmo de 2.8% anual al cierre del segundo trimestre (véase gráfica 4.4). En nuestra opinión, es destacable que, a pesar de

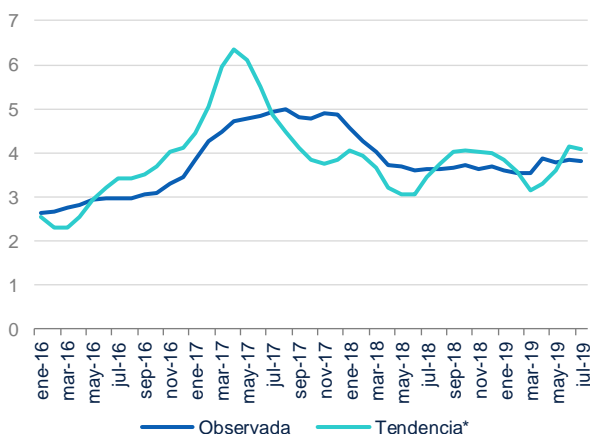


los incrementos observados en los salarios reales y los efectos indirectos por distintos choques de oferta, la inflación subyacente se mantuvo relativamente estable. El ligero aumento reciente no resulta preocupante porque se explica por factores de costos y no por presiones de demanda. El cambio de las ponderaciones en julio del año pasado que aumentó el peso relativo de los alimentos procesados también ha jugado en contra, pero su efecto comenzará a disiparse en el tercer trimestre del año.

## Con todo, la inflación tuvo una gran primera mitad en 2019: el aumento acumulado de 0.7pp previsto en enero-julio será el más bajo desde 2015-16, años en los que la inflación alcanzó promedios mínimos históricos de 2.7% y 2.8%, respectivamente

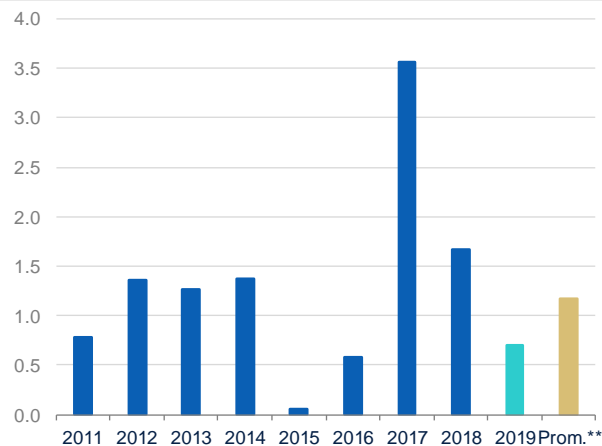
A pesar de la resistencia a la baja en la inflación subyacente (véase gráfica 4.5), la inflación general ha tenido un desempeño muy favorable en los primeros siete meses del año. El aumento acumulado de 0.7pp en enero-julio es el tercero más bajo de los últimos nueve años, similar al de 0.6% observado en 2016, el segundo más bajo en este periodo, y significativamente menor al de 1.2% observado en promedio durante 2011-2018 si excluimos 2015 (cuando la inflación acumulada a julio fue la más baja de la historia por los efectos favorables de la reforma de telecomunicaciones por la eliminación de algunos cobros como el de larga distancia) y 2017 (cuando la inflación acumulada a julio fue muy alta por el traspaso del mayor tipo de cambio a los precios de las mercancías tras tomar posesión Trump). Destaca que, a pesar de la resistencia a la baja de la inflación subyacente, el aumento acumulado de la inflación general a julio sea (-)0.4pp menor al promedio típico durante esta década.

