

BBVA | Research

BBVA Bancomer

Situación México

4º Trimestre 2017 | Unidad de México

A photograph of a modern building's glass facade. The BBVA Bancomer logo is prominently displayed on the glass in large, white, sans-serif letters. The glass reflects the sky and surrounding environment. The building's structure is visible in the background, showing a mix of concrete and glass.

BBVA Bancomer

Índice

1. En resumen	2
2. Se consolida el entorno global positivo	4
3. Debilidad transitoria en el 3T17 derivada del impacto negativo de fenómenos naturales	9
4. La probabilidad de éxito del TLCAN 2.0 ha disminuido	20
5. La inflación está ya disminuyendo como preveíamos	27
6. Previsiones	31

Fecha de cierre: **9 de noviembre de 2017**

1. En resumen

En los últimos trimestres se ha consolidado el entorno global positivo. Nuestras nuevas previsiones implican que el crecimiento global se acelera hasta el 3.4% en 2017-18, lo que supone una revisión al alza de alrededor de dos décimas este año y una aceleración desde el 3.2% del año pasado. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto ahora tanto para China como para Europa en 2017 debido a las sorpresas positivas en ambas regiones desde el segundo trimestre. Para EE.UU. se mantiene la proyección de un crecimiento sostenido algo por encima del 2% en el horizonte de previsión. Los factores subyacentes que han ayudado a la aceleración y estabilización del crecimiento mundial seguirán estando presentes, si bien algunos podrían ir desvaneciéndose gradualmente en los próximos trimestres. El más inmediato será la normalización de la política monetaria por parte tanto de la Reserva Federal como del Banco Central Europeo, ya que supondrá una reducción paulatina de la liquidez global y un menor apoyo a los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Además, siguen existiendo múltiples riesgos de carácter político que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados.

En un entorno en el que el crecimiento sigue siendo dinámico y sin sorpresas a la baja en inflación, los bancos centrales continúan adelante con el proceso gradual de retirada de los estímulos monetarios. En concreto, la Reserva Federal (Fed) ha anunciado el inicio de la reducción de su balance a partir de octubre. Se trata de una reducción pasiva, al permitir el vencimiento de parte de los vencimientos de bonos públicos y privados, y que ha sido bien comunicada, por lo que no ha generado ningún tipo de tensión en los mercados. Es más, la Fed mantiene su expectativa de continuar con el ciclo de subidas de tasas, a pesar de que los mercados se han mostrado sistemáticamente más bajistas. Esperamos una subida de tasas oficiales de 25 pbs en diciembre de este año y dos subidas adicionales hasta el 2% en 2018.

En México, la economía tuvo una contracción en el tercer trimestre del año. La tasa de crecimiento preliminar con respecto al trimestre anterior, anualizada, fue de -0.8%. Este desempeño se explica por una menor dinámica en el consumo, que a su vez obedece al aumento transitorio en la inflación, y por la caída en la producción petrolera y de la construcción. Aunada a esta desaceleración, se dio un impacto negativo debido a los huracanes y a los sismos de septiembre. Para el último trimestre del año anticipamos un rebote impulsado en buena medida por la recuperación del comercio y el inicio de los trabajos de reconstrucción. Con los datos de crecimiento hasta el momento ya podemos afirmar con un alto grado de certeza que el crecimiento de la economía en 2017 estará entre 2.1% y 2.2%. Para el año próximo, estimamos que la economía crecerá a un nivel similar al de 2017, sin embargo, hay dos factores de riesgo a considerar: la posibilidad de un deterioro en la relación comercial entre México y EE.UU. y la incertidumbre alrededor de la elección presidencial en 2018. En lo que respecta a las finanzas públicas, prevemos que se cumpla la meta de un superávit fiscal primario de 0.4% del PIB. Esto, junto con el remanente de operación de Banco de México significará que la deuda como porcentaje del PIB vaya a caer por primera vez en diez años. Esto reduce sustancialmente las posibilidades de una rebaja en la calificación soberana de México.

Las negociaciones del TLCAN se deterioraron en la cuarta ronda y el camino hacia el TLCAN 2.0 se tornó mucho más desafiante. EE.UU. puso sobre la mesa propuestas inaceptables para sus contrapartes, además de que volvió a enfatizar la intención de EE.UU. de reducir su déficit comercial. Una retirada unilateral de EE.UU. del TLCAN ya no está fuera de discusión. De hecho, si bien seguimos asignando una probabilidad mayor a 50% al desenlace positivo de las negociaciones (ie, TLCAN 2.0), es menor a la de 85% que teníamos hasta septiembre. En otras palabras, las probabilidades de acuerdo y ruptura están ahora más balanceadas en nuestra opinión. Dicho lo anterior, como hemos mostrado en números anteriores del Situación México, si EE.UU. actúa de acuerdo a sus intereses económicos debería preservar el tratado.

Este contexto se ha reflejado en el tipo de cambio. El debilitamiento del peso desde mediados de agosto responde a los riesgos asociados al TLCAN. El peor desempeño relativo del MXN comenzó con la 1ª ronda de negociación del TLCAN 2.0, no fue afectado por una Fed más *hawkish* y se acentuó en octubre al aumentar los riesgos de ruptura del TLCAN. Hacia delante, cualquier cambio de tendencia seguirá respondiendo principalmente a la evolución de las perspectivas en torno a la renegociación del TLCAN.

Estimamos que una posible ruptura del TLCAN no afectaría de manera generalizada los flujos de comercio, ya que el arancel promedio ponderado que enfrentarían las exportaciones mexicanas a EE.UU. con las reglas de nación más favorecida (NMF) de la OMC sería de 3.5%. No obstante, sí tendría un efecto negativo en la inversión y en sectores focalizados como la producción de vehículos para el transporte de mercancías. Este segmento representa 6.1% de las exportaciones totales de México a EE.UU. y enfrentaría un arancel de 25% bajo el esquema NMF de la OMC.¹ Así, prevemos que una posible eliminación del tratado afectaría el crecimiento económico principalmente a través de una caída en la IED del sector de vehículos para el transporte de mercancías y una disminución en la inversión fija bruta doméstica privada de sectores relacionados. Bajo el supuesto de una caída en la IED de 7.4%, y una disminución en la inversión fija bruta doméstica de entre 2% y 4%, estimamos que la ruptura de NAFTA tendría un efecto negativo sobre el crecimiento del PIB en 2018 de entre 0.5 y 0.8 pp.

Otro riesgo potencial en el horizonte lo constituye la propuesta de reforma fiscal que actualmente se discute en EE.UU. que contempla una reducción en la tasa del impuesto a la renta corporativa de 35% a 20%. En México esta tasa es 30%. Al respecto surgen dos preguntas pertinentes: ¿Qué tanto afectará la inversión extranjera directa de EE.UU. en México? ¿Debería el gobierno mexicano reaccionar y también disminuir la tasa corporativa? Nuestro análisis apunta a que aun si dicha reducción de impuestos se implementara en EE.UU., México seguiría siendo más competitivo en la producción de manufacturas en relación a ese país. Por lo anterior, consideramos que México no debería de reaccionar reduciendo la tasa del ISR a personas morales. En el caso de que el gobierno mexicano decidiera reducir la tasa del ISR a personas morales de 30% a 20%, el ISR mostraría una contracción anual de 16.9%, equivalente a 1.2% del PIB.

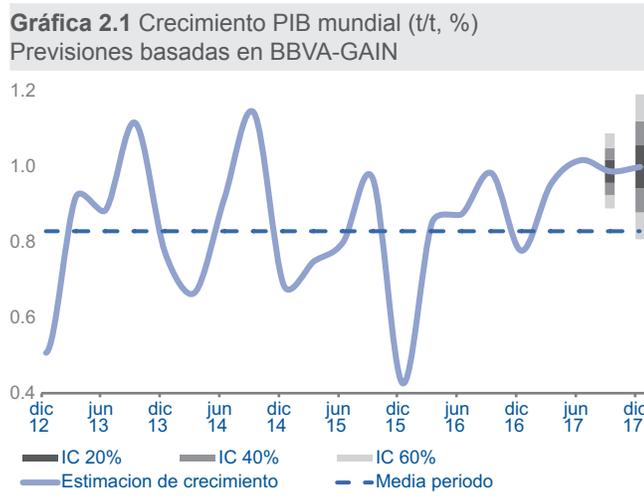
Por último, la inflación está finalmente disminuyendo. Después de exhibir una tendencia alcista durante catorce meses consecutivos, la inflación general alcanzó su nivel máximo en agosto (6.7%) y tuvo un punto de inflexión en septiembre (6.35%), como anticipamos desde inicios de año. Así, si bien el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado por la reciente depreciación del peso y los riesgos de una depreciación adicional, cada vez resulta más claro que la inflación está evolucionando como lo anticipa el banco central y, en nuestra opinión, convergerá rápidamente con el rango objetivo (de 3.0% +/- 1pp) en la primera mitad del 2018. Prevemos que la inflación cerrará 2017 en 6.2% y que para el cierre de 2018 se ubicará por debajo de 4.0% (en 3.7%), dentro del rango objetivo del banco central. Los riesgos para la inflación están sesgados al alza, pero son moderados. Aunque seguimos esperando que el siguiente movimiento de las tasas de interés sea a la baja, el contexto y la comunicación reciente de Banxico dejan claro que éste aún está lejos en el tiempo. Por ello, consideramos que en el escenario más probable Banxico mantendrá una pausa monetaria hasta el tercer trimestre de 2018, fecha en la cual comenzará a reducir la tasa de referencia.

1: Excepto los vehículos automóviles para el transporte de mercancías con motor de émbolo (pistón) de encendido por compresión (diésel o semi-diésel) de peso total con carga máxima superior a 5 toneladas, pero inferior o igual a 20.

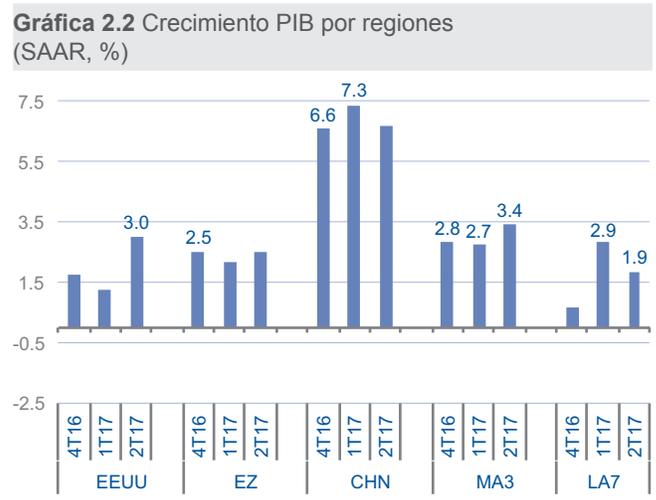
2. Se consolida el entorno global positivo

Crecimiento global robusto y estable, con una recuperación más sincronizada entre áreas

El crecimiento de la economía mundial se ha estabilizado a mediados de año alrededor del 1% t/t, y los indicadores disponibles hasta el momento sugieren que este avance se estaría manteniendo en la segunda parte del año (Gráfica 2.1). Los indicadores de confianza global han continuado mejorando, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, y adelantan un panorama más positivo que los indicadores de actividad, que se han frenado al inicio del tercer trimestre. No obstante, el crecimiento del comercio mundial sigue siendo sólido y la recuperación del sector industrial continúa en marcha, lo que apoya el rebote de la inversión, mientras que se mantiene la fortaleza del consumo privado a pesar de los menores vientos de cola.



Fuente: BBVA Research



Fuente: BBVA Research

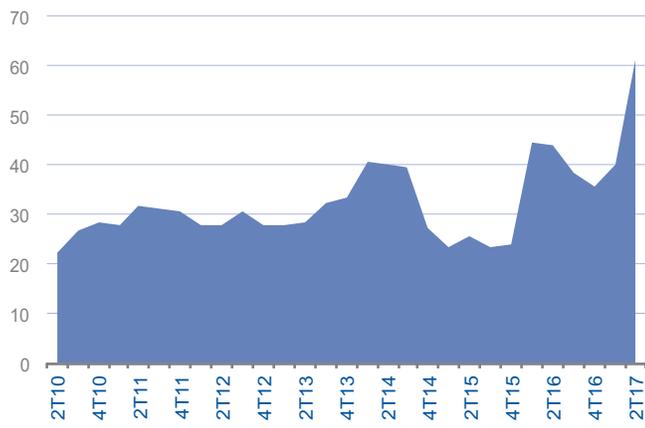
Esta dinámica positiva refleja un mejor desempeño económico en todas las áreas (Gráfica 2.2). En las economías avanzadas, el PIB estadounidense rebotó en el segundo trimestre y reduce las dudas sobre la sostenibilidad de un crecimiento moderado en los próximos trimestres, mientras que detrás de la sorpresa positiva de Europa estuvo la mayor fortaleza de los factores domésticos. En las economías emergentes, la estabilización del crecimiento en China seguirá apoyando al resto de Asia, lo que, unido a las condiciones favorables de los mercados financieros también está permitiendo que el crecimiento en los países de Latinoamérica vaya ganando tracción. Finalmente, la recuperación en Rusia y Brasil ha dejado de lastrar el crecimiento mundial. Por ello, y a diferencia de otros episodios de expansión tras la crisis financiera (a principios de 2013 y a mediados de 2014), la actual recuperación es la más sincronizada¹ desde entonces, de acuerdo con nuestro índice.²

1: Una evidencia de lo comentado la encontramos al observar que el índice de concordancia de Harding y Pagan respecto al crecimiento de economías desarrolladas y emergentes se incrementó un 25% a partir del 2016.
 2: El índice de sincronización expuesto es el resultado de invertir la desviación estándar del crecimiento trimestral observado en los países. De esta forma, el índice asocia menor (mayor) volatilidad en el crecimiento entre países con un mayor (menor) grado de sincronización a nivel mundial.

Este entorno de crecimiento positivo y más sincronizado viene acompañado hasta ahora de niveles de inflación moderados, también generalizados por áreas, a pesar de la abundancia de liquidez en los mercados, mientras que sigue sin haber señales claras de acumulación de presiones inflacionistas. En el caso de las economías emergentes, la apreciación de sus divisas propiciada por la debilidad del dólar y por cierto aumento en el precio de las materias primas ha facilitado que la inflación siga moderándose. En las economías desarrolladas, la reducción de la inflación se deriva de la desaparición del efecto base de los precios de la energía (sobre todo en Europa) y algunos factores transitorios (principalmente en EE.UU.), si bien la inflación subyacente continúa en niveles bajos y siguen las dudas sobre si los factores que subyacen a la debilidad de la inflación son de carácter transitorio o permanente. Este contexto ayuda a que los bancos centrales en las economías emergentes tengan más margen de maniobra para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento, mientras que permite a las autoridades monetarias en las economías avanzadas seguir siendo cautas a la hora de implementar la normalización.