Gráfica 4.5 **INFLACIÓN SUBYACENTE: OBSERVADA Y TENDENCIA\***  
(VAR. % ANUAL Y VAR. % 3M/3M ANUALIZADA)



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

Gráfica 4.6 **INFLACIÓN GENERAL: ACUMULADA ENERO-JULIO POR AÑO\***  
(PUNTOS PORCENTUALES)



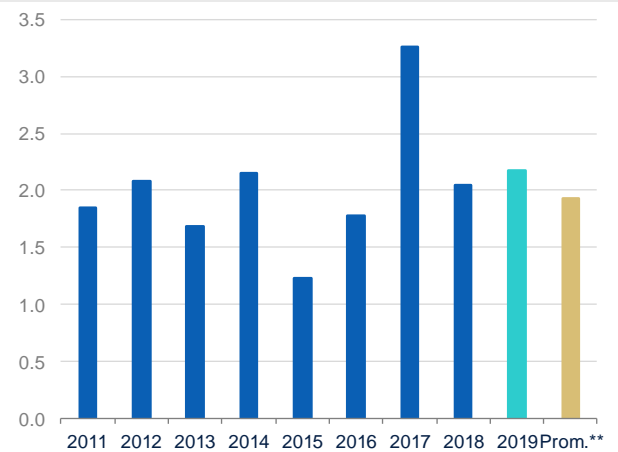
\* El dato de julio es pronóstico, pero se basa ya en el dato conocido de la primera quincena del mes.  
\*\* El promedio excluye 2015 y 2017.  
Fuente: BBVA Research / INEGI

En contraste, la evolución de la inflación ha sido menos favorable pero no sin consideramos los efectos indirectos antes descritos derivados de choques de oferta ie, de factores de costos y no por presiones de demanda. El aumento acumulado de 2.2pp en enero-julio es similar al de 1.9% observado en promedio durante 2011-2018 si nuevamente excluimos del cálculo 2015 y 2017.

## Prevedemos que la inflación continuará evolucionando favorablemente; mantenemos sin cambios nuestras previsiones para 2019 y 2020

Las tendencias recientes de la inflación general y subyacente sugieren que ambas disminuirán en los próximos meses, si bien la subyacente lo hará a menor ritmo (véase gráficas 4.7 y 4.8). Seguimos anticipando que la inflación general cerrará el año en 3.4% y la subyacente en 3.3%. Nuestros pronósticos para el cierre de 2020 siguen siendo 3.5% y 3.3%, respectivamente.

Gráfica 4.7 **INFLACIÓN SUBYACENTE: ACUMULADA ENERO-JULIO POR AÑO\*** (PUNTOS PORCENTUALES)

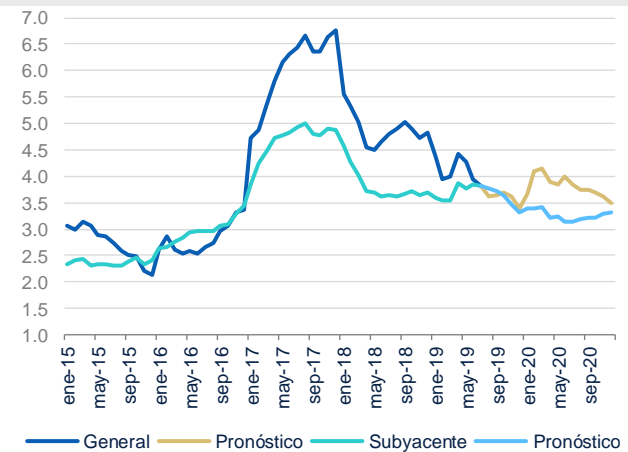


\* El dato de julio es pronóstico, pero se basa ya en el dato conocido de la primera quincena del mes.

\*\* El promedio excluye 2015 y 2017.

Fuente: BBVA Research / INEGI

Gráfica 4.8 **PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE** (VAR. % ANUAL)



Fuente: BBVA Research / INEGI

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

Nuestras previsiones para la inflación están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza; en nuestra opinión, el balance de riesgos ha mejorado y se encuentra más balanceados. Los principales riesgos al alza continúan asociados al desempeño futuro del tipo de cambio. Consideramos que los riesgos para el tipo de cambio continúan sesgados al alza. Éste podría verse afectado tanto por factores externos, como el posible resurgimiento de los temores por la falta de ratificación del nuevo tratado de libre comercio de América del Norte en el Congreso de EE.UU. como por la guerra comercial entre EE.UU. y China, como internos por un posible deterioro adicional en la situación de PEMEX que

afectaría al tipo de cambio si se percibe que eventualmente se traduciría en un deterioro de las finanzas públicas. Además de estos riesgos al alza asociados al tipo de cambio, podrían resurgir las presiones sobre los precios energéticos (baja probabilidad) y/o los de frutas y verduras, dando origen a nuevos choques de oferta. En nuestra opinión, el aumento del salario mínimo no representa un riesgo alcista ya que solo el 3% de los trabajadores en el sector formal lo perciben, y a que en un contexto de mayor debilidad económica/mayor *output gap*, no aumentará el poder de negociación de los trabajadores que perciben dos o más salarios mínimos, evitando con ello un traspaso relevante de dicho aumento a otros salarios.

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

## **Política monetaria: el inicio del ciclo de bajadas está cerca...**

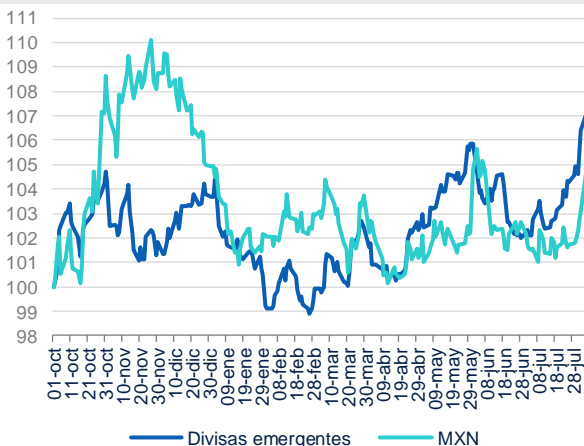
Después de que la Junta de Gobierno del Banco de México (la Junta) decidió aumentar la tasa monetaria de forma preventiva en 25pb en cada una de las dos últimas reuniones del 2018 (en noviembre y diciembre) para llevarla a un nivel de 8.25%, en las tres primeras reuniones de las cuatro que han tenido lugar este año decidió de forma unánime mantener la tasa sin cambios en ese nivel, y en la cuarta reunión mantuvo sin cambios la tasa pero con un voto disidente del subgobernador Gerardo Esquivel que habría preferido, al igual que nosotros, que la Junta de Gobierno se hubiera inclinado por un recorte de 25pb a 8.0% de la tasa monetaria.

Si bien el lenguaje del último comunicado de política monetaria de Banxico mantuvo un tono restrictivo (*hawkish*), es más suave que el de los comunicados previos y, en nuestra opinión, tanto esto como el voto disidente de Esquivel apoyan nuestro escenario de un pronto inicio de un ciclo de bajadas. La moderación del tono sugiere que el banco central ya no tiene la puerta abierta para posibles subidas preventivas adicionales, y da señales de que, en ausencia de un deterioro del balance de riesgos para la inflación, y después de un periodo largo de pausa monetaria, el escenario más probable para los próximos meses es el inicio de un ciclo de relajamiento monetario que aleje gradualmente a postura monetaria del nivel históricamente restrictivo en el que se encuentra ahora, en un contexto de inflación a la baja con una economía débil y sin presiones de demanda. El tono más balanceado de Banxico se refleja en varios cambios en su lenguaje. Señalan que el sesgo a la baja del balance de riesgos para el crecimiento “ha aumentado”. En cuanto a riesgos de inflación, expresan implícitamente que los riesgos son más equilibrados. En definitiva, Banxico reconoce, si bien tímidamente, la mejora del contexto para la inflación y ha dado el primer paso para suavizar el tono y aumentar la flexibilidad para ajustes futuros, cercanos, en la tasa monetaria. Así, como habíamos anticipado, Banxico ha cambiado de un enfoque preventivo (con posibles subidas preventivas adicionales de la tasa monetaria), a uno cauteloso de esperar y ver la evolución del balance de riesgos para la inflación, y gradualmente a uno de preparar el terreno para el inicio de un ciclo de bajadas. Creemos que en junio Banxico tomó un pequeño paso rumbo al pronto inicio de un relajamiento de la postura monetaria. Seguimos anticipando 50pb de bajadas en la tasa monetaria (a 7.75% a fin de año), comenzando con -25pb en septiembre. Para 2020 seguimos previendo un recorte acumulado adicional de 100pb a 6.75%.