Otros factores del buen comportamiento global, como unas políticas fiscales que en general han sido neutrales o expansivas recientemente, o los precios de las materias primas relativamente moderados, parecen prolongarse en el horizonte de previsión, con unos mercados financieros relativamente complacientes que no están sufriendo de manera persistente por las fuentes de estrés político.

Gráfica 2.3 Índice de sincronización (basado en la varianza temporal del PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.4 Índice de tensiones financieras. EE.UU vs. Eurozona (normalizado)



Fuente: BBVA Research

Entorno favorable de los mercados financieros y normalización de políticas monetarias

En este trimestre la dinámica de los mercados se ha mantenido sin cambios respecto a la primera mitad del año a pesar de los episodios de estrés (Gráfica 2.4), sobre todo de tipo político (debate techo de deuda en Estados Unidos) y geopolítico (tensiones en Corea del Norte). Estos eventos han causado cierto efecto refugio en deuda que devolvió las tasas de interés de largo plazo a la parte baja del rango de cotización. Sin embargo, su efecto ha sido transitorio.

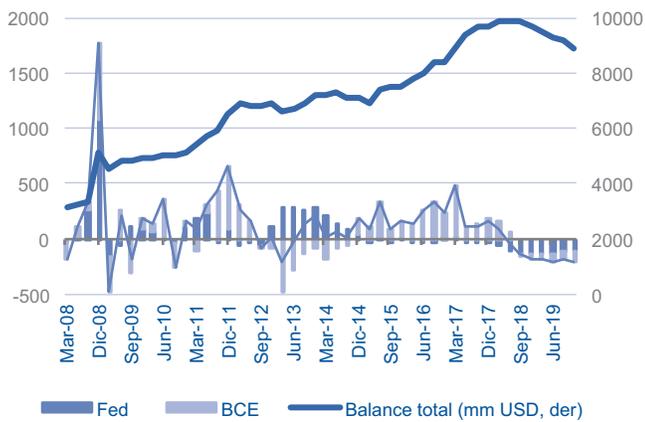
En un entorno en el que el crecimiento sigue siendo dinámico y sin sorpresas a la baja en inflación, los bancos centrales continúan adelante con el proceso gradual de retirada de los estímulos monetarios. En concreto, la Reserva Federal (Fed) americana ha anunciado el inicio de la reducción de su balance a partir de octubre. Se trata de una reducción pasiva, al permitir el vencimiento de parte de los vencimientos de bonos públicos y privados, y que ha sido bien comu-

nicada, por lo que no ha generado ningún tipo de tensión en los mercados. Es más, la Fed mantiene su expectativa de continuar con el ciclo de subidas de tipos, a pesar de que los mercados se han mostrado sistemáticamente más bajistas. Esperamos una subida de tasas oficiales de 25 pbs en diciembre de este año y dos subidas adicionales hasta el 2% en 2018. Sin embargo, la incertidumbre sobre la senda de subidas ha aumentado no sólo porque la inflación se mantiene en niveles bajos, sino por los cambios que se van a producir en el seno de la Fed tras la salida de buena parte de sus miembros, incluyendo el vicepresidente, y con la duda de si su presidenta se mantendrá en el cargo.

El Banco Central Europeo (BCE) anunciará en octubre la reducción del programa de compra de activos, que empezaría a implementar en enero del año que viene. La retirada de los estímulos será gradual y el BCE se dotará de la máxima flexibilidad posible, aunque es incierta la estrategia concreta que adoptará; esto es, cuánto reducirá las compras y por cuánto extenderá el programa. Nuestro escenario contempla una reducción paulatina de las compras hasta acabar con el programa en el verano del 2018. Las subidas de tasas, sin embargo, se retrasan hasta mediados de 2019, en buena parte por la creciente preocupación del BCE por la apreciación del euro y su potencial impacto en inflación.

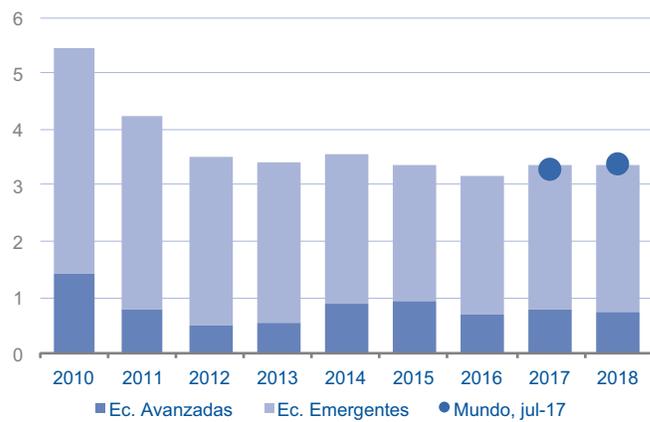
Como en el trimestre anterior, la combinación de baja volatilidad, tipos bajos y debilidad del dólar han dibujado un entorno favorable para países emergentes. Las estrategias de búsqueda de rentabilidad han propiciado fuertes entradas de flujos en emergentes, sobre todo en deuda, así como la apreciación de las divisas.

Gráfica 2.5 Balance de la Fed y el BCE (nivel y cambios trimestrales, miles de millones de USD)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.6 Previsión PIB mundial por regiones (% a/a)



Fuente: FMI y BBVA Research

Mayor crecimiento global, por la revisión al alza en Europa y China

Nuestras nuevas previsiones implican que el crecimiento global se acelera hasta el 3,4% en 2017-18 (Gráfica 2.6), lo que supone una revisión al alza de alrededor de dos décimas este año y una aceleración desde el 3,2% del año pasado. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto ahora tanto para China como para Europa en 2017 debido a las sorpresas positivas en ambas regiones desde el segundo trimestre. Para EE.UU. se mantiene la proyección de un crecimiento sostenido algo por encima del 2% en el horizonte de previsión, mientras que el mayor avance esperado para las economías latinoamericanas se va confirmando. Por su parte, el crecimiento del resto de economías asiáticas seguirá siendo robusto, pero sentirá los efectos de la moderación prevista de la economía China en los próximos trimestres.

Los factores subyacentes que han ayudado a la aceleración y estabilización del crecimiento mundial seguirán estando presentes, si bien algunos podrían ir desvaneciéndose gradualmente en los próximos trimestres. El más inmediato será la normalización de la política monetaria por parte tanto de la Reserva Federal como del Banco Central Europeo (Gráfica 2.5), ya que supondrá una reducción paulatina de la liquidez global y un menor apoyo a los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Además, siguen existiendo múltiples riesgos de carácter político que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados.

EE.UU.: crecimiento sostenido a pesar de la incertidumbre política y los desastres naturales

El crecimiento del PIB rebotó en el tercer trimestre del año hasta el 3,1% en términos anualizados, recuperándose de la significativa moderación registrada en los dos trimestres anteriores. Aunque la incertidumbre sigue siendo alta, tanto por los desastres naturales como por la política económica, los fundamentales económicos siguen siendo consistentes con el crecimiento sostenido de alrededor del 2% que se viene registrando en los dos últimos años y medio. El impacto económico neto de los huracanes será limitado a nivel nacional, ya que las dos décimas que estimamos que podrían restar al crecimiento en el tercer trimestre deberían ser compensadas por el esfuerzo de reconstrucción en el último tramo del año. Además, el acuerdo entre el gobierno y los demócratas ha retrasado el plazo para aprobar el presupuesto (garantizando la financiación del gobierno hasta diciembre) y ha elevado el techo de deuda. Respecto a la política económica, el gobierno ahora está centrado en la reforma impositiva, pero ésta carece todavía de detalles esenciales y ofrece opciones limitadas para aumentar la eficiencia. Aunque termine aprobándose, es improbable que los recortes de impuestos impulsen significativamente el crecimiento económico por la situación cíclica de la economía, muy cercana al pleno empleo.

Por todo ello, mantenemos la previsión de crecimiento del PIB en el 2,1% en 2017 y el 2,2% en 2018. La solidez del crecimiento global, la depreciación del dólar, las expectativas sobre la sostenibilidad de los precios del petróleo y la moderada mejora de la construcción debería favorecer el repunte de la inversión. Por el contrario, la mejora más gradual del mercado de trabajo y la mayor inflación nos lleva a continuar proyectando una moderación del consumo privado en el horizonte de previsión. No obstante, la moderación del crecimiento de los precios en los últimos meses y la ausencia de signos claros de presiones inflacionistas hace que esperemos que la Fed continúe lentamente en su proceso de normalización de la política monetaria. Los riesgos sobre este escenario siguen siendo a la baja debido a las incógnitas sobre la implementación de las medidas de política económica anunciadas, mientras que el largo periodo de expansión cíclica junto con unas políticas de demanda laxas siguen favoreciendo la acumulación de vulnerabilidades financieras que podrían desencadenar una recesión en el medio plazo.

China: panorama más favorable en el corto plazo

El apoyo de las autoridades chinas, sobre todo con una política fiscal favorable al crecimiento, ha permitido un desempeño económico algo mejor de lo esperado en el primer semestre del año, al estabilizar el avance del PIB en el 6,9% anual. No obstante, también a lo largo del año se están tomando medidas para atajar las vulnerabilidades financieras y favorecer un desapalancamiento ordenado. En particular, se está combinando el endurecimiento de la regulación sobre la banca a la sombra y el mercado inmobiliario con una política monetaria más prudente, una política fiscal menos expansiva y la eliminación de algunos controles al mercado cambiario. El congreso del Partido Comunista a mitad de octubre debería arrojar más luz sobre el compromiso de las autoridades para acometer las esperadas reformas estructurales que ajusten el patrón de crecimiento y sobre si se va a priorizar la estabilidad financiera sobre la del crecimiento económico.

Como resultado del mejor desempeño reciente, hemos revisado al alza las previsiones de crecimiento del PIB en alrededor de 0,2pp hasta el 6,7% en 2017, algo mayor que el objetivo de las autoridades del 6,5%, aunque mantenemos la proyección de desaceleración en 2018 hasta el 6%. Desde mediados de año los indicadores disponibles ya están arrojando señales de un crecimiento económico más moderado y podrían estar reflejando el impacto de unas políticas de demanda más prudentes, pero también el efecto negativo sobre la actividad del endurecimiento regulatorio, la eliminación de la sobrecapacidad de las empresas y la apreciación de la moneda. La inflación sigue siendo moderada, sobre todo la de los alimentos, aunque los precios de los productos industriales han aumentado nuevamente por ciertas interrupciones de la oferta. Por el contrario, el endurecimiento regulatorio y una divisa más fuerte deberían seguir conteniendo la evolución de los precios, por lo que mantenemos la previsión de inflación en el 1,7% en 2017 y el 2% en 2018.

La estrategia de las autoridades y la desaceleración más gradual del crecimiento han reducido los riesgos en el horizonte de previsión, pero siguen aumentando en el medio plazo ya que el endeudamiento continúa creciendo, con unos indicadores del servicio de la deuda en niveles elevados, mientras que los ajustes de las empresas estatales se siguen postergando.

Eurozona: mayor crecimiento por la fortaleza de la demanda interna

La economía europea avanza a un ritmo trimestral de alrededor del 0,6% desde finales del pasado año. Una demanda global más sostenida sigue apoyando las exportaciones, mientras que el impacto de la apreciación del euro ha sido limitado. Esta fortaleza de la divisa refleja en parte el mejor momento cíclico de la economía europea, impulsada por la solidez de los fundamentales domésticos (mejora del mercado de trabajo y aumento de la confianza) que han favorecido un mejor desempeño tanto del consumo como de la inversión. A pesar de que el desempeño económico es algo mejor de lo esperado en lo que llevamos de año, la debilidad de la inflación subyacente mantiene la cautela del Banco Central Europeo. Por lo tanto, aunque empiece a reducir el programa de compras de deuda a principios del año que viene, la política monetaria seguirá apoyando el crecimiento a través del mantenimiento de los tipos de interés más allá del horizonte de previsión. Además, la política fiscal será ligeramente expansiva en 2017-18, favorecida porque el impacto positivo de la recuperación cíclica en las cuentas públicas proporciona más margen a los estados miembros para mantener cierto apoyo fiscal sin comprometer el cumplimiento de los objetivos. Por todo ello, hemos revisado dos décimas al alza la previsión de crecimiento del PIB en 2017 hasta el 2,2%, lo que supone un crecimiento por encima del potencial por tercer año consecutivo. Esto hace difícil pensar en una mayor aceleración significativa en el corto plazo. Además, algunos de los vientos de cola del pasado están perdiendo algo de fuerza o se están revirtiendo (apreciación del euro, aumento de los precios del petróleo y estabilización del crecimiento mundial) y están detrás la cierta desaceleración prevista para 2018 hasta el 1,8%.

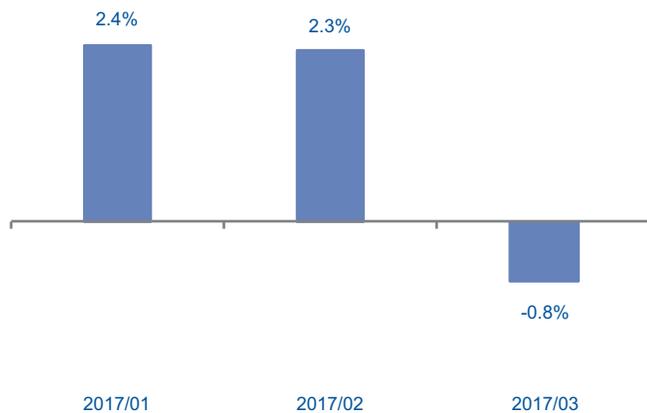
La inflación general se ha mantenido relativamente estable en el tercer trimestre al compensarse los menores precios de los productos energéticos y los alimentos con un aumento de alrededor de una décima de la inflación subyacente (hasta el 1,3%). Más allá de la volatilidad y estacionalidad de algunos componentes de la inflación, la fortaleza de la demanda doméstica, la mejora del mercado del trabajo y el incipiente aumento de los salarios deberían empezar a empujar los precios en los próximos trimestres, aunque el impacto de la reciente apreciación del euro sobre los precios importados nos lleva a revisar a la baja la previsión para la inflación general en alrededor de una décima en 2017 hasta el 1,5% y en dos décimas en 2018 hasta el 1,2%, mientras que mantenemos sin cambios la previsión de un aumento gradual de la inflación subyacente (un 1,1% este año y 1,4% en 2018).

Los riesgos domésticos en el conjunto de la zona euro siguen sesgados a la baja, pero son moderados. Y la mayoría son de carácter político, como las dificultades en las negociaciones del Brexit a pesar del reciente acercamiento de posturas, los problemas bancarios sin resolver en algunos países, así como las tensiones políticas en algunos estados miembros y la posible falta de apoyo para avanzar en el proyecto europeo tras los resultados de las elecciones alemanas.