Los cambios en el tono de Banxico muestran una mayor flexibilidad y una mejor caracterización de la evolución reciente de la inflación y de su desempeño más probable hacia delante (continuación de una tendencia a la baja). A pesar de que es importante que un miembro ya votó por empezar a relajar la restrictiva postura monetaria actual, es aún más relevante el cambio de tono ya que no solo muestra una mayor flexibilidad sino también refleja mejor el contexto de crecimiento débil e inflación a la baja. Creemos que lo más probable es que Banxico cambie a un enfoque de gradual relajamiento de la postura monetaria más pronto que tarde, de hecho, en la reunión de agosto, en la que podrían señalar que menores tasas de interés son inminentes. Hay varias razones para ello: i) la Reserva Federal recortó su tasa de referencia en julio y dejó claro que no retomará un ciclo de subidas al menos en lo que resta del año; este movimiento amplió aún más el elevado diferencial de tasas de interés entre México y EE.UU. ii) el tipo de cambio está relativamente estable a pesar de los riesgos y del reciente aumento (depreciación acumulada de 3% por tensiones comerciales y aversión al riesgo global); iii) como preveíamos la inflación general ya se ubica debajo de 4.0% y mantendrá tendencia a la baja el resto del año; la subyacente retomará tendencia bajista de forma más clara en el cuarto trimestre pero en el tercero es previsible que descienda al rango estrecho en el que fluctuó el entre 2T18 y 1T19; iv) la economía está dando muestras claras de debilidad (crecimiento del PIB de apenas 0.1% TaT en 2T19 tras contraerse (-)0.1% TaT en 1T19) y, en consecuencia, la mayor debilidad de la posición cíclica de la economía se está traduciendo en un aumento de la brecha del producto (*output gap*), no solo acotando los posibles riesgos alcistas sino inclinándolos a la baja; y v) la postura monetaria es altamente restrictiva: la tasa de política monetaria real ex ante se ubica por encima de 4.0% (en 4.3% en julio), un nivel elevado para estándares históricos, y significativamente mayor a la estimación de 2.0% de la tasa neutral.

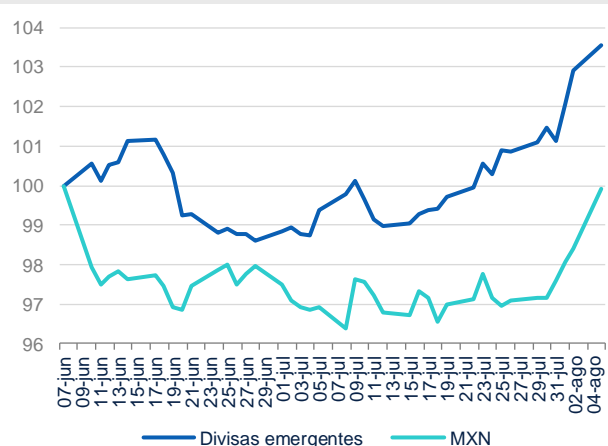
En este contexto, en nuestra opinión, el caso para una postura menos restrictiva de la política monetaria es cada vez más fuerte. Creemos que Banxico flexibilizará significativamente su comunicación en agosto y comenzará a relajar de forma gradual y cautelosa su postura monetaria en septiembre.

Gráfica 4.9 **MXN VS DIVISAS DE EMERGENTES\***  
(ÍNDICE 1 OCT 2018=100)



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

Gráfica 4.10 **MXN VS DIVISAS DE EMERGENTES\***  
(ÍNDICE 7 DE JUN 2019=100)