3. Debilidad transitoria en el 3T17 derivada del impacto negativo de fenómenos naturales

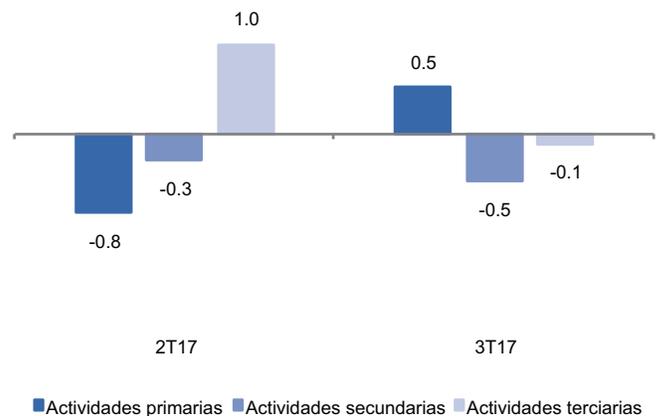
En el tercer trimestre del año la economía del país registró una contracción de 0.2% con respecto al trimestre previo (-0.8% anualizado, ae) como resultado de caídas en el sector industrial, el comercio y los servicios. En especial, la actividad económica resintió el efecto de los sismos y los huracanes que impactaron las costas del Golfo de México en territorio mexicano y estadounidense. En el 3T17 las actividades secundarias cayeron (-)0.5%, las terciarias (-)0.1%, y las primarias aumentaron 0.5%. Esperamos que el bajo dinamismo del PIB en el 3T17 sea transitorio, y que la actividad económica en el 4T17 se vea favorecida por un impulso en el consumo de bienes y servicios resultado de las compras para ayuda a damnificados, y hacia adelante un mejor desempeño de la construcción, como resultado de las labores de reedificación derivadas de los terremotos de septiembre.

Gráfica 3.1 PIB. Tasa de crecimiento (T/T, ae)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.2 PIB por gran sector de actividad económica. Tasa de crecimiento (TaT, ae)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Dentro de las actividades industriales (30% del PIB) el mayor debilitamiento se registró en el sector minería (5% del PIB), incluyendo petróleo, que en julio y agosto reportó disminuciones de -1.5% y -2.0% (IGAE, M/M), respectivamente. En septiembre, la producción de petróleo crudo cayó 10.4% (M/M), una reducción 7.6 pp mayor a la observada en agosto, y la más alta registrada en los últimos años, resultado del impacto negativo que el huracán Harvey tuvo sobre la demanda de petróleo mexicano en EE.UU., a lo que se sumó el efecto de los huracanes que golpearon el territorio mexicano, también con efectos negativos sobre la producción.

Como la minería, el sector construcción (7%) hila dos meses de caídas consecutivas, con variaciones de -1.5% y -0.1% en julio y agosto, respectivamente (IGAE, M/M). Asimismo, las actividades primarias (3% del PIB) registraron disminuciones de 2.2% y 1.5% en los mismos meses (IGAE, M/M), aunque su baja aportación al PIB limita los efectos negativos sobre el desempeño general de la economía.

Dentro del sector terciario (63% del PIB), el comercio (17% del PIB) ha mostrado comportamientos mixtos a lo largo del 3T17. El comercio al por menor (9% del PIB) registró una caída de 4.6% en julio y un incremento de 0.9% en agosto (IGAE, M/M), mientras que el comercio al por mayor (8% del PIB) registró variaciones de -0.4% y 4.2% en los mismos meses. Por su parte, el indicador de ventas el menudeo registró crecimientos moderados pero positivos en julio y agosto (0.2%, IGAE, M/M). Estimamos que las cifras de septiembre mostrarán un debilitamiento de este sector como resultado de los sismos, que provocaron el cierre de comercios y servicios por varios días, con un posterior repunte en el 4T17 por las compras para ayuda a damnificados.

Los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas (2% del PIB) también han mostrado un comportamiento mixto a lo largo del trimestre, con crecimientos de -0.6% y 0.6%, en julio y agosto, respectivamente. Estimamos que el crecimiento de este sector en el mes de septiembre se verá afectado negativamente por el cierre de establecimientos en los últimos días del mes, derivado de los sismos que impactaron a la Ciudad de México, Morelos, Puebla, Oaxaca y Chiapas, principalmente. Los indicadores de confianza empresarial de este sector (momento adecuado para invertir y confianza empresarial) muestran ya caídas en septiembre, de -0.8% y -0.4% (M/M, ae). De acuerdo con el INEGI, los estados que registraron la mayor suspensión temporal de actividades fueron Morelos (con 55.2% de sus establecimientos), la Ciudad de México (48.9%) y Puebla (47.5%); en promedio 52 de cada 100 establecimientos que suspendieron actividades en esos estados lo hicieron por más de un día.¹

Aunque la pérdida de vidas humanas ocasionada por estos desastres naturales constituye una tragedia irreversible, en términos de capacidad productiva del país (infraestructura pública o privada), éstos no registraron daños significativos, y por lo tanto no se alteró el crecimiento potencial de la economía. El principal efecto comprende la pérdida de propiedad privada, esencialmente vivienda, y está centrada a nivel local. Como mencionamos antes, en los siguientes trimestres esperamos un repunte de la actividad económica como resultado del impulso a la construcción conforme el capital perdido es reemplazado de manera gradual, lo que junto con un mayor gasto público y privado (donaciones), la reclamación de pérdidas aseguradas, y el uso del fondo gubernamental de emergencia para desastres naturales (FONDEN) introduce un sesgo al alza en nuestras previsiones de crecimiento de los siguientes meses. Los indicadores de opinión empresarial de empresas comerciales muestran ya una recuperación en el mes de octubre, con variaciones mensuales de 10.4% (momento adecuado para invertir, ae) y 0.6% (confianza empresarial, ae).

En cuanto a los sectores que mostraron una evolución favorable durante el 3T17, del sector secundario, la manufactura (16% del PIB) registró crecimientos moderados pero positivos en julio y agosto (0.4% y 0.6%, IGAE, M/M) aunque no suficientes para compensar el menor dinamismo en la extracción de petróleo y la construcción. Esperamos que las cifras del mes de septiembre continúen mostrando un desempeño modesto pero favorable de este sector, tal como lo apuntan ya los indicadores de opinión empresarial de la manufactura (momento adecuado para invertir y confianza empresarial), que en septiembre registraron variaciones de 1.2% y 0.8%, respectivamente. A lo anterior se suma el mayor dinamismo que el sector manufacturero de EE.UU. mostró al cierre del 3T17, con una variación porcentual mensual de 0.1% en septiembre, 0.3 pp por arriba de lo observado en agosto y 0.5 pp mayor a lo registrado en julio.

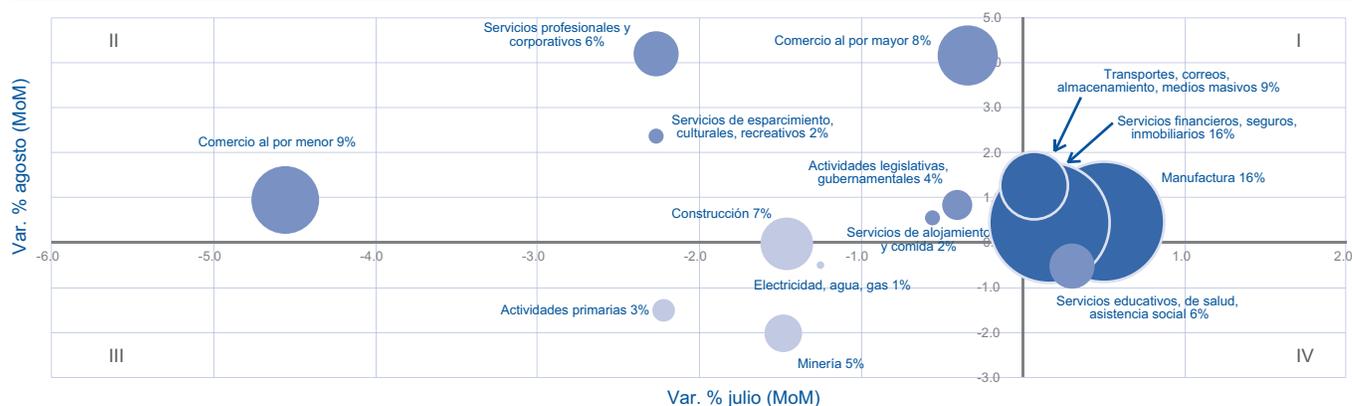
Del sector terciario, solo los servicios financieros, inmobiliarios y de alquiler (16% del PIB) mostraron crecimientos positivos en julio y agosto (0.2% y 0.6%, respectivamente), después de registrar caídas en los últimos meses del 2T17.

La Gráfica 3.2 muestra el crecimiento mensual del IGAE (ae) de todos los sectores económicos en el país; el eje horizontal representa el crecimiento de cada sector en julio, y el eje vertical el de agosto. Así, los sectores económicos ubicados en el cuadrante I registraron variaciones positivas en ambos meses, mientras que los sectores ubicados en el cuadrante III registraron variaciones negativas en los dos periodos. Los sectores que reportaron crecimientos mixtos se encuentran posicionados en los sectores II y IV. El tamaño de las burbujas representa la participación porcentual de cada sector en el PIB. Los sectores económicos con crecimientos negativos en ambos meses se ilustran en color

1: La encuesta se realizó en los ocho estados que resultaron con mayores afectaciones por los sismos del 7 y 19 de septiembre (Chiapas, Ciudad de México, Guerrero, México, Morelos, Oaxaca, Puebla y Tlaxcala). Los sectores considerados son servicios, comercio y manufacturas, y la muestra representa al total de unidades económicas de los estados y de los sectores antes mencionados.

azul claro; los sectores con crecimientos positivos en ambos periodos se muestran en azul oscuro; y los sectores con comportamiento mixto se muestran en azul medio. La Gráfica así constituye un semáforo del comportamiento de los sectores en el tercer trimestre del año, con información de julio y agosto.

Gráfica 3.3 IGAE. Tasa de crecimiento mensual (ae), julio y agosto



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Cambio de año base de 2008 a 2013 del Sistema de Cuentas Nacionales de México

En 31 de octubre el INEGI anunció el cambio de base del Sistema de Cuentas Nacionales de México, de 2008 a 2013, que provocó diferencias en las tasas de crecimiento observadas del PIB, con respecto a las publicadas anteriormente, en particular, el crecimiento promedio del periodo 2013-2016 se elevó 0.5 pp, de 2.1% a 2.6%, mientras que el periodo previo, 2007-2012 se redujo 0.4 pp, de 2.1% a 1.7% (Cuadro 1).

Uno de los principales cambios con respecto a 2008 es una variación en el peso de los sectores de la economía con mayor aportación al PIB: manufactura y comercio. Con el cambio de base la participación porcentual de la manufactura en el valor agregado bruto (VAB) se reduce 1.1 pp (de 17.6% a 16.5%), mientras que la del comercio aumenta 1.4 pp (de 16.1% a 17.5%) (Gráfica 3.4). Este cambio es relevante porque el comercio ha mostrado un crecimiento mucho mayor que la manufactura en los últimos años (0.9% vs 2.9% con base 2008 y 0.6% vs 2.8% con base 2013, cifras promedio 2007-2016). En resumen, el cambio de año base le da una mayor ponderación al sector comercio, que ha crecido más que el resto de los sectores relevantes de la economía.²

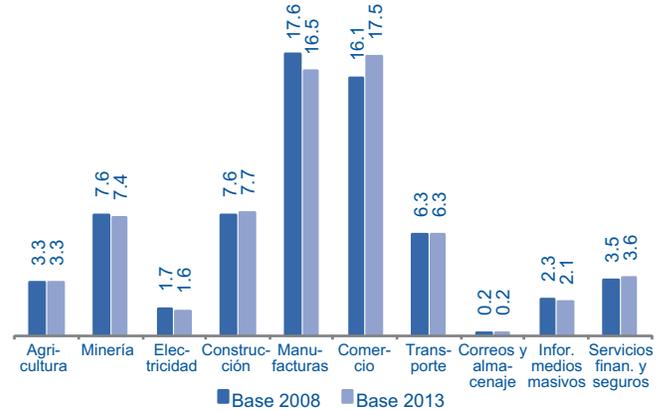
2: Valor agregado bruto 2013. Fuente: INEGI

Cuadro 3.1 PIB. Var. % anual (ae)

	1995-2000	2001-2006	2007-2012	2013-2016
Base 1993	3.5	2.3		
Base 2003	3.5	2.1	1.9	
Base 2008	3.4	2.3	2.1	2.1
Base 2013	3.3	2.0	1.7	2.6
Diferencia 2003 vs. 1993	0.0	-0.2		
Diferencia 2008 vs. 2003	-0.2	0.2	0.2	
Diferencia 2013 vs. 2008	0.0	-0.3	-0.4	0.5

Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.4 Composición del Valor Agregado Bruto. 2013



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Cuenta corriente: el déficit de cuenta corriente disminuyó significativamente en el segundo trimestre de 2017 en respuesta a un saldo más positivo en la balanza de mercancías no petroleras y un menor déficit del ingreso primario

Después de haber rebasado los 30 mil millones de USD en 2013, el déficit de cuenta corriente ha disminuido gradualmente hasta ubicarse en 17.4 mil millones de USD con datos anualizados al segundo semestre de 2017 (Gráfica 3.5). En términos de PIB, el déficit de cuenta corriente pasó de 2.5% a 1.7% en el mismo lapso (Gráfica 3.6). Si bien aún está pendiente la información correspondiente a la segunda mitad de 2017, prevemos que el déficit de cuenta corriente se ubique en 2.4% del PIB en 2017. Nuestro pronóstico implica que el déficit de cuenta corriente se incremente a 3.0% del PIB en la segunda mitad de 2017, en parte por la desaceleración prevista para las exportaciones de manufacturas. Por su parte, la previsión para el déficit de cuenta corriente en 2018 es 2.3% del PIB.

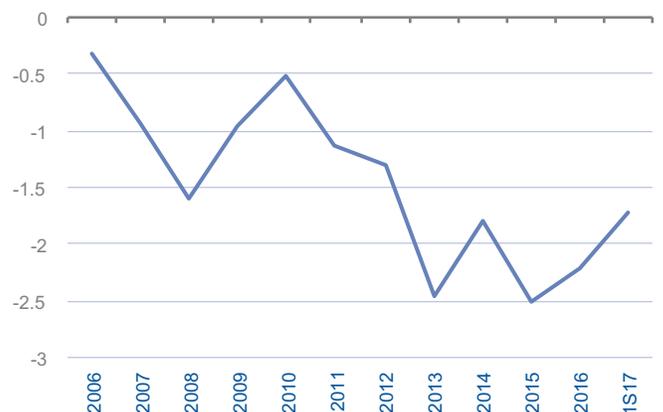
Gráfica 3.5 Cuenta corriente (Millones de USD)



* Se anualizó el déficit de cuenta corriente correspondiente al primer semestre de 2017

Fuente: BBVA Research con información de Banxico

Gráfica 3.6 Cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BBVA Research con información de Banxico

Al analizar el comportamiento del déficit de cuenta corriente correspondiente al segundo trimestre de 2017, dicho déficit disminuyó en comparación con la cifra correspondiente al primer trimestre de 2017 (Cuadro 3.2). Ello se explica principalmente por la significativa contracción en el déficit del ingreso primario así como por el mayor superávit en las mercancías no petroleras. Este último ha sido impulsado en gran medida por las exportaciones manufactureras de México.

Cuando comparamos el comportamiento del déficit de cuenta corriente de la primera mitad de 2017 vs. el mismo lapso del año previo, podemos notar que la disminución en dicho déficit por 5.4 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 1.7 mil millones de USD a un superávit de 5.3 mil millones de USD. Sin lugar a dudas, ello se ha derivado del mayor impulso externo proveniente principalmente de la recuperación de la producción manufacturera en EE.UU. durante la primera mitad de 2017.

Cuadro 3.2 Cuenta corriente y sus componentes en los primeros dos trimestres de 2017 (Millones de USD)

	Ene-Mar 17 (A)	Abr-Jun 17 (B)	Diferencia (B-A)
Cuenta corriente	-8,397.9	-321.2	8,076.7
Bal. de bienes y servicios	-4,877.8	-2,373.8	2,504.0
Bal. de bienes	-2,743.5	-132.8	2,610.7
Bal. de mercancías petroleras	-4,375.9	-3,823.6	552.3
Bal. de mercancías no petroleras	1,600.9	3,688.8	2,087.9
Bal. de bienes adquiridos en puertos por medios de transporte	31.5	2.0	-29.5
Bal. de servicios	-2,134.3	-2,241.0	-106.7
Bal. de ingreso primario	-10,009.7	-5,140.2	4,869.5
Bal. de ingreso secundario	6,489.6	7,192.8	703.2

Bal = Balanza
Fuente: BBVA Research con información de Banxico

Cuadro 3.3 Cuenta corriente y sus componentes en el primer semestre de 2016 y 2017 (Millones de USD)

	Ene-Jun 16 (A)	Ene-Jun 17 (B)	Diferencia (B-A)
Cuenta corriente	-14,128	-8,720	5,408
Bal. de bienes y servicios	-10,294	-7,252	3,042
Bal. de bienes	-7,022	-2,876	4,146
Bal. de mercancías petroleras	-5,373	-8,200	-2,827
Bal. de mercancías no petroleras	-1,681	5,290	6,971
Bal. de bienes adquiridos en puertos por medios de transporte	31	33	2
Bal. de servicios	-3,272	-4,375	-1,103
Bal. de ingreso primario	-16,767	-15,150	1,617
Bal. de ingreso secundario	12,933	13,682	749

Bal = Balanza
Fuente: BBVA Research con información de Banxico

Finanzas públicas: los ingresos no tributarios apoyaron el avance de los ingresos presupuestarios totales del sector público en el periodo enero-septiembre de 2017 mientras que los recortes al gasto programable contrajeron el gasto total

Los ingresos presupuestarios totales del sector público mostraron un crecimiento anual real de 1.8% en el periodo enero-septiembre 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 6.9%.

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 23.6% en el periodo enero-septiembre de 2017. La exclusión del remanente operativo del Banco de México implicaría un decremento anual real en

dicho componente de 25.8%. Por su parte, los ingresos tributarios exhibieron una variación anual real de 1.0% en dicho periodo. Si bien esta cifra señala un bajo dinamismo en el crecimiento anual de los ingresos tributarios, se observó una recuperación de los mismos ya que al primer semestre de 2017 dichos ingresos habían mostrado un aumento de 0.1% en términos anuales reales.

El ISR es un componente de los ingresos tributarios que se destaca por su peso en la estructura de estos últimos (54.5% de participación en el periodo enero-septiembre de 2017). El ISR mostró una variación anual real de 5.3% en dicho periodo, la cual se compara de manera desfavorable al 11.6% de crecimiento anual real observado en el periodo enero-septiembre de 2016.

Los ingresos petroleros del sector público representaron 15.5% de los ingresos presupuestarios totales en el periodo enero-septiembre de 2017 (la cifra correspondiente fue 17.7% en el periodo enero-septiembre de 2016). Es importante mencionar que este rubro de los ingresos cayó en términos anuales al mostrar una tasa real de crecimiento de -11.0% en dicho periodo de 2017.

Cuadro 3.4 Ingresos presupuestarios totales del sector público en Enero-Septiembre (Miles de millones de pesos)

	2016	2017	Var. % real	Estr. %
Total	3,501.2	3,773.0	1.8	100.0
Gobierno Federal	2,655.4	2,986.3	6.2	79.2
Tributarios	2,041.5	2,182.7	1.0	57.8
ISR	1,066.0	1,188.6	5.3	31.5
IVA	586.0	637.6	2.8	16.9
No Tributarios	613.9	803.6	23.6	21.3
Org. y emp. control presup.	245.4	266.7	2.6	7.1
Emp. Productiv. del Edo.	600.4	520.0	-18.2	13.8
Pemex	382.6	255.1	-37.0	6.8
CFE	217.8	264.9	14.9	7.0
Total	3,501.2	3,773.0	1.8	100.0
Ingresos petroleros	621.1	584.9	-11.0	15.5
Ingresos no petroleros	2,880.2	3,188.1	4.6	84.5

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Cuadro 3.5 Gasto neto pagado del sector público en Enero-Septiembre (Miles de millones de pesos)

	2016	2017	Var. % real	Estr. %
Total	3,764.1	3,731.0	-6.4	100.0
Gasto Programable	2,903.0	2,744.5	-10.7	73.6
Gasto corriente	2,111.9	2,201.9	-1.5	59.0
Gasto capital	791.1	542.7	-35.2	14.5
No Programable	861.1	986.4	8.2	26.4
Participaciones a Edos.	531.9	607.3	7.9	16.3
Costo financiero	305.1	359.3	11.2	9.6
Adefas* y otros	24.0	19.8	-22.1	0.5

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-septiembre de 2017, éste registró un decremento anual real de 6.4%. Ello se debió principalmente al rubro del gasto programable (el cual participó con 73.6% en el total del gasto neto pagado del sector público en dicho semestre), con una contracción anual real de 10.7% en dicho periodo. Al interior del gasto programable, el gasto en capital mostró una caída anual real de 35.2%. Por su parte, el gasto corriente registró una reducción de 1.5% 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-septiembre 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 8.5% 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 continuar con estos esfuerzos en materia de contención de gasto durante finales de 2017 para lograr las metas de 0.4% del PIB para el superávit primario y de 48.0% del PIB para el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público.

Cuadro 3.6 Indicadores de gasto público en enero-septiembre (Miles de millones de pesos)

	2016		2017		Var. % real
	Nominal	Nominal	Real	Real	
Gasto neto total	3,764.1	3,731.0	3,524.7		-6.4
Sin inversión financiera	3,509.9	3,619.6	3,419.4		-2.6
Sin inversión financiera y participaciones	2,978.0	3,012.3	2,845.7		-4.4
Sin inversión financiera, participaciones y pensiones	2,507.0	2,491.1	2,353.3		-6.1
Sin inversión financiera, participaciones, pensiones y costo financiero	2,201.9	2,131.8	2,013.9		-8.5

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Cuadro 3.7 Situación financiera del sector público en enero-septiembre (Miles de millones de pesos)

	2016	2017	Var. % real
Balance público	-251.3	63.2	n.s.
Bal. púb. sin inver. productiva	129.9	319.9	132.7
Balance presupuestario	-262.9	42.0	n.s.
Ingreso presupuestario	3,501.2	3,773.0	1.8
Gasto neto pagado	3,764.1	3,731.0	-6.4
Balance Gobierno Federal	-300.0	75.7	n.s.
Balance org. y empresas	37.1	-33.7	n.s.
Balance primario	59.1	416.0	564.7
Balance presupuestario	42.2	401.3	797.9
Gobierno Federal	-79.1	336.1	n.s.
Organismos y empresas	121.3	65.2	-49.2
Pemex	15.0	-33.9	n.s.
Otras entidades	106.4	99.1	-12.0
Entidades bajo control indirecto	16.9	14.7	-18.0

n.s. = no significativo

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

El balance primario del sector público mostró una mejoría significativa en el periodo enero-septiembre de 2017, al registrar un monto de 416.0 mil millones de pesos vs. 59.1 mil millones de pesos en el mismo lapso de 2016. El aumento en el superávit primario se debió en gran medida al balance del gobierno federal y, en menor medida, al balance del IMSS y de la CFE. De continuar este manejo disciplinado de las finanzas del gobierno federal y de otras empresas del Estado durante finales de 2017, se materializará el cumplimiento de la meta de 0.4% del PIB para el superávit primario de todo el sector público en 2017.

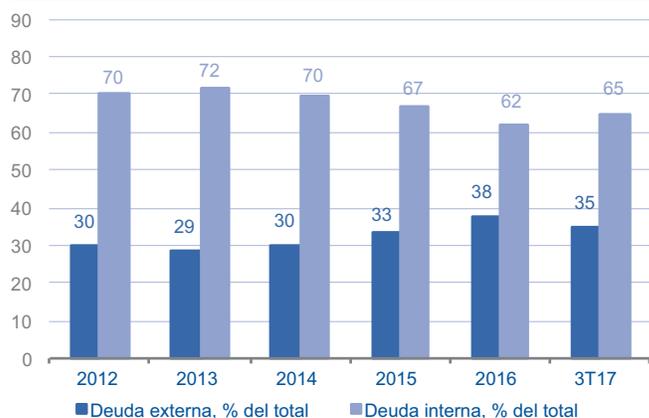
Gráfica 3.7 Deuda bruta y saldo de los requerimientos financieros del sector público* (% del PIB)



* Para los cálculos del SHRFSP y la deuda pública se usó el pronóstico del PIB nominal para 2017 de la SHCP.

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP e INEGI

Gráfica 3.8 Estructura porcentual de la deuda interna y externa del sector público (% de la deuda total)



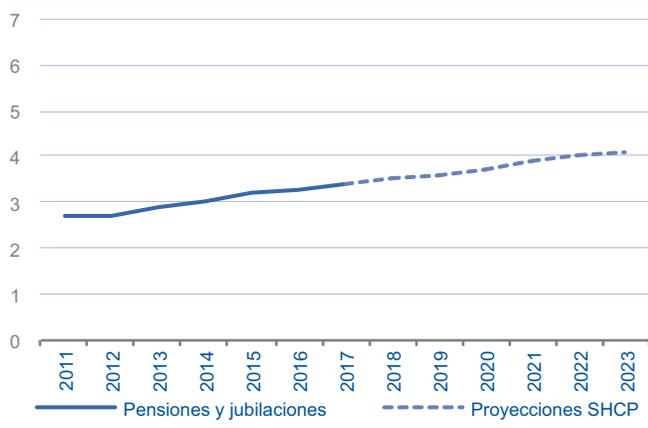
Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

En cuanto al tema de la deuda pública, el saldo de la deuda bruta fue 47.3% del PIB al cierre del tercer trimestre de 2017. Este nivel de deuda es 3.5 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 34.9% al cierre del tercer trimestre de 2017. Indiscutiblemente, la apreciación del peso mexicano frente al dólar observada durante lo que va del año ha sido un factor fundamental tanto en la menor participación de la deuda externa bruta como en el menor cociente de deuda bruta a PIB.

Al tercer trimestre de 2017, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) se encuentra 15.4 puntos porcentuales de PIB por encima de su nivel alcanzado en 2007. Para 2017 la SHCP prevé que, con el apoyo del remanente operativo del Banco de México, dicho saldo se reduzca a 48.0% del PIB de 50.1% del PIB en 2016. Para llegar a ese saldo, es importante mencionar que el déficit anual de los RFSP tendría que alcanzar un nivel de 1.4% del PIB para 2017 (después de 4.1% y 2.9% del PIB en 2015 y 2016, respectivamente).

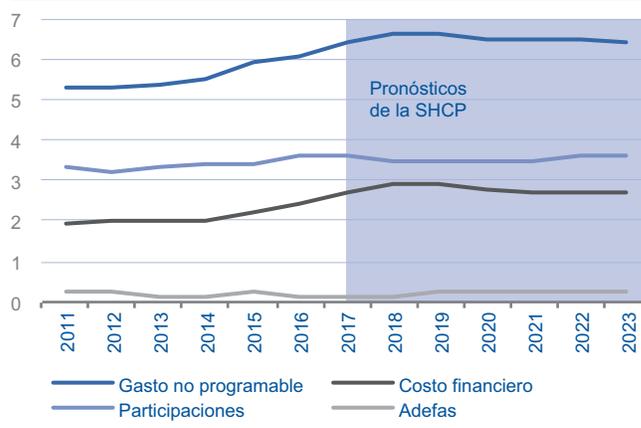
En cuanto a la perspectiva de mediano plazo para las finanzas públicas, la SHCP prevé que las pensiones públicas, las participaciones federales y el costo financiero de la deuda pública continuarán siendo una importante fuente de presión para el gasto neto del sector público. Lo anterior hará necesario que el gobierno federal mantenga la disciplina financiera sobre los rubros de gasto más directamente bajo su control. Sería deseable que los recortes se profundizaran más sobre el gasto corriente y que gradualmente el gasto público en capital se fuera recuperando para apuntalar el crecimiento económico del país.

Gráfica 3.9 Pensiones y jubilaciones solventadas por el sector público (% del PIB)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Gráfica 3.10 Gasto no programable y sus componentes (% del PIB)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

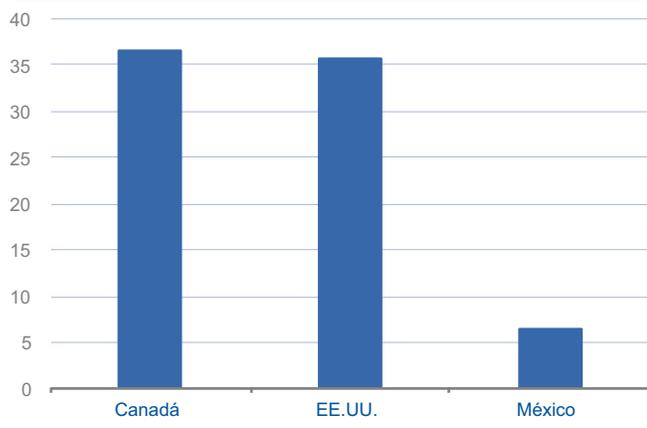
México seguiría siendo más competitivo que EE.UU. en el sector manufacturero aun si ese país baja de 35% a 20% la tasa corporativa de impuestos

La propuesta de reforma fiscal que actualmente se discute en EE.UU. contempla una reducción en la tasa del impuesto a la renta corporativa de 35% a 20%. En México esta tasa es 30%. Al respecto surgen dos preguntas pertinentes: ¿Qué tanto afectará la inversión extranjera directa de EE.UU. en México? ¿Debería el gobierno mexicano reaccionar y también disminuir la tasa corporativa?