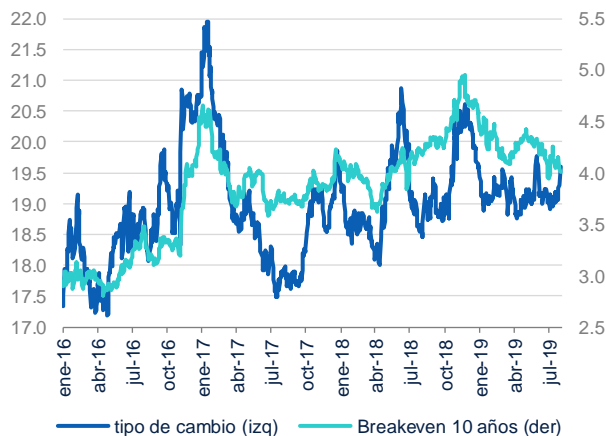


\* Cálculos propios basados en una reponderación del índice JP Emerging Markets Currency Index tras quitar al MXN  
Fuente: BBVA Research / Bloomberg

## ... anticipamos que Banxico comenzará a reducir tasas en septiembre

El balance de riesgos para la inflación continúa mejorando, con el buen comportamiento de la inflación, la relativa estabilidad del tipo de cambio, y el descenso de las expectativas de inflación. La inflación ya disminuyó a 3.8% en la primera quincena de julio y para la reunión de septiembre ya se conocerá el dato de agosto para el que prevemos que la inflación tendrá un descenso adicional a 3.6%. Por su parte, prevemos que para ese momento la inflación subyacente se habrá moderado a 3.7% desde el máximo de 3.9% alcanzado este año. Si bien el tipo de cambio está siendo afectado por el significativo aumento reciente de la aversión al riesgo global, su evolución no muestra una diferenciación negativa (ver gráficas 4.9 y 4.10) y prevemos que, de moderarse dicha aversión, regresaría a niveles ligeramente más moderados. De hecho, desde el 7 de junio cuando se disipó el riesgo de la posible imposición de aranceles a las exportaciones de México a EE.UU., el peso ha tenido un mejor desempeño que el resto de las divisas de emergentes (véase gráfica 4.10). Es importante reiterar que los riesgos para el peso continúan sesgados al alza, y están principalmente relacionados con PEMEX (el gobierno aún debe abordar los problemas de PEMEX de manera creíble), la calificación soberana, la ejecución del presupuesto 2019 y las presiones fiscales en el futuro, y un posible retraso en la ratificación del acuerdo comercial de Norteamérica en el Congreso de EE.UU., pero con la Reserva Federal al margen el contexto para las monedas de emergentes mejorará cuando se moderen las tensiones comerciales. Además, las expectativas de inflación basadas en el mercado a largo plazo han retrocedido recientemente de 43% a 4.0% (ver gráfica 4.11) y las expectativas de consenso de los analistas también lo han hecho: en junio, el consenso para el cierre de 2019 y de 2020 bajó de 3.8% y 3.7% respectivamente hasta el 3.6% en ambos años (frente a 3.4% y 3.5%, pronosticados por BBVA Research) y en comparación con la inflación que preveía para fin de año de 4.0% al inicio de 2019.

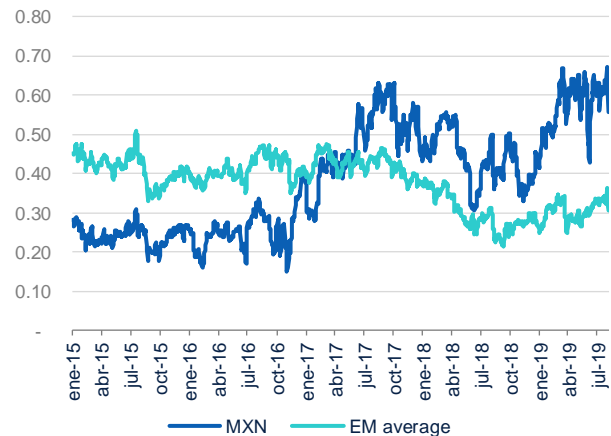
Gráfica 4.11 **EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LARGO DERIVADAS DE INSTRUMENTOS DE MERCADO\* Y TIPO DE CAMBIO (% Y PPD)**



\* Breakeven 10 años

Fuente: BBVA Research / Bloomberg

Gráfica 4.12 **CARRY-TRADE AJUSTADO POR RIESGO\* (%)**



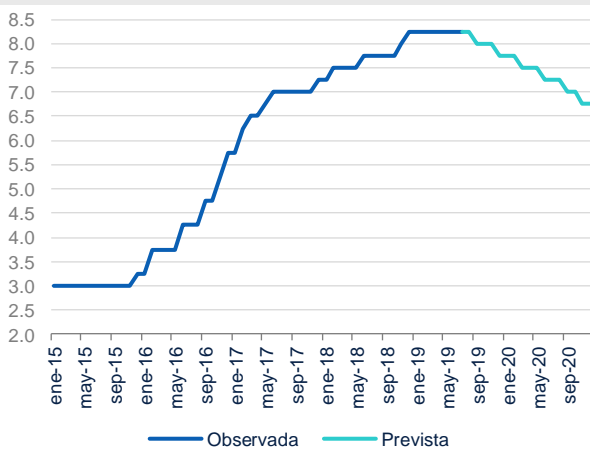
\* Cálculos propios basados en el diferencial de las tasas monetarias y ajustado con la volatilidad implícita a un mes de cada divisa

Fuente: BBVA Research / Bloomberg

Lo más probable es que la Reserva Federal haga un recorte adicional de la tasa de referencia por los mayores riesgos derivados de la guerra comercial entre EE.UU. y China. Resultaba complicado para Banxico comenzar a recortar las tasas con un ciclo de subidas de la Fed y con una inflación por encima del 4.0%, pero con una perspectiva menos favorable para la economía de EE.UU. y la intensificación de los vientos en contra, la Reserva Federal ya recortó las tasas en julio y es previsible que lo hagan nuevamente antes de que termine el año. En este contexto, Banxico debería tener menos preocupaciones sobre la posición relativa de la política monetaria, incluso si comienza a recortar las tasas, ya que el *carry-trade* ajustado por riesgo del MXN sigue siendo muy atractivo (ver gráfica 4.12).

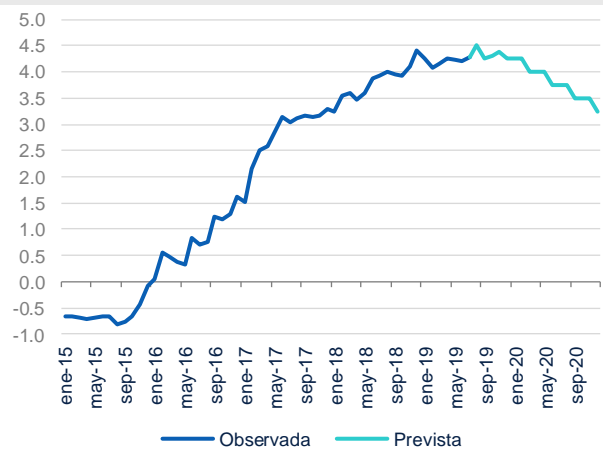
La marcada ralentización del ritmo de actividad económica durante 4T18-2T19 implica una posición cíclica mucho más débil. En consecuencia, es previsible que continúe la ausencia de presiones de demanda con el aumento del *output gap* y que los riesgos a la baja para la inflación se hayan intensificado.

Gráfica 4.13 **PERSPECTIVAS TASA MONETARIA, NOMINAL (%)**



Fuente: BBVA Research / Banxico

Gráfica 4.14 **PERSPECTIVAS TASA MONETARIA, REAL EXANTE\* (%)**



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

## 5. Previsiones

**Cuadro 5.1 PREVISIONES MACROECONÓMICAS: PRODUCTO INTERNO BRUTO**

|                   | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| Estados Unidos    | 1.6  | 2.2  | 2.9  | 2.5  | 2.0  |
| UEM               | 1.9  | 2.5  | 1.9  | 1.1  | 1.2  |
| Alemania          | 2.2  | 2.5  | 1.5  | 0.8  | 1.2  |
| Francia           | 1.0  | 2.4  | 1.7  | 1.3  | 1.5  |
| Italia            | 1.2  | 1.8  | 0.7  | 0.0  | 0.4  |
| España            | 3.2  | 3.0  | 2.6  | 2.3  | 1.9  |
| Reino Unido       | 1.8  | 1.8  | 1.4  | 1.1  | 1.2  |
| América Latina*   | -0.2 | 1.8  | 1.5  | 1.0  | 2.2  |
| México            | 2.6  | 2.4  | 2.0  | 0.7  | 1.8  |
| Brasil            | -3.3 | 1.1  | 1.1  | 0.9  | 1.8  |
| Eagles**          | 5.3  | 5.4  | 5.2  | 4.7  | 4.9  |
| Turquía           | 3.2  | 7.4  | 2.6  | 0.3  | 2.5  |
| Asia-Pacífico     | 5.6  | 5.6  | 5.6  | 5.3  | 5.1  |
| Japón             | 0.6  | 1.9  | 0.8  | 0.7  | 0.4  |
| China             | 6.7  | 6.8  | 6.6  | 6.0  | 5.8  |
| Asia (exc. China) | 4.7  | 4.6  | 4.7  | 4.6  | 4.4  |
| Mundo             | 3.4  | 3.7  | 3.7  | 3.3  | 3.3  |

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2019.

Fuente: BBVA Research

**Cuadro 5.2 INDICADORES Y PRONÓSTICOS ESTADOS UNIDOS**

|  | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 1T19 | 2T19 | 3T19 | 4T19 | 1T20 | 2T20 | 3T20 | 4T20 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| PIB (variación % real)                           | 2.2  | 2.9  | 2.5  | 2.0  | 1.7  | 2.6  | 2.3  | 1.5  | 1.9  | 2.0  | 1.9  | 1.8  |
| Consumo personal (var. % real)                   | 2.5  | 2.6  | 2.8  | 2.1  | 3.1  | 2.5  | 2.1  | 2.2  | 1.8  | 1.8  | 1.6  | 1.8  |
| Consumo gobierno (var. % real)                   | -0.1 | 1.5  | 1.6  | 0.7  | 2.0  | 1.6  | 1.2  | 0.8  | 0.1  | 0.0  | 0.2  | 0.1  |
| Inversión fija bruta (var. % real)               | 4.8  | 6.0  | 5.2  | 4.0  | 2.7  | 6.0  | 5.2  | 1.2  | 4.7  | 5.6  | 4.7  | 4.4  |
| Construcción <sup>1</sup>                        | 3.3  | -0.2 | -1.2 | 1.2  | -2.2 | 1.2  | 1.8  | 1.2  | 1.0  | 1.5  | 1.6  | 1.5  |
| Prod. industrial (var. % real anual)             | 1.6  | 4.0  | 2.6  | 2.4  | 0.4  | 2.5  | 2.4  | 1.8  | 3.4  | 3.3  | 2.9  | 2.2  |
| Balance cuenta corriente (% del PIB)             | -2.3 | -2.3 | -2.8 | -2.9 | -2.7 | -2.8 | -2.8 | -2.9 | -3.0 | -3.0 | -3.0 | -3.0 |
| Inflación anual (fin de periodo)                 | 2.1  | 1.9  | 2.2  | 1.9  | 1.4  | 2.4  | 2.4  | 2.4  | 2.0  | 2.2  | 2.1  | 2.1  |
| Inflación anual (promedio de periodo)            | 2.1  | 2.4  | 1.7  | 2.1  | 0.6  | 2.4  | 2.4  | 2.4  | 2.1  | 2.1  | 2.1  | 2.2  |
| Balance fiscal primario <sup>2</sup> (% del PIB) | -3.4 | -3.9 | -4.2 | -4.1 | -4.2 | -4.2 | -4.2 | -4.2 | -4.2 | -4.2 | -4.3 | -4.3 |

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

Fuente: BBVA Research con datos de Buró del Censo, Reserva Federal, Buró de Estadísticas Laborales



Cuadro 5.3 **INDICADORES Y PRONÓSTICOS MÉXICO**

|                                       | 2017  | 2018  | 2019   | 2020   | 1T19   | 2T19   | 3T19   | 4T19   | 1T20   | 2T20   | 3T20   | 4T20   |
|---------------------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>PIB (serie desestacionalizada)</b> |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Variación % real anual                | 2.4   | 2.0   | 0.7    | 1.8    | 0.1    | 0.7    | 0.7    | 1.0    | 1.7    | 2.0    | 1.7    | 1.9    |
| Por habitante en dólares              | 9,432 | 9,753 | 10,173 | 10,629 | 10,029 | 10,191 | 10,246 | 10,363 | 10,525 | 10,593 | 10,721 | 10,834 |
| Miles de millones de dólares          | 1,169 | 1,220 | 1,285  | 1,356  | 1,258  | 1,282  | 1,292  | 1,310  | 1,333  | 1,345  | 1,365  | 1,382  |
| <b>Inflación (% , promedio)</b>       |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| General                               | 6.04  | 4.90  | 3.90   | 3.81   | 4.10   | 4.21   | 3.69   | 3.57   | 3.96   | 3.91   | 3.78   | 3.60   |
| Subyacente                            | 4.68  | 3.82  | 3.66   | 3.26   | 3.56   | 3.83   | 3.78   | 3.47   | 3.40   | 3.19   | 3.18   | 3.27   |
| <b>Mercados Finan. (% , promedio)</b> |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Tasas de interés</b>               |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Fondeo bancario                       | 6.75  | 7.69  | 8.15   | 7.29   | 8.25   | 8.25   | 8.17   | 7.92   | 7.67   | 7.42   | 7.17   | 6.92   |
| Cetes 28 días                         | 6.69  | 7.62  | 7.96   | 7.24   | 7.97   | 8.03   | 8.05   | 7.81   | 7.58   | 7.39   | 7.09   | 6.89   |
| TIIE 28 días                          | 7.12  | 8.06  | 8.45   | 7.63   | 8.56   | 8.51   | 8.49   | 8.25   | 8.00   | 7.75   | 7.50   | 7.25   |
| Bono 10 años                          | 7.18  | 7.97  | 7.67   | 6.95   | 8.19   | 7.89   | 7.42   | 7.18   | 7.00   | 6.95   | 6.92   | 6.95   |
| <b>Tipo de cambio (promedio)</b>      |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Pesos por dólar                       | 18.8  | 19.3  | 19.2   | 19.2   | 19.2   | 19.1   | 19.2   | 19.3   | 19.3   | 19.2   | 19.1   | 19.2   |
| <b>Finanzas Públicas*</b>             |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| RFSP (% del PIB)                      | -1.1  | -2.2  | -2.9   | -2.4   |        |        |        | -2.9   |        |        |        | -2.4   |
| <b>Sector Externo<sup>1</sup></b>     |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Balanza comercial (mmd)               | -11.0 | -13.6 | -3.9   | -15.2  | -1.8   | 5.0    | -5.9   | -1.1   | -3.5   | -1.9   | -7.4   | -2.4   |
| Cuenta corriente (mmd)                | -19.4 | -21.6 | -11.0  | -27.6  | -5.6   | 4.7    | -7.0   | -3.1   | -8.3   | -4.4   | -6.3   | -8.6   |
| Cuenta corriente (% del PIB)          | -1.8  | -1.8  | -0.9   | -2.0   | -1.8   | 1.5    | -2.2   | -0.9   | -2.4   | -1.3   | -1.8   | -2.4   |
| <b>Empleo</b>                         |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Empleo formal privado (% a/a)         | 4.3   | 3.6   | 2.4    | 3.4    | 3.1    | 2.4    | 2.3    | 2.4    | 2.4    | 3.0    | 3.3    | 3.4    |
| T.desem.abierto (% pob. activa)       | 3.3   | 3.3   | 3.2    | 3.1    | 3.4    | 3.5    | 3.5    | 3.2    | 3.1    | 3.3    | 3.4    | 3.1    |

1: Acumulado, últimos 12 meses

mmd: miles de millones de dólares

\*RFSP: Requerimientos Financieros del Sector Público

Fuente: BBVA Research con datos de Banxico, INEGI y SHCP

## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Este informe ha sido elaborado por:

### Economista Jefe

Carlos Serrano

carlos.serrano@bbva.com

Javier Amador

javier.amadord@bbva.com

David Cervantes

david.cervantes@bbva.com

Arnulfo Rodríguez

arnulfo.rodriguez@bbva.com

Saidé A. Salazar

saidearanzazu.salazar@bbva.com

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

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