Respecto a la primera pregunta, nuestras estimaciones apuntan a que aun si dicha reducción de impuestos se implementara en EE.UU., México seguiría siendo más competitivo en la producción de manufacturas en relación a ese país. Consecuentemente, la inversión extranjera directa no debería ser afectada de manera considerable. Ello debido a las siguientes razones:

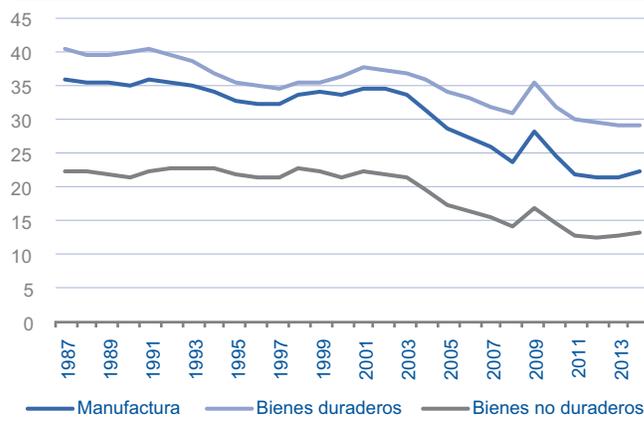
- i) Los costos de compensación laboral en la industria manufacturera de EE.UU. son en promedio casi seis veces mayores que en México (Gráfica 3.11). A su vez, la participación de los costos laborales manufactureros de EE.UU. en el ingreso total de dicha industria en 2014 –última cifra disponible- se ubicaba en 22.1%. Hemos realizado un cálculo para determinar si ese diferencial compensaría la reducción en impuestos en EE.UU. y determinar en cuál de los dos países sería más barato producir manufacturas de aprobarse la reducción de la tasa corporativa a 20% y ubicarse en un nivel 10 pp menor al de México. Encontramos que tan solo el diferencial de costos laborales es un factor suficiente para que México siga siendo más competitivo que EE.UU. (Cuadro 3.8). Es decir, México perdería algo de la ventaja en competitividad que tiene frente a EE.UU. pero seguiría teniendo una clara ventaja.

Gráfica 3.11 Compensación laboral por hora en la industria manufacturera en 2012 (USD)



Fuente: BBVA Research con información del BLS

Gráfica 3.12 Participación de los costos laborales en la manufactura de EE.UU. (% del ingreso nominal)



Fuente: BBVA Research con información del BLS

- ii) Además hay que considerar que la depreciación del peso observada desde abril de 2016 (asociada al riesgo Trump) de más de 10% casi compensaría la reducción de impuestos en EE.UU. Esta depreciación significa también que México es más competitivo en relación a Estados Unidos aun si se diera la mencionada reducción de impuestos.
- iii) También debemos tomar en cuenta que la tasa impositiva federal a la renta corporativa no es la única que enfrentan las empresas en EE.UU.; 44 estados y Washington D.C. tienen también un impuesto estatal que fluctúa entre 3% y 12%. Si además del impuesto federal propuesto de 20% se considera la tasa impositiva promedio de los 50 estados y Washington D.C. (6%), la ventaja comparativa para México en términos de utilidad después de impuestos se amplía (Cuadro 3.8).

Debido a estos factores, en el caso de que EE.UU. disminuya al 20% sus impuestos corporativos federales, producir manufacturas en México continuaría siendo al menos 20% más rentable que en ese país.

Por otra parte, el análisis debe de considerar cuáles son las tasas de impuestos efectivamente pagadas y no las estatutarias. Las tasas efectivas suelen ser menores debido a mecanismos de deducción, consolidación, y otros. De acuerdo a la Oficina Presupuestaria del Congreso de EE.UU. (CBO, por sus siglas en inglés), la tasa corporativa efectiva en México es de 11.9% mientras que en EE.UU. es de 18.6%. Es decir, en México se paga una tasa significativamente menor. De hecho, cuando se observan las tasas efectivas, México no es de los países con mayores tasas. Esto significa

que México es más competitivo también en términos de tasas corporativas efectivas que EE.UU. de lo que un análisis de tasas estatutarias indicaría.

Por lo anterior, consideramos que México no debería de reaccionar reduciendo la tasa del ISR a personas morales. En el caso de que el gobierno mexicano decidiera reducir la tasa del ISR a personas morales de 30% a 20%, el ISR mostraría una contracción anual de 16.9%, equivalente a 1.2% del PIB. Por lo tanto, la implementación de esta medida en México pondría en gran riesgo el cumplimiento de la meta de 0.9% del PIB para el superávit primario de 2018. Además, se trataría de una reducción recaudatoria permanente. Esto sería irresponsable en el contexto actual en que el gobierno lleva a cabo un proceso de consolidación fiscal y, sobre todo, considerando los bajos niveles históricos de recaudación observados en México. En resumen, i) no es necesario reaccionar ante el eventual cambio impositivo en EE.UU. ya que México seguiría siendo más competitivo, y ii) aun si se quisiera reaccionar, no existe suficiente espacio fiscal para ello.

Esto no significa que no sea deseable lograr una reforma fiscal que baje la carga a las empresas y la suba al consumo. Pero esta es una discusión que se debe tener de forma independiente al proceso fiscal en EE.UU. y siempre cuidando que cualquier cambio sea al menos neutral en lo que a recaudación se refiere.

Recuadro 1. Impacto de la reforma fiscal en EE.UU. sobre las utilidades de las empresas en manufactura

El siguiente es un ejemplo simplificado del efecto que tendría una reducción del impuesto corporativo en EE.UU. de 35% a 20%, sobre las utilidades de una empresa manufacturera estadounidense. El ejercicio asume que los costos no laborales son iguales en ambos países (X% del ingreso), y toma en cuenta una tasa corporativa promedio de 6% entre los estados de EE.UU. Asimismo, considera la normativa fiscal en EE.UU. que obliga a sus contribuyentes a pagar la tasa estatutaria de dicho país, independientemente del lugar en el que se generen las utilidades, acreditando los impuestos pagados en otros países.

Por cada 100 USD de ingreso de una empresa manufacturera estadounidense radicada en EE.UU., 20% se destina a cubrir los costos laborales que la empresa enfrenta en ese territorio y X% cubre los costos no laborales. Así, la empresa genera una utilidad de $100 - 20 - X = 80 - X$ antes de impuestos. De ese monto, 35% cubre la tasa corporativa de EE.UU., con lo que la empresa genera una utilidad neta de $(80 - X) \cdot (0.65) = 52 - 0.65X$. Si se incluye la tasa corporativa estatal promedio de 6%, el impuesto total es de 41%, con lo que la empresa obtiene $(80 - X) \cdot 0.59 = 47.2 - 0.59X$. Con reforma fiscal la tasa impositiva en EE.UU. sería de 20%, por lo que las utilidades netas son $59.2 - 0.74X$

Si la empresa radica en México, por cada 100 USD de ingreso 3.3% se destina al pago de los costos laborales que la empresa enfrenta en ese territorio (1/6 del 20% que enfrentaría en EE.UU.), y X% cubre los costos no laborales. Así, la empresa genera una utilidad de $100 - 3.3 - X = 96.67 - X$ antes de impuestos. De ese monto, 35% cubre la tasa corporativa de EE.UU. a la que se encuentra obligada por ser originaria de ese país (30% acreditado en México), con lo que la empresa genera una utilidad neta de $(96.67 - X) \cdot 0.65 = 62.84 - 0.65X$. Con reforma fiscal, la tasa impositiva que la empresa enfrentaría en México es la local de 30%, con utilidades netas de $67.69 - 0.7X$. El Cuadro 3.6 ilustra todos los cálculos.

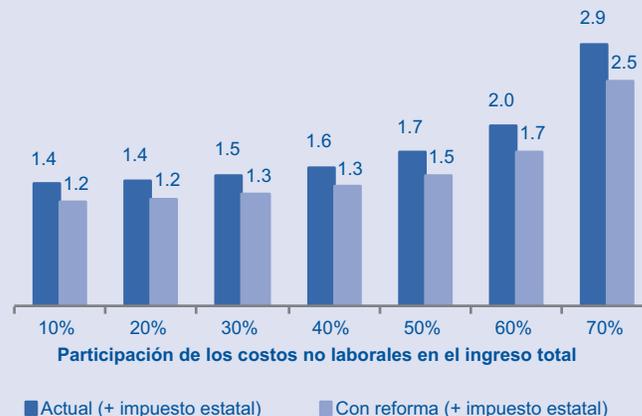
Si los costos no laborales representan 10% del ingreso de la firma (X=10), la utilidad en México sería 1.4 veces la generada en EE.UU. bajo el esquema impositivo actual en EE.UU. Si representan 50% (X=50), la utilidad en México sería 1.7 veces la obtenida en EE.UU. Con la reforma fiscal propuesta, las cifras serían 1.2 y 1.5; en otras palabras, la producción en México sería al menos 20% más rentable que en EE.UU. Es claro que la competitividad de México se mantiene aún después de una disminución de la tasa corporativa de 35% a 20% en EE.UU.

Cuadro 3.8 Utilidad después de impuestos: tarifa actual vs tarifa propuesta

Rubro	Empresa estadounidense			
	Actual		Con reforma fiscal	
	Radicada en EE.UU.	Radicada en México	Radicada en EE.UU.	Radicada en México
Ingresos	100	100	100	100
Costos laborales	20%	3.3%	20%	3.3%
Costos No Laborales	X%	X%	X%	X%
Impuesto federal	35%	35%	20%	30%
Impuesto estatal	6%	-	6%	-
Utilidad después de impuestos federales	$(100 - 20 - X) \cdot 0.65 = 52 - 0.65X$	$(100 - 3.3 - X) \cdot 0.65 = 62.84 - 0.65X$	$(100 - 20 - X) \cdot 0.80 = 64 - 0.80X$	$(100 - 3.3 - X) \cdot 0.70 = 67.69 - 0.70X$
Utilidad después de impuestos federales y estatales	$(100 - 20 - X) \cdot 0.59 = 47.2 - 0.59X$	-	$(100 - 20 - X) \cdot 0.74 = 59.2 - 0.74X$	-

Fuente: BBVA Research

Gráfica 3.13 Utilidad después de impuestos en México / Utilidad después de impuestos en EE.UU. Razón



Fuente: BBVA Research

4. La probabilidad de éxito del TLCAN 2.0 ha disminuido

Las negociaciones del TLCAN se deterioraron en la cuarta ronda y el camino hacia TLCAN 2.0 se tornó mucho más desafiante

Hasta septiembre, las renegociaciones del TLCAN avanzaban sin mayores obstáculos. Las tres primeras rondas transcurrieron sin mayores diferencias y si bien aún no se abordaban los temas más sensibles de la negociación, la expectativa era que una renegociación exitosa era no solo el escenario más probable, sino uno muy probable. Se pensaba que se seguiría avanzando hasta alcanzar un acuerdo y que la relación comercial entre los tres países se mantendría en los próximos años con un TLCAN 2.0.

Las negociaciones del TLCAN se deterioraron en la cuarta ronda y el camino hacia el TLCAN 2.0 se tornó mucho más desafiante. EE.UU. puso sobre la mesa propuestas inaceptables para sus contrapartes, además de que volvió a enfatizar la intención de EE.UU. de reducir su déficit comercial.

- i. Busca incluir una cláusula de extinción cada cinco años a menos que los tres países acuerden la extensión del tratado
 1. Esta propuesta va contra la naturaleza del tratado al incorporar un elemento de incertidumbre en las decisiones de inversión de las empresas
- ii. La introducción de contenido específico de EE.UU. en la producción automotriz (del 50%) y un aumento del contenido de América del Norte al 85%, frente al 62,5% actual
- iii. Límites en el alcance de los otros dos países para ofertar por contratos del gobierno de EE. UU.

A las propuestas anteriores se suma la ya conocida y refrendada en esta cuarta ronda de eliminar el capítulo 19 de solución de controversias en un panel independiente.

La pregunta es qué es lo que realmente quiere EE. UU. Hay dos posibilidades:

- o ¿Son las propuestas una táctica de negociación dirigida a obtener grandes concesiones de los otros dos países, particularmente México?
- o ¿Busca justificar en una fecha posterior un retiro unilateral al imposibilitar la consecución de acuerdo poniendo sobre la mesa propuestas inaceptables?

Lo segundo parece ser una posibilidad real, es decir, una retirada unilateral de los Estados Unidos del TLCAN ya no está fuera de discusión. De hecho, si bien seguimos asignando una probabilidad mayor a 50% al desenlace positivo de las negociaciones (ie, TLCAN 2.0), es menor a la de 85% que teníamos hasta septiembre. En otras palabras, las probabilidades de acuerdo y ruptura están ahora más balanceadas en nuestra opinión. Dicho lo anterior, como hemos mostrado en números anteriores del Situación México, si EE.UU. actúa de acuerdo a sus intereses económicos debería preservar el tratado. La quinta ronda inicia el 17 de noviembre y la sexta ronda tendrá lugar en diciembre. La continuación de las negociaciones en sí misma es una señal positiva dentro del contexto de deterioro de las expectativas tras la conclusión de la cuarta ronda. Lo es también las mayores presiones internas del sector empresarial y algunos miembros del Congreso para preservar el TLCAN.

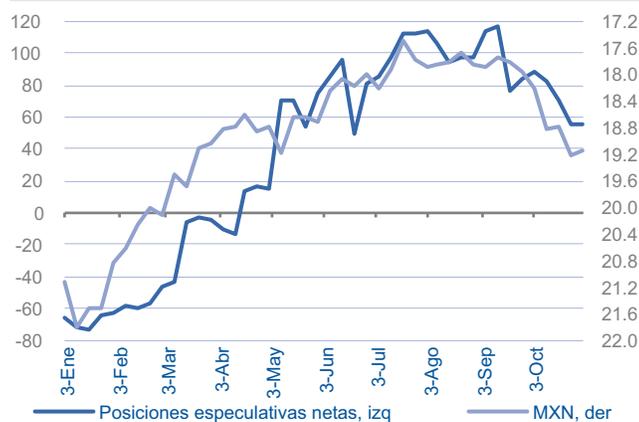
TLCAN y el tipo de cambio: regresan los riesgos

De lo que era probable que fuera mal a lo que podría ir bien

Durante 2016, los riesgos asociados a la elección presidencial de EE.UU. provocaron que el peso mexicano fuera la moneda emergente con peor desempeño. El resultado de la elección llevó al tipo de cambio (MXN) a un máximo histórico de 22.0ppd en enero. A partir de entonces y hasta agosto, las perspectivas cambiaron y pasaron de ser en exceso negativas a positivas. En definitiva, los mercados cambiaron su percepción sobre el futuro de la relación económica entre México y EE.UU. y el tipo de cambio gradualmente fue reflejando este cambio. El MXN comenzaba a alejarse de sus máximos asociados con la percepción de lo que era probable que fuera mal (i.e., una posible ruptura del TLCAN e imposición de aranceles mayores a los de nación más favorecida de la OMC), y su nivel gradualmente regresaba a niveles más consistentes con los fundamentales (en torno a 17.0 – 17.5 ppd) conforme se incorporaba la expectativa de que finalmente las cosas podrían ir bien y se alcanzaría un TLCAN 2.0. De hecho, lo anterior se refleja de forma clara en la gráfica 4.1 que muestra cómo las posiciones especulativas pasaron de apostar de forma muy importante contra el peso a inicios de año, a comenzar a posicionarse a favor de éste a partir de abril tras reducirse gradualmente las apuestas contra el peso durante febrero y marzo. Este cambio de percepción sobre el futuro de la relación económica entre México y EE.UU. ha sido el principal factor detrás del fortalecimiento del peso durante 2017. De hecho, desde que Trump se convirtió en candidato en abril de 2016 ha sido con diferencial la principal variable explicativa de la evolución del peso tanto en términos absolutos (movimiento y nivel del tipo de cambio) como relativos (comparando la evolución del peso con la de otras divisas de emergentes).

Dicho lo anterior, el peso también se ha beneficiado de otros factores: i) las mejores perspectivas económicas por la notoria mejora del sector manufacturero de EE.UU, ii) la mejora de los fundamentales de México, con el déficit de cuenta corriente contrayéndose y la expectativa de que la deuda pública después de años tendiendo al alza (y a un mayor ritmo en los últimos cuatro), finalmente disminuiría en 2017, y iii) el aumento de las tasas de interés en México derivado de la política monetaria que permitió que el peso pasara de ser una de las divisas emergentes con menor carry-trade ajustado por riesgo a tener uno de los mayores, además en un contexto en el que las perspectivas para México mejoraban.

Gráfica 4.1 MXN y posiciones especulativas netas del peso en el CME, 2017 (Pesos por dólar, escala invertida y número de contratos, miles)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg

Gráfica 4.2 T Tipo de cambio observado y tipo de cambio simulado¹ (Tipo de cambio, ppd. 1 Replicando el desempeño promedio de otras monedas de emergentes* desde el 1 de abril de 2016)



* Cálculos propios basados en una nueva ponderación del Índice de JPMorgan de Divisas de Mercados Emergentes tras quitar el MXN.
Fuente: BBVA Research, Bloomberg

El peso recuperaba hasta agosto el valor perdido por el peor desempeño relativo desde abril de 2016

Todo lo anterior, pero particularmente la expectativa de que habría un TLCAN 2.0, explica el fortalecimiento del peso de febrero a agosto de 2017 que permitió que el peso recuperara su valor no solo en términos absolutos, sino también en relativos. De hecho, la gráfica 4.2 no solo ilustra la recuperación del peso, también evidencia cómo los mercados gradualmente eliminaban la diferenciación negativa del peso frente a otras divisas de emergentes. Para comparar de forma sencilla la diferenciación del peso frente a otras divisas de emergentes simulamos la evolución que habría tenido el peso desde abril de 2016 (MXN simulado en la gráfica 4.2). De forma clara se observa cómo el peso comienza a distanciarse de la favorable evolución de las divisas de emergentes tan pronto Trump se convierte en candidato en abril de 2016. También se observa cómo el peso comienza a recuperar el valor perdido por esta diferenciación negativa hasta alcanzar el tipo de cambio niveles de 17.5 ppd a principios de agosto. Este nivel prácticamente regresaba al peso al valor que habría tenido de no haber existido riesgos asociados a la relación económica con EE.UU.

Regresa la diferenciación negativa del peso a mediados de agosto y se acentúa a principios de octubre

Si bien las primeras tres rondas de negociación del TLCAN transcurrieron sin mayores contratiempos, el peso comenzó a diferenciarse negativamente otra vez desde mediados de agosto, justo desde el inicio del proceso de renegociación del TLCAN (véase gráfica 4.3). Como se observa, tras la conclusión de la primera ronda de renegociación del TLCAN que inició el 16 de agosto el peso comenzó a evolucionar de forma menos favorable que el resto de las principales divisas de emergentes. Si bien no se depreciaba, tampoco se apreciaba como lo hacían en promedio el resto de las divisas de emergentes. En la segunda mitad de septiembre tanto el peso como el resto se debilitaron frente al dólar por la percepción de que la Reserva Federal subiría la tasa de fondos federales (i.e., la tasa de política monetaria) en diciembre de este año (expectativa que hasta ese momento no representaba el consenso en los mercados financieros). No obstante, cabe resaltar que durante ese periodo no hubo la diferenciación negativa del peso que sí se había observado en agosto. Dicha diferenciación también se puede ver de forma clara en la gráfica 4.2: sin la incertidumbre asociada al inicio de renegociación del TLCAN, el tipo de cambio habría seguido disminuyendo y de hecho con una elevada probabilidad habría regresado a niveles en torno a 17.0 ppd.

Gráfica 4.3 P Tipo de cambio (MXN) comparado con el de otras monedas de emergentes*, ago-oct (1 ago 17=100; +/- para depreciación / apreciación frente al dólar)



* Cálculos propios basados en una nueva ponderación del Índice de JPMorgan de Divisas de Mercados Emergentes tras quitar el MXN. Fuente: BBVA Research, Bloomberg

Gráfica 4.4 T Tipo de cambio observado y tipo de cambio simulado¹ (Tipo de cambio, ppd. 1 Replicando el desempeño promedio de otras monedas de emergentes* desde el 16 de agosto de 2016)



* Cálculos propios basados en una nueva ponderación del Índice de JPMorgan de Divisas de Mercados Emergentes tras quitar el MXN. Fuente: BBVA Research, INEGI. Fuente: BBVA Research, Bloomberg

A principios de octubre, previo al inicio de la ronda 4 de renegociación del TLCAN, la diferenciación negativa de agosto regresó, pero ahora con mayor fuerza. Se acentuó la debilidad del peso tan pronto se filtraron las noticias de las propuestas que EE.UU. pondría sobre la mesa en esta ronda. El tipo de cambio se debilitó desde entonces y regresó a niveles en torno a 19.0 pppd, perdiendo una parte de lo que había recuperado a lo largo del año tras el cambio en las perspectivas (véase gráfica 4.4).

En resumen, todo el debilitamiento del peso desde mediados de agosto responde a los riesgos asociados al TLCAN. El peor desempeño relativo del MXN comenzó con la 1ª ronda de negociación del TLCAN 2.0, no fue afectado por una Fed más hawkish y se acentuó en octubre al aumentar los riesgos de ruptura del TLCAN.

Hacia delante, cualquier cambio de tendencia seguirá respondiendo principalmente a la evolución de las perspectivas en torno a la renegociación del TLCAN. De evolucionar de forma más favorable en las rondas subsecuentes y de alcanzarse un acuerdo, el peso se fortalecería y el tipo de cambio regresaría a niveles en torno a 17.0ppd. Por el contrario, de aumentar aún más la percepción de riesgo de ruptura del TLCAN y de materializarse este riesgo, el tipo de cambio se depreciaría en torno a un 5% adicional para alcanzar niveles en torno a 20.0ppd. De momento, de aquí al resto del año continuará elevada la incertidumbre y el tipo de cambio podría seguir fluctuando en torno a los niveles actuales de 19.0ppd. Por ello, mantenemos nuestra previsión de 18.7ppd para fin de año. En la primera mitad de 2018, al riesgo del proceso de renegociación se sumará la incertidumbre típicamente asociada a las elecciones presidenciales en México. Los mayores efectos de dicha incertidumbre se observarán durante el segundo trimestre, justo en los meses previos a la elección. Ahora mismo es difícil anticipar un nivel del tipo de cambio porque no conocemos el punto de partida i.e., sería mucho menor al actual de mejorar las perspectivas del TLCAN 2.0 o sería incluso mayor al actual de materializarse los riesgos de ruptura. Podríamos anticipar que, del nivel de partida al cierre del primer trimestre de 2018, el tipo de cambio podría aumentar en torno a 5.0%, para disminuir después de las elecciones, independientemente del resultado, en nuestra opinión, aunque disminuiría a distintos ritmos dependiendo de éste.

Incorporación de nueva alza de la tasa de fondos federales en las expectativas de los mercados y renegociación del TLCAN influyen en el desempeño de los activos domésticos

El entorno económico continúa caracterizado por la reactivación del crecimiento a nivel global, los bajos niveles de aversión al riesgo y las expectativas de que los estímulos monetarios serán removidos de manera muy gradual. Esta última característica del entorno registró un ligero ajuste tras la comunicación de la Reserva Federal (FED) del mes de septiembre en la que se enfatizó que un incremento adicional de la tasa de fondos federales para diciembre próximo es una posibilidad real. Y es que al igual que ha sucedido en los últimos años, las expectativas sobre el ritmo de normalización monetaria en EE.UU. de los inversionistas difieren de manera significativa de las de los miembros del FOMC, a tal grado que los primeros asignaban una probabilidad de menos de 35% a un incremento adicional de la tasa de fondos federales en diciembre antes de la mencionada reunión.

Este cambio en las expectativas dio lugar a varios movimientos en los precios de los activos. El dólar, que se mantuvo débil desde el segundo trimestre del año registró un alza frente a todas las divisas. Entre el 20 de septiembre, que tuvo lugar la reunión de la FED, y el 7 de noviembre el dólar avanzó 2.6% con respecto a las divisas de mercados desarrollados y 3.7% respecto a las divisas de mercados emergentes. En el mercado de deuda gubernamental el rendimiento a vencimiento del bono del Tesoro a 10 años registró un alza de hasta 20 puntos base, para ubicarse en 2.46% en su punto más alto, para después estabilizarse alrededor del 2.3%. En la parte corta de la curva el rendimiento a vencimiento del bono a un año registró un alza de 21 puntos base para ubicarse en 1.5%, su nivel más alto desde 2008. De esta manera la curva continúa aplanándose influida por la ausencia de presiones inflacionarias, a pesar de la recuperación del mercado laboral en EE.UU.

En los mercados accionarios continúan registrándose alzas significativas apoyadas por los datos económicos por encima de lo esperado a nivel global y los buenos reportes corporativos. Tanto el *benchmark* de esta clase de activos a

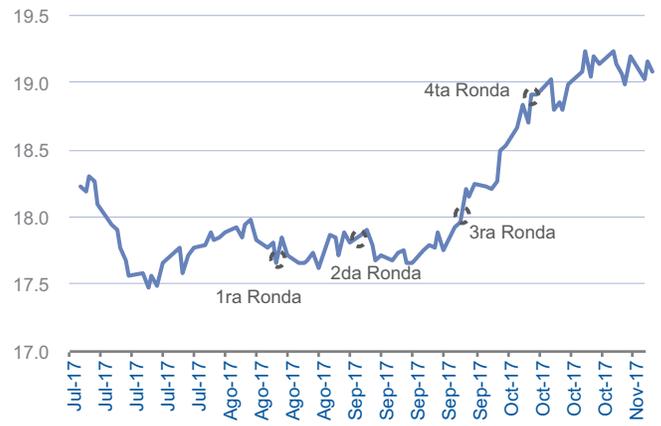
nivel mundial, como el S&P500 registran nuevos máximos históricos tras alzas de 2.4% y 3.3% respectivamente. Hay que mencionar que en el caso del S&P500 ha influido la expectativa de que en este mes de noviembre se apruebe la reforma fiscal anunciada por la administración Trump. En el caso de los mercados emergentes el crecimiento fue ligeramente menor (2.2%), mas su nivel ya toca niveles no vistos desde 2011.

Gráfica 4.5 Probabilidad implícita de un incremento de la tasa de fondos federales en el mercado de futuros (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 4.6 Tipo de cambio y fechas de conclusión de las rondas de renegociación del TLCAN (ppd)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

En el caso de los activos mexicanos, la mayor incertidumbre sobre un posible rompimiento del TLCAN generó una diferenciación negativa. El caso más notable es el del tipo de cambio como explicamos en la sección anterior. De hecho, después de ser la moneda más apreciada durante la primera mitad del año, la moneda mexicana es la segunda más depreciada, detrás de la Lira turca, desde que inició el proceso de renegociación del TLCAN el 16 de agosto pasado. A pesar de esta relevante depreciación, las condiciones de volatilidad y de liquidez no se han deteriorado de forma notoria al momento. Cabe destacar que en respuesta al movimiento depreciatorio, Banxico incrementó el monto de subastas de coberturas cambiarias liquidables en pesos de uno a cuatro mil millones de dólares.

El riesgo país, medido por el spread del CDS a 5 años, se incrementó 15 puntos base tras la reunión de la FED para ubicarse en 115 puntos base (pb). Este mismo nivel se volvió a alcanzar tras la cuarta ronda de negociaciones del TLCAN para después caer ligeramente y ubicarse en 110 pb. Si bien el incremento es relevante, hay que mencionar que el nivel de este indicador dista de la media de largo plazo, que se ubica alrededor de los 130pb, dadas las condiciones de apetito por riesgo a nivel global.

El incremento del riesgo país aunado al inicio de la reducción del balance de la FED, que regresa el riesgo liquidez a niveles más acordes con sus niveles previos a la crisis, está detrás del incremento de las tasas de interés de largo plazo. Cabe recordar que después del último incremento de la tasa monetaria, en junio pasado, la curva exhibía una pendiente negativa, por lo que los movimientos antes descritos han revertido esta situación. En efecto, el rendimiento a vencimiento del bono gubernamental a diez años se ha incrementado alrededor de 40pb desde el 20 de septiembre para ubicarse actualmente en 7.25%. A esta situación también ha influido el cambio en las expectativas de política monetaria, que recientemente descuentan un alza adicional de 25 pb el próximo año. Las mayores tasas de interés no han estado relacionadas con menores entradas de flujos por parte de extranjeros. De hecho, en los últimos tres meses la tenencia de bonos de mediano y largo plazo se ha incrementado en alrededor de USD 2,700 millones, mientras que en lo que va del año el incremento ha sido de alrededor de USD 6,300 millones. Finalmente, en el mercado accionario

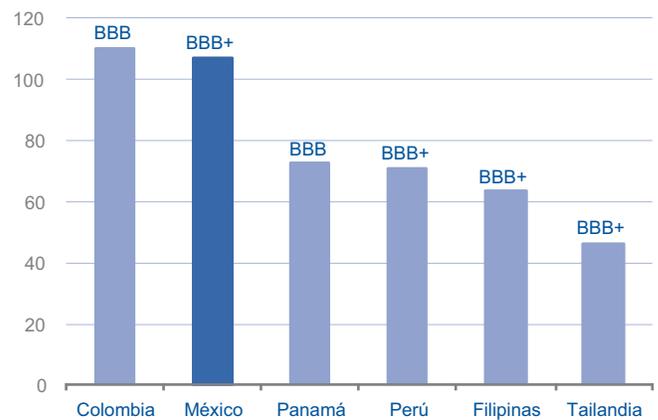
mexicano también se registró una diferenciación negativa. El IPyC cayó 2.7% entre el 20 de septiembre y el 7 de noviembre, mientras que el *benchmark* de mercados emergentes creció 2.0%. No obstante, en lo que va del año el IPyC mantiene una ganancia de 7.0% en concordancia con las mayores ganancias de los activos riesgosos.

Gráfica 4.7 Curva de rendimientos gubernamentales (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Valmer

Gráfica 4.8 Riesgo soberano. CDS spread a 5 años por nivel de calificación (puntos base)



Datos al 31 de octubre 2017.

Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

En suma, la renegociación del TLCAN se mantiene como el principal factor de riesgo para el desempeño de los activos mexicanos, si bien el ritmo de la normalización monetaria en EE.UU. mantiene su influencia en todos los activos de economías emergentes, entre ellos los mexicanos. La compleja situación en la que se encuentra la renegociación del TLCAN hace pensar que hacia adelante se mantendrán las condiciones de volatilidad y los participantes de los mercados estarán particularmente atentos a cualquier noticia sobre este tema. Las tasas de interés de largo plazo se mantendrán alrededor de sus niveles actuales en la medida en que no se esperan cambios significativos en los próximos meses en las expectativas de política monetaria y en el riesgo soberano. En concreto esperamos que el rendimiento a vencimiento del bono gubernamental a diez años cerrará el año alrededor del 7.3%.

Escenario comercial ante una ruptura del TLCAN

Si EE.UU. opta por retirarse unilateralmente de TLCAN, las relaciones comerciales entre México y EE.UU. continuarían bajo las tarifas de nación más favorecida (NMF) de la Organización Mundial de Comercio (OMC). Si este es el caso, las exportaciones mexicanas a EE.UU. enfrentarían una tarifa promedio ponderada de 3.5%, mientras que las exportaciones de EE.UU. a México pagarían una tarifa promedio ponderada de 4.9%. Es importante notar que cerca de 50% de las exportaciones mexicanas a EE.UU. pagan actualmente la tarifa NMF debido a que la verificación del contenido nacional que requieren los productos para gozar de los beneficios del TLCAN (tarifa 0%) implica en algunos casos altos costos a los productores.

Estimamos que una posible ruptura del TLCAN no afectaría de manera generalizada los flujos de comercio, aunque sí tendría un efecto negativo en la inversión y en sectores focalizados como la producción de vehículos para el transporte de mercancías. Este segmento representa 6.1% de las exportaciones totales de México a EE.UU. y enfrentaría un arancel de 25% bajo el esquema NMF de la OMC.¹ Los otros dos componentes importantes del sector transporte,²

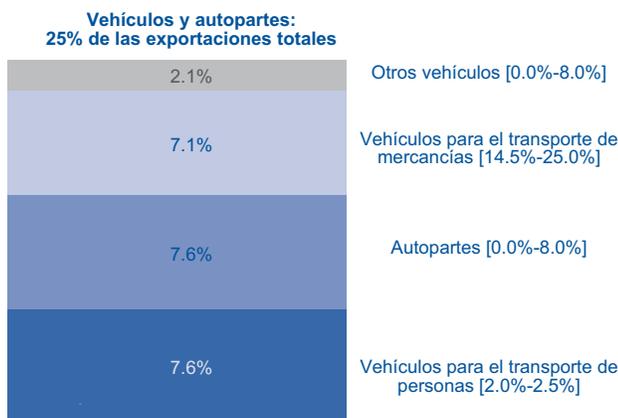
1: Excepto los vehículos automóviles para el transporte de mercancías con motor de émbolo (pistón) de encendido por compresión (diésel o semi-diésel) de peso total con carga máxima superior a 5 toneladas, pero inferior o igual a 20.

2: Sector 87 del Sistema Armonizado de Clasificación de Mercancías. Este sector representa 24.3% de las exportaciones totales de México a EE.UU.

autopartes (7.6% de las exportaciones totales) y vehículos para el transporte de personas (7.6% de las exportaciones totales) enfrentarían tarifas promedio ponderadas de 1.3% y 2.5%, respectivamente.

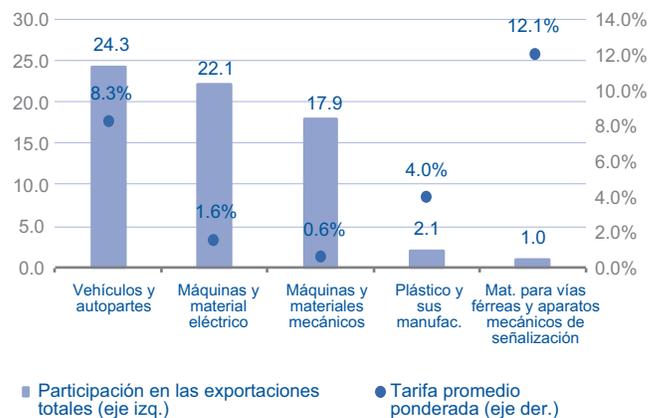
Otros sectores, como el de máquinas y material eléctrico y el de máquinas y materiales mecánicos, con una alta participación en las exportaciones totales (22.1% y 17.9%, respectivamente), enfrentarían tarifas promedio ponderadas de 1.6% y 0.6%, respectivamente. El sector de plástico y sus manufacturas (2.1% de las exportaciones totales) y el material para vías férreas y aparatos mecánicos de señalización (1.0% de las exportaciones totales) pagarían aranceles promedio ponderados de 4.0% y 12.2%, respectivamente. En conjunto estos cuatro sectores, más transporte, son los cinco que más aportan (2.1 pp) a la tarifa promedio ponderada de 3.5%, considerando las exportaciones totales de bienes.³

Gráfica 4.9 Exportaciones de vehículos y autopartes. Composición & Tarifa OMC



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI & OMC

Gráfica 4.10 Tarifa promedio ponderada de sectores seleccionados & Tarifa OMC



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI & OMC

Estimamos que una posible eliminación del tratado afectaría el crecimiento económico principalmente a través de la inversión (IED e inversión fija bruta doméstica privada). Con respecto a la IED, el segmento con mayores afectaciones sería el sector manufacturero, en especial el automotriz especializado en vehículos de transporte de mercancías, que estaría enfrentando una tarifa arancelaria de 25% bajo el esquema de nación más favorecida. Aunque el resto de los sectores podrían registrar afectaciones, consideramos que la depreciación esperada del tipo de cambio compensaría más que proporcionalmente el incremento en aranceles para la exportación.

Consideramos que el menor dinamismo de la producción del sector automotriz destinada a exportación, en particular vehículos de carga, desincentivaría la inversión en sectores domésticos relacionados (autopartes, accesorios, entre otros), por lo que esperaríamos un menor crecimiento de la inversión fija bruta doméstica del sector privado. En el pasado reciente, la mayor caída observada en la inversión fija bruta del sector privado ascendió a -15.5% (2009); no esperaríamos una caída de esa magnitud bajo una ruptura de NAFTA. Estimamos que la caída sería de entre 2% y 4%.

Bajo el supuesto de una caída en la IED de 7.4%, y una disminución en la inversión fija bruta doméstica de entre 2% y 4%, estimamos que la ruptura de NAFTA tendría un efecto negativo sobre el crecimiento del PIB en 2018 de entre 0.5 y 0.8 pp.

3: Los cinco sectores en cuestión corresponden a los sectores 87, 85, 86, 84 y 39 del Sistema Armonizado de Clasificación de Mercancías.

5. La inflación está ya disminuyendo como preveíamos

Después de exhibir una tendencia alcista durante catorce meses consecutivos, la inflación general alcanzó su nivel máximo en agosto (6.7%) y tuvo un punto de inflexión en septiembre (6.35%), como anticipamos desde inicios de año. Así, la inflación anual pasó de un promedio de 4.98% en el primer trimestre de 2017 a uno de 6.10% en el segundo, y uno de 6.48% en el tercero. En octubre aumentó marginalmente (a 6.37%), principalmente por un fuerte e inesperado aumento en los precios del gas LP: de 7.4% mensual con una incidencia en la inflación general de 0.14pp. De no haberse dado este sorpresivo aumento, la inflación anual habría disminuido a 6.2%. En otras palabras, el pequeño rebote en octubre no supone una interrupción de la tendencia a la baja que inició en septiembre.

Por su parte, la inflación subyacente anual promedio pasó de 4.19% en 1T17, a 4.78% en 2T17 y 4.91% en 3T17. En octubre se ubicó en 4.77%. Al interior de la inflación subyacente, el índice de mercancías aumentó 2.5 pp entre diciembre de 2016 y agosto de 2017 (de 4.05% a 6.51%). Ambos subíndices de este componente 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. Por su parte, el índice de servicios, si bien a menor ritmo, también aumentó en el mismo lapso, de 2.92% a 3.72%. En los últimos dos meses (septiembre-octubre), la inflación subyacente ha mostrado una tendencia de disminución al moderarse de su máximo reciente de 5.0% a 4.8%. Al interior de ésta, la inflación de las mercancías se moderó de 6.5% a 6.0% entre agosto y octubre. El componente más relacionado con el traspaso del tipo de cambio a las mercancías, el de las mercancías no alimenticias, ha mostrado una disminución durante los últimos cuatro meses y en octubre se ubicó en 5.3% (comparado con 5.9% en junio). La de los alimentos se moderó de 7.6% a 6.7% entre agosto y octubre. Por su parte, si bien la inflación de los servicios no exhibe una moderación, ha fluctuado en un rango estrecho de entre 3.6% y 3.7% en los últimos cinco meses.

Gráfica 5.1 Inflación general y subyacente
Var. % anual



Fuente: BBVA Research, INEGI

Gráfica 5.2 Inflación subyacente desestacionalizada
Var. % mensual



Fuente: BBVA Research, INEGI

En suma, tanto la inflación general como la subyacente comenzaron a moderarse en septiembre (véase gráfica 5.1). El cambio de tendencia de la inflación obedece principalmente al gradual desvanecimiento de uno de los dos principales choques a los que estuvo expuesta, i.e., 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. De hecho, tanto la estacionalidad de la inflación subyacente como efectos base impiden apreciar en toda su magnitud la tendencia de moderación de la inflación subyacente. Eliminando la estacionalidad en la serie de la inflación subyacente se observa con mayor claridad la tendencia de disminución de los últimos meses (véase gráfica 5.2). En términos mensuales, la inflación subyacente alcanzó su mayor ritmo de aumento en febrero, justo un mes después de que el tipo de cambio alcanzó su nivel máximo de 22.0ppd, y en un momento en que no se preveía una apreciación del peso como la que terminó dándose. Desde entonces, el aumento mensual ajustado por estacionalidad ha venido moderándose e incluso en los últimos meses muestra aumentos mensuales de entre 0.2 y 0.3%, consistentes con una inflación subyacente evolucionando en línea con un aumento anualizado en torno a 3.0%. La gráfica 5.3, muestra de forma aún más evidente la tendencia de moderación de la inflación subyacente. Como se observa en las gráficas 5.2 y 5.3, el comportamiento de la inflación subyacente mensual ajustada por estacionalidad revela que, una vez descontados los efectos estacionales, la tendencia comenzó a dar signos de estabilización en 2T17 que se han acentuado en los últimos meses.

En contraste, la inflación no subyacente no exhibe una tendencia de moderación. La tasa anual se ha mantenido por encima de 11.0% en los últimos cinco meses. Esta tendencia responde principalmente a dos choques: uno de precios agrícolas que mostró aumentos importantes (de 1.7% mensual en promedio) entre marzo y agosto, y un segundo de precios energéticos en los últimos tres meses por un aumento en los precios de la gasolina y el inesperado incremento de los precios del gas LP en octubre. Con todo, es importante resaltar el cambio de tendencia de la inflación general en un contexto en el que se han enfrentado estos choques adicionales en los últimos meses.

El destacable cambio de tendencia de la inflación en un contexto de choques de oferta adicionales sobre los precios ha sido posible también por la estabilidad de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo que han permanecido alrededor de 3.5%. 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 mostramos anteriormente), por las acciones de política monetaria del Banco de México (ie, el aumento de la tasa monetaria de 3.0% a 7.0% entre diciembre de 2015 y junio de 2017) 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 ha seguido enfrentando choques adicionales a lo largo del año, 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.

La inflación continuará exhibiendo una tendencia a la baja que se acentuará a partir de enero de 2018

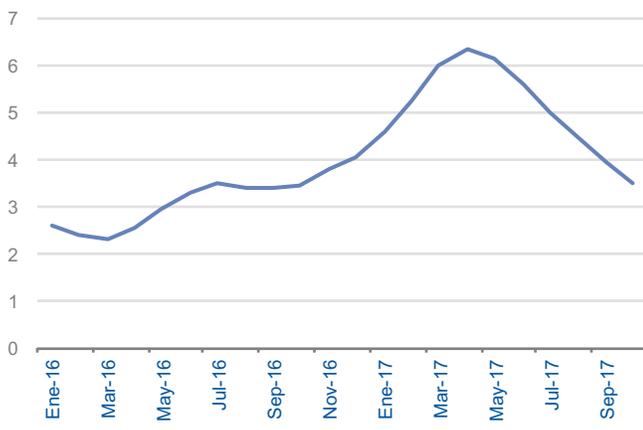
Anticipamos que durante lo que resta de 2017 tanto la inflación general como la subyacente continuarán exhibiendo una tendencia a la baja (véase gráfica 5.4). El aumento mayor al anticipado hace unos meses de los precios energéticos provocará una disminución menor de la inflación general que de la subyacente hacia el cierre del año. Para la primera anticipamos un nivel de 6.2% en diciembre (-0.2pp menor al de octubre), mientras que para la segunda prevemos un descenso a 4.5% (-0.3pp comparado con el nivel actual).

En enero de 2018, un efecto base de comparación muy favorable, al disiparse el aumento de los precios energéticos en enero de 2017 por la liberalización de los precios de la gasolina y el gas LP, permitirá un descenso de la inflación general de 1.3pp a 4.9% y prevemos que la tendencia a la baja continuará en los meses subsecuentes para que la inflación cierre 2018 por debajo de 4.0% (en 3.7%), dentro del rango objetivo del banco central.

Los riesgos para la inflación están sesgados al alza, pero son moderados

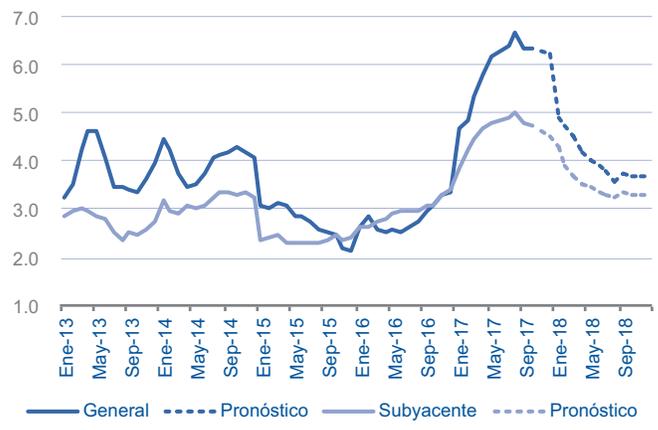
Nuestras previsiones están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza, y recientemente el balance de riesgos se ha deteriorado y ahora parecen un poco más sesgados al alza principalmente por los riesgos de ruptura del TLCAN que provocarían una depreciación adicional del peso. No obstante, consideramos que el nivel actual del tipo de cambio (19.0ppd) tiene incorporado la mayor parte de este riesgo por lo que la depreciación adicional en caso de materializarse sería moderada (en torno a 5% a 20.0ppd). 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 subsiguientes. Ya en el número del 3T17 del Situación México señalábamos como principal riesgo al alza un posible regreso de la debilidad del peso si se anticipara que el proceso de renegociación del TLCAN llevaría a cambios sustanciales en la relación comercial entre México y EE.UU., como ha ocurrido desde fines de septiembre. Por su parte, los principales riesgos a la baja son una posible apreciación significativa del peso (hacia niveles en torno a 17.0ppd) si el proceso de renegociación del TLCAN concluyera con éxito, un menor dinamismo al esperado en la economía que provoque un aumento de la brecha del producto, y la posibilidad de disminuciones en los precios energéticos internacionales.

Gráfica 5.3 Inflación subyacente desestacionalizada
Var. % 3m/3m anualizada



Fuente: BBVA Research, INEGI y Bloomberg

Gráfica 5.4 Perspectivas de inflación BBVA Bancomer
Var. % anual



Fuente: BBVA Research, INEGI

Banxico será cauteloso en los próximos meses, las bajadas de tasas están aún lejos en el tiempo

Desde que Banxico hizo explícito el final del ciclo de subidas de tasas en junio pasado, las condiciones económicas se mantienen en buena medida consistentes con las razones en que fundamentó su decisión. La inflación tocó su punto máximo en agosto pasado y ha comenzado con su descenso, el cual se acentuará de manera significativa a partir de enero como lo comentamos en la sección anterior. La expectativa tanto de Banxico como de nosotros sigue siendo que la inflación continuará evolucionando de forma favorable. Los riesgos de observar efectos de segundo orden han continuado disminuyendo, mientras que las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen ancladas. Si bien la reciente depreciación cambiaria ha generado un ligero repunte en las expectativas extraídas del mercado de renta fija, éstas se mantienen en niveles ligeramente por encima del 3.0%. Derivado también de esta reciente depreciación, la curva IRS descuenta un incremento adicional de la tasa de fondeo de 25 puntos base para el próximo año. No obstante, consideramos que este cambio en la expectativa del mercado podría ser temporal, pues descuenta en cierta medida una alta probabilidad de un escenario adverso respecto a la renegociación del TLCAN, el cual no es el escenario base al momento.

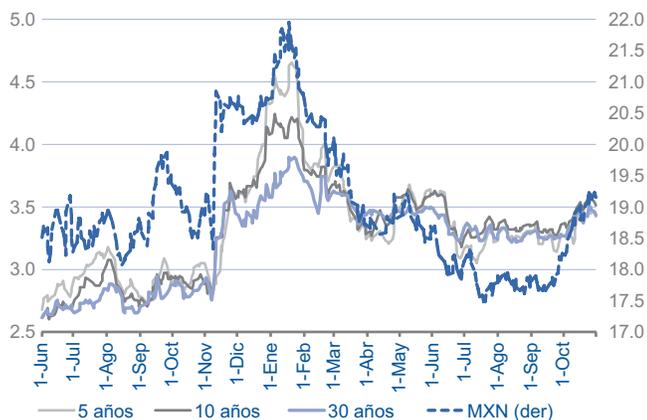
Así, si bien el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado por la reciente depreciación del peso y los riesgos de una depreciación adicional, cada vez resulta más claro que la inflación está evolucionando como lo anticipa el banco central y, en nuestra opinión, convergerá rápidamente al rango objetivo (de 3.0% +/- 1pp) en la primera mitad del 2018. Para dicha expectativa cabe destacar que en términos promedio a pesar de los niveles recientemente alcanzados por el tipo de cambio, éste aún se encuentra distante de los niveles alcanzados a principios del año. Durante el primer trimestre, el promedio alcanzó los 20.3 pesos, mientras que en los últimos tres meses el promedio se sitúa en 18.3 pesos. En resumen, los riesgos para la inflación están sesgados al alza, pero, en nuestra opinión, son moderados.

Por otro lado, si bien Banxico ha endurecido recientemente su comunicación reflejando el aumento de los riesgos de corto plazo, mantiene su postura de que las perspectivas de inflación para 2018 no han cambiado. Y es que, ante la reducción de la inflación, que como se mencionó, la tasa real de corto plazo se incrementará de forma sustancial en la primera mitad del próximo año (de los niveles actuales en torno a 0.6 pp, a 2.5 pp al cierre del primer trimestre de 2018 y a 3.0 pp al cierre del segundo), restringiendo la política monetaria, en un contexto de convergencia de la inflación con la meta, sin necesidad de incrementos adicionales de tasa nominal. Por ello, en nuestra opinión el tono más restrictivo que recientemente ha adoptado Banxico refleja principalmente su intención de mantener ancladas las expectativas de inflación.

Aunque seguimos esperando que el siguiente movimiento de las tasas sea a la baja, el contexto y la comunicación de Banxico dejan claro que éste aún está lejos en el tiempo

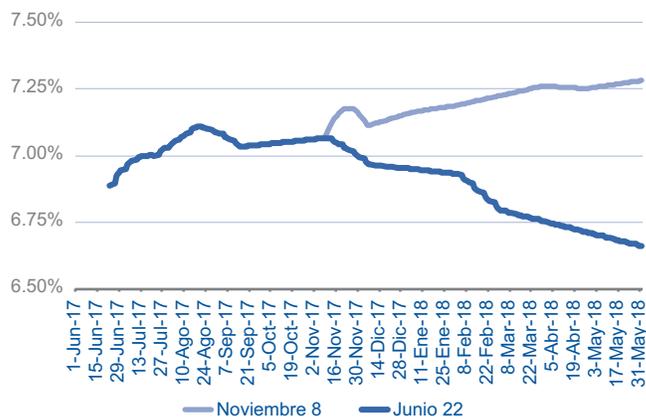
Si bien por el aumento de la tasa real en los primeros meses del año Banxico podría plantearse iniciar un recorrido gradual de sus tasas hacia el nivel neutral de 5.5%, los riesgos anticipan que preferirá ser cauteloso y extender la pausa monetaria por más tiempo, hasta que los riesgos del tipo de cambio se disipen. Además, el relevo al frente de Banxico supone también prudencia para cualquier cambio en las tasas en el futuro cercano. También, como comentamos en la sección del tipo de cambio, éste también podría verse presionado previo a las elecciones presidenciales de julio próximo. Por ello, consideramos que en el escenario más probable Banxico mantendrá una pausa monetaria hasta el tercer trimestre de 2018, fecha en la cual comenzará a reducir la tasa de referencia para alcanzar una reducción de hasta 100pb durante todo el próximo año. Cabe destacar que este escenario descansa en el supuesto de que no habrá un rompimiento del TLCAN, el cual sin duda es el principal factor de riesgo sobre el escenario económico.

Gráfica 5.5 Expectativas de inflación implícitas en los instrumentos de renta fija gubernamental* (%)



*Nota: Las expectativas de mediano y largo plazo se ajustaron a la baja en 40 puntos base para reflejar la compensación por riesgo inflacionario. Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 5.6 Expectativas de la tasa de política monetaria implícitas en la curva IRS (%)



Nota: El pronóstico está elaborado con base en proyecciones propias de la tasa de política monetaria y la inflación. Fuente: BBVA Research

6. Previsiones

Cuadro 6.1 Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2014	2015	2016	2017	2018
Estados Unidos	2.6	2.9	1.5	2.1	2.2
UEM	1.4	2.0	1.8	2.2	1.8
Alemania	1.9	1.5	1.9	2.2	1.8
Francia	1.0	1.0	1.1	1.7	1.7
Italia	0.2	0.9	1.1	1.5	1.3
España	1.4	3.4	3.3	3.1	2.5
Reino Unido	3.1	2.3	1.8	1.4	1.2
América Latina *	0.9	-0.4	-1.3	1.1	1.6
México	2.3	2.7	2.0	2.2	2.0
Brasil	0.5	-3.8	-3.6	0.6	1.5
EAGLES **	5.4	4.7	5.2	5.3	5.1
Turquía	5.2	6.1	2.9	6.0	4.5
Asia-Pacífico	5.6	5.6	5.6	5.5	5.3
Japón	0.2	1.1	1.0	1.4	1.0
China	7.3	6.9	6.7	6.7	6.0
Asia (exc. China)	4.2	4.5	4.7	4.4	4.6
Mundo	3.5	3.4	3.3	3.5	3.5

* 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: 3 de noviembre de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 6.2 Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2015	2016	2017	2018	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18
Indicadores Macroeconómicos												
PIB (variación % real)	2.9	1.5	2.1	2.2	1.2	3.1	2.4	2.4	2.3	1.9	1.8	1.8
Consumo personal (var. % real)	3.6	2.7	2.6	2.1	1.9	3.3	2.0	2.0	2.2	1.8	1.8	2.1
Consumo gobierno (var. % real)	1.4	0.8	-0.1	0.5	-0.6	-0.2	-0.1	0.7	0.4	0.8	0.6	0.6
Inversión fija bruta (var. % real)	5.2	-1.6	2.5	3.3	-1.2	3.9	1.4	2.9	4.6	3.2	3.3	2.1
Construcción	10.2	5.5	2.0	0.8	11.1	-7.3	3.5	-0.8	0.9	2.2	2.1	0.9
Producción industrial (var. % real anual)	-0.7	-1.2	1.6	1.6	1.6	5.6	-0.1	0.0	1.5	2.4	2.5	1.8
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.4	-2.4	-2.4	-2.3	-2.4	-2.6	-2.4	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
Inflación anual (fin de periodo)	0.7	2.1	1.6	1.8	-1.9	-2.9	2.6	-4.1	-3.6	-0.6	1.3	-4.5
Inflación anual (promedio de periodo)	0.1	1.3	2.0	1.7	-2.2	-1.6	0.3	-1.7	-4.4	-1.4	0.4	-2.2
Balance fiscal primario (% del PIB)	-2.4	-3.1	-3.9	-2.8	-3.9	-4.2	-4.4	-3.5	-2.8	-2.9	-2.8	-2.8

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6.3 Indicadores y Pronósticos México

	2015	2016	2017	2018	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18
Actividad Económica												
PIB (series desestacionalizadas)												
Variación % real anual	2.6	2.0	2.2	2.0	2.6	3.1	2.1	1.3	1.5	1.6	2.2	2.7
Por habitante en dólares	9,177	8,247	8,702	9,657	8,455	8,980	8,938	8,702	8,992	9,185	9,546	9,657
Miles de millones de dólares	1,110	1,008	1,075	1,205	1,044	1,109	1,104	1,075	1,122	1,146	1,191	1,205
Inflación (% prom.)												
General	2.72	2.82	5.96	4.63	4.98	6.10	6.48	6.29	4.74	4.05	3.71	3.68
Subyacente	2.36	2.97	4.69	3.51	4.19	4.78	4.91	4.64	3.99	3.44	3.30	3.30
Mercados Financieros (% prom.)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	3.02	4.29	6.73	6.80	6.17	6.75	7.00	7.00	7.00	7.00	6.83	6.33
Cetes 28 días	3.25	4.33	6.77	6.78	6.20	6.75	7.04	6.99	6.99	6.99	6.82	6.32
TIIE 28 días	3.44	4.58	7.06	7.10	6.53	7.13	7.33	7.33	7.33	7.33	7.20	6.70
Bono 10 años (% prom.)	5.94	6.22	7.11	7.37	7.26	7.11	6.85	7.23	7.25	7.50	7.45	7.30
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	15.97	18.71	18.90	18.30	19.90	18.55	17.81	18.90	18.50	19.00	17.90	17.80
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-4.1	-2.9	-2.9	-2.5				-1.4				-2.5
Sector Externo³												
Balanza comercial (mmd)	-14.7	-13.1	-14.7	-15.3	-2.7	-0.1	-6.1	-3.8				
Cuenta corriente (mmd)	-28.2	-22.4	-29.5	-30.9	-8.4	-0.3	-7.9	-7.4				
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.5	-2.1	-2.8	-2.9	-3.3	-0.1	-3.1	-2.9				
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	4.3	3.8	3.8	3.2	4.3	4.2	3.7	3.1	2.9	3.0	3.2	3.6
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.3	3.9	3.6	3.7	3.5	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.7	3.7

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

3: Acumulado, últimos 12 meses

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

mmd: miles de millones de dólares

dpb: dólares por barril

*RFSP: Requerimientos Financieros del Sector Público

nd: no disponible

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

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

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Economista Jefe

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Javier Amador
javier.amadord@grupobbva.com

Iván Martínez
ivan.martinez.2@bbva.com

Saidé A. Salazar
saidearanzazu.salazar@bbva.com

Arnulfo Rodríguez
arnulfo.rodriguez@bbva.com

Con la colaboración:
Escenarios Económicos

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

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

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.hk

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@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 Geopolítica

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

BBVA Research Mexico

Paseo de la Reforma 510
Colonia Juárez
C.P. 06600 México D.F.
Publicaciones:
Correo electrónico: bbvaresearch_mexico@bbva.com

Estas y otras publicaciones de BBVA Research están disponibles en inglés y en español en: www.bbva-research.com

Otras publicaciones:

