

## Revisión de Pronósticos

- El 2017 terminó con un balance que podría considerarse positivo frente a lo que se esperaba a principios del año, aunque con notables contrastes en los indicadores económicos que hacen difícil la lectura de la tendencia que lleva la economía.
- El escenario macroeconómico del 2018 está sujeto a una elevada incertidumbre ante la gran cantidad de factores determinantes, de riesgos y retos que se mantienen vigentes, por lo que se espera un año intenso.
- Para 2018 se avizora un crecimiento económico más acelerado en varios países, comenzando por EUA, lo que resultará positivo para México en nuestras exportaciones y en los flujos de remesas, y contribuirá a un ritmo de actividad económica ligeramente mayor al esperado para 2017.
- Anticipamos una marcada reducción en la inflación en México, que no obstante, será más lenta a lo deseable y terminará todavía por arriba del rango aceptable, lo que requerirá de un par de incrementos adicionales en la tasa de interés de referencia monetaria durante el año.
- Nuestro escenario base podría considerarse inercial, ya que supone que los riesgos más visibles no se materializan.

### CONTACTO

**Mario Augusto Correa Martínez**

5123.2683

Estudios Económicos

mcorrea@scotiab.com.mx

### Balance económico positivo del 2017

Luego de que terminara un muy complicado 2017, y a reserva de conocer todavía los números del Producto Interno Bruto (PIB) del 4º trimestre; el balance del año podría considerarse positivo a pesar de los fuertes contrastes que se observan en algunos indicadores. En la revisión que estamos presentando, nuestro pronóstico para el crecimiento del PIB del 2017 se ajusta de 2.4% previo a 2.1%, que coincide con el pronóstico promedio del mercado de acuerdo a varias encuestas representativas. De confirmarse esta expectativa, resultará mucho mejor al 1.4% que se esperaba hace casi un año, aunque desde luego sigue siendo un crecimiento insuficiente para el potencial y necesidades que tiene nuestro país. Los temores más preocupantes que se tenían, como la finalización del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) por parte de EUA y el establecimiento de medidas proteccionistas en el mundo, una normalización más abrupta en la política monetaria del Fed y de otros bancos centrales y una evolución negativa en los mercados financieros internacionales y en los precios del petróleo, afortunadamente no se concretaron.

### Marco Macroeconómico de México

	2016	2017 p	2018 p
PIB	2.9	2.1	2.4
Sec. Primario	3.8	2.6	3.7
Industrial	0.4	-0.3	1.9
Servicios	3.9	3.1	2.8
Consumo	3.5	2.7	3.0
Privado	3.7	3.2	3.3
Sec. Público	2.4	0.2	1.8
Inversión Total	1.1	-1.2	1.3
Inflación General	3.36	6.77	4.33
Subyacente	3.44	4.87	4.29
Tipo de Cambio fp (MXN/USD)	20.66	19.74	19.48
Promedio	18.66	18.94	19.24
Tasa Fondeo Bancario Prom	4.16	6.71	7.54
TIIIE 28 Prom	4.47	7.05	7.95
Cuenta Corriente (md)	-27,858	-25,791	-31,122
(% del PIB)	-2.66	-2.41	-2.74
Balanza Comercial (md)	-13,125	-9,615	-10,549
EUA - PIB	1.49	2.25	2.50
Libor 3M promedio	0.74	1.26	2.21
Petróleo, Mezcla Mexicana	35.44	46.24	53.00

Sin embargo, se presentaron fuertes contrastes en la economía. En el lado positivo destacan una fuerte expansión en actividades como la producción automotriz, maquinaria y equipo, en servicios como el transporte, los servicios financieros, y de restaurantes y hoteles; la creación de empleos más alta de los últimos años, un ritmo sostenido de expansión en el consumo privado interno; un fuerte dinamismo en las exportaciones, y un crecimiento relevante en la actividad financiera. También hay que sumar a este balance el reordenamiento de las finanzas públicas, al que contribuyó en buena medida el excedente de operación del Banco de México; lo que permitió conjurar la amenaza de una reducción en la calificación de la deuda soberana del país y mantener el funcionamiento ordenado de los mercados financieros nacionales.

En el lado negativo destacan las notables contracciones en la extracción de petróleo y en la producción de derivados del petróleo, una caída marcada y persistente en la construcción de obra pesada asociada a la contracción del gasto de inversión directa del sector público; una baja en la inversión, una caída importante en las ventas internas de automóviles y un desempeño débil en las ventas comerciales minoristas y un repunte considerable en la inflación que generó pérdidas en el poder adquisitivo de muchos hogares. Cabe notar que la política económica ha venido reaccionando para afianzar la estabilidad macroeconómica del país ante un entorno global más complicado. La política fiscal se endureció para asegurar que la deuda pública dejara de crecer como proporción del PIB, además de que ha venido caminando el programa de ajuste de PEMEX. La política monetaria ha reaccionado de forma más rápida a lo que se esperaba en el mercado para asegurar que el brote inflacionario del 2017 se revertirá en el 2018.

### Perspectivas para 2018

Como ya es un hábito, hay que comenzar por señalar que el escenario económico para el 2018 está sujeto a una elevada incertidumbre ante los diversos retos y riesgos tanto en lo económico como en lo político, donde una multitud de factores relevantes pueden inclinar la balanza en cualquier sentido.

En el entorno global anticipamos un ritmo de crecimiento para la economía mundial de 3.8%, mejorando marginalmente respecto al 3.7% anticipado para el 2017. Entre los países y regiones para los que se espera un mayor ritmo de actividad económica están EUA, la Zona Euro, India, Brasil, Colombia, Perú y Chile, como puede verse en el cuadro adjunto.

Para EUA, el impulso que muestra su economía al cierre del año pasado muy probablemente se mantendrá durante el 2018, especialmente por el optimismo que ha generado la reforma tributaria, mejorando también la composición del crecimiento conforme el fuerte dinamismo del consumo sea acompañado de una actividad manufacturera más vigorosa y una aceleración en la inversión de los negocios. Se espera que la reforma tributaria tendrá una aportación básicamente marginal al crecimiento de este año, ya que la brecha del producto se ha cerrado, los mercados laborales están apretados con un desempleo en mínimos del ciclo, las reducciones personales están sesgadas hacia los hogares de altos ingresos, con una relativamente baja propensión marginal a gastar su ahorro, y los incrementos anticipados en la inversión de negocios derivados de la reforma tributaria serían pequeños. Como consecuencia se espera que la inflación suba un poco por arriba del 2.0% hacia mediados del 2018 y ahí se mantenga un tiempo. Esto propiciaría que la Reserva Federal (Fed) continúe con sus incrementos graduales en la tasa de interés de referencia, subiendo en tres ocasiones este año y dos más el que sigue.

En este entorno, nuestro escenario para México contempla una mejoría gradual respecto al 2017, que en buena medida corresponde a la inercia que muestra la economía y que supone que los riesgos más relevantes no se concretan, pero dado que la carga que representa la incertidumbre pesa sobre los hogares y las empresas, el pronóstico de crecimiento del PIB para 2018 se reduce un poco respecto a nuestro escenario previo, de 2.7% a 2.4%.

A nivel sectorial, y respecto al cierre estimado del 2017, se anticipa una recuperación importante en la producción industrial, que sale de terreno negativo para crecer 1.9% en el 2018, impulsada principalmente por las manufacturas, que a su vez reaccionan al impulso esperado que recibirán las exportaciones ante el mayor ritmo de crecimiento en EUA y en otros países con los que comerciamos. También esperamos que la construcción retome una tasa positiva relativamente modesta, una vez que deje de caer

### Perspectivas de Crecimiento Global

Crecimiento % real anual	2016	2017 p	2018 p	2019 p
<b>Economía Mundial</b>	<b>3.2</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>	<b>3.6</b>
México	2.9	2.1	2.4	2.8
EUA	1.5	2.3	2.5	1.8
Canadá	1.4	2.9	2.3	1.7
<b>Eurozona</b>	<b>1.8</b>	<b>2.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>
Alemania	1.9	2.6	3.0	3.0
Francia	1.2	1.9	2.5	2.0
Reino Unido	1.9	1.8	1.5	1.9
China	6.7	6.8	6.5	6.2
India	7.9	6.3	7.4	7.5
Japón	0.9	1.8	1.4	0.9
Corea del Sur	2.8	3.2	2.9	3.0
Brasil	-3.5	0.6	2.5	2.7
Chile	1.6	1.4	2.8	3.2
Colombia	2.0	1.7	2.5	3.5
Perú	3.9	2.5	3.7	4.2

p/: Pronosticado

### Perspectivas de Variables Financieras Globales

Fin de Periodo	2016	2017 p	2018 p
<b>Tasas de Interés</b>			
EUA, Fed Funds	0.50	1.50	2.25
EUA, Libor 3 Meses	0.98	1.60	2.65
EUA, Treasury B. 10 años	2.44	2.40	2.90
Banco Central Europeo	0.05	0.00	0.00
<b>Paridades Cambiarias</b>			
US/Euro	1.05	1.20	1.20
US/CAD	1.34	1.26	1.25
US/Yen	117	113	115
US/Libra	1.23	1.35	1.37

la inversión pública y se retomen algunos proyectos regionales para ser entregados antes que concluya el sexenio. Este puede ser uno de los puntos sensibles del escenario, ya que si las perspectivas de inversión de las empresas se ven demasiado afectadas por la incertidumbre del entorno o los efectos de la reforma tributaria en EUA son mayores a lo esperado, entonces la construcción en México podría ser sensiblemente menor. También se anticipa que la minería se mantenga cayendo, aunque a un ritmo menor, debido sobre todo a la contracción en la producción petrolera que se incluye en este apartado. No obstante, si PEMEX logra estabilizar su producción, podríamos ver un desempeño menos negativo en minería. Para el sector servicios se espera una leve desaceleración, donde el sector de servicios financieros puede ser el más afectado por el entorno de incertidumbre global y la que genera el proceso electoral de forma natural. No obstante, y como puede verse en el cuadro adjunto, las tasas de expansión de los servicios siguen siendo relativamente fuertes.

**Perspectivas de Crecimiento para México**

Var. % real anual	2017		2018	
	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual
<b>PIB Total</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>2.4</b>
Agropecuario	2.2	2.6	4.1	3.7
Industrial	-0.1	-0.3	2.4	1.9
Manufacturas	3.5	3.4	3.5	3.4
Construcción	-0.6	-1.1	2.7	1.7
Minería	-8.8	-9.4	-1.8	-2.4
Electricidad G y A	-0.3	-0.5	3.1	0.7
Servicios	3.4	3.1	3.1	2.8
Comercio R y H	3.5	3.2	3.3	3.3
Transporte A y C	4.5	4.1	4.1	4.1
Financieros S e I	4.5	4.0	4.0	2.9
Personales C y S	1.9	1.9	1.7	1.7

\*: Proyecciones vigentes al 8 de Diciembre de 2017

En la composición de la demanda se prevé un crecimiento de 3.3% real anual en el consumo privado, que estará impulsado por el mayor ritmo de la actividad económica, una mayor creación de empleos, un crecimiento continuo en el flujo de remesas y conforme la inflación comience a descender. Cabe recordar que el consumo privado suele ser el componente más estable de la demanda agregada, ya que los hogares prefieren alterar su ahorro antes que hacer cambios drásticos en sus niveles de consumo. La inversión, por su parte, seguirá relativamente débil ante la incertidumbre del entorno, pero ya no en contracción como en el 2017, anticipándose un crecimiento modesto de 1.3% real anual.

La inflación será una de las variables clave para observar durante el 2018, ya que su desempeño tendrá repercusiones sobre la política monetaria, las tasas de interés, la conformación de expectativas y la actividad económica. Luego de los fuertes choques exógenos experimentados en el 2017, que no se espera se repitan en el 2018, es previsible un descenso importante en la inflación anual a partir del primer mes del año. No obstante, como el incremento de los precios en el 2017 fue considerablemente superior a lo previsto a principios del año, se han observado presiones en diversos precios de la parte subyacente que serán difíciles de disolver, lo que terminará produciendo una inflación todavía por arriba del rango aceptable. Nuestra estimación de la inflación del 2018 se ubica en 4.33%.

Para la política monetaria se anticipan un par de incrementos en la tasa de referencia de Banco de México, uno en el primer trimestre y otro en el último. Estos incrementos se estiman necesarios para asegurar que la inflación continúa descendiendo y como respuesta a un entorno global menos favorable en el que las tasas de interés de EUA y otros países van aumentando. Cabe recordar que uno de los principales activos de la economía mexicana es su estabilidad macroeconómica, que requiere afianzarse mediante una política económica disciplinada.

El tipo de cambio continuará muy sensible a los cambios en las expectativas y en el entorno global, por lo que es previsible que mantenga altos niveles de volatilidad, lo que podría producir un rango muy abierto en las cotizaciones durante el año. En nuestro escenario base anticipamos niveles cercanos a los 19.5 pesos por dólar para el cierre del año, que representan todavía niveles de subvaluación importantes, pero que reflejan un entorno financiero global más adverso.

**Supuestos Relevantes**

El escenario descrito podría considerarse un escenario "inercial", en el sentido de que refleja las tendencias conocidas y la evolución más probable en los factores determinantes. Entre los supuestos más importantes del escenario, vale la pena destacar los siguientes:

- La renegociación del TLCAN se pospone para el 2019, sin que el Presidente Trump anuncie su terminación.
- La inflación en el mundo desarrollado se mantiene en niveles aceptables.
- Los efectos de la reforma tributaria de EUA son relativamente modestos.

- EUA logra mantener funcionando su gobierno, incrementando el techo de deuda a tiempo de evitar contratiempos importantes.
- Los precios del petróleo mejoran un poco, conforme sigue la expansión económica mundial.
- El proceso de Brexit continúa, pero sin generar fuertes disrupciones en los mercados financieros.
- La normalización de la política monetaria de la Fed continúa de forma gradual y sin generar grandes afectaciones en los mercados internacionales.
- Otros grandes bancos centrales también van ajustando su postura monetaria para ir reduciendo el estímulo aplicado en años anteriores, también sin detonar problemas de consideración en el funcionamiento de los mercados.
- Las tensiones geopolíticas globales se mantienen acotadas.
- En México, el proceso electoral transcurre de forma relativamente ordenada y sin grandes sobresaltos.
- El candidato ganador en las elecciones presidenciales mantiene la congruencia de la política económica.

### Riesgos Relevantes

El escenario macroeconómico está sujeto a diversos riesgos que, en caso de realizarse, podrían descarrilar la marcha de las variables económicas. La mayoría de estos riesgos se encuentran en el entorno global, y muchos de estos no son de naturaleza económica, sino más bien política, lo que hace difícil el evaluar su posible probabilidad de ocurrencia. En este sentido, uno de los riesgos más visibles es la posible denuncia del TLCAN por parte del Presidente Trump, que generaría impactos significativos sobre las variables financieras de nuestra economía. Cabe notar que se percibe que el Presidente Trump no necesariamente estaría contemplando terminar el TLCAN, sino presionar con su terminación con el tiempo corriendo para lograr mayores concesiones en la negociación. De denunciar el TLCAN cabría esperar una oleada de procesos legales en EUA buscando impedir su terminación, ya que se estarían afectando múltiples y poderosos intereses económicos.

Los diversos riesgos geopolíticos, que agrupan varios procesos electorales en el mundo, incluyen las tensiones que se han generado entre Corea del Norte y otros países, principalmente EUA. El estallamiento de un conflicto bélico podría tener consecuencias catastróficas desde luego, pero no se anticipa que algo así vaya a ocurrir.

Uno de los riesgos más probables es que la política monetaria de los países desarrollados tenga que ser más restrictiva a lo que se espera, sobre todo si su inflación comienza a repuntar con fuerza, lo que llevaría a tasas de interés más elevadas en los mercados globales, con el riesgo de generar disrupciones en su funcionamiento e interrumpir la expansión de la economía de varios países. Este riesgo es relevante porque la reforma tributaria de EUA tenderá a impulsar las tasas de interés en los mercados financieros, ya que por un lado se requerirá de una mayor emisión de bonos del tesoro para financiar el mayor déficit planteado, al tiempo que la Fed está reduciendo su hoja de balance; y por otro lado, aplicar un estímulo adicional a una economía que se encuentra en pleno empleo puede fácilmente producir un repunte indeseable en la inflación, que podría incrementar las primas de riesgo exigidas por los inversionistas y también empujar a una corrección monetaria más rápida por parte del Fed.

Otro riesgo relevante asociado a los EUA es la posibilidad de que no se logre un acuerdo presupuestal en el Congreso para subir a tiempo el techo de endeudamiento, generando un incumplimiento en el pago de su deuda, lo que muy probablemente detonaría una disrupción en el funcionamiento de los mercados financieros globales, generando un nuevo episodio de tensión como el observado en el 2008. Esta posibilidad, desde luego, resulta impensable y se le asocia una baja probabilidad de ocurrencia, pero es algo que podría ocurrir bajo condiciones extremas.

Si la reforma tributaria en EUA comienza a detonar una caída pronunciada de la inversión en nuestro país, o movimientos concretos de las instalaciones de empresas internacionales para mover su producción de México hacia EUA; entonces tendríamos una mayor presión para adaptar nuestro marco fiscal de forma rápida y no perder competitividad, lo que podría requerir medidas fuertes tanto por el lado de los ingresos como por el lado del gasto para no afectar la posición fiscal del gobierno federal.

Alguna evolución negativa del proceso electoral en México podría también generar inquietud y afectar la marcha de nuestros mercados financieros. Dentro de esta categoría estaría la percepción de que algún candidato o candidatos con buenas

probabilidades de ganar pudieran tomar decisiones imprudentes de política económica que pusieran en riesgo la estabilidad macroeconómica o el ambiente de negocios en el país. En la medida en que los discursos se alejen de la congruencia económica y financiera, los mercados podrían reaccionar de forma negativa.

Por último, también existe la posibilidad de que se conjuguen circunstancias afortunadas para la marcha de la economía que podrían terminar produciendo un escenario mucho más positivo que el descrito. Si, por ejemplo, se lograra una renegociación exitosa del TLCAN en los próximos meses, las reacciones de variables como el tipo de cambio, la inversión, el empleo y el crecimiento económico podrían ser considerablemente positivas.

Por lo pronto, tenemos por delante un año que luce intenso y lleno de retos, en el que habrá que estar muy pendiente de los acontecimientos, que en cualquier momento podrían ser diferentes a lo previsto e incidir significativamente sobre la marcha de la economía.

Este documento, elaborado por la Dirección de Estudios Económicos, y dirigido exclusivamente a personas que radican en el territorio Mexicano, es publicado con la única intención de proporcionar información y análisis con base en las fuentes que se consideran fidedignas y que sin embargo, no garantizan su veracidad. Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas aquí reflejan el punto de vista personal de los economistas y analistas de Scotiabank Inverlat señalados en el presente documento, no el de un área de negocio en particular y no necesariamente una opinión institucional. Dichas opiniones pueden modificarse de acuerdo con los cambios en las condiciones económicas, políticas y sociales, y no deben ser consideradas como una declaración unilateral de la voluntad, ni ser interpretadas como una oferta, sugerencia o invitación para comprar o vender valor alguno, o como una oferta, invitación o sugerencia para contratar los servicios de Scotiabank Inverlat. Asimismo el presente análisis no puede ser entendido como una Asesoría de Inversiones ya que no constituye en forma alguna, una recomendación personalizada a quien lo recibe, por lo que la decisión de inversión sobre alguna o algunas emisora(s) mencionada(s) en el presente análisis es responsabilidad exclusiva del cliente en función de su perfil de inversión. Este documento es de libre distribución de acuerdo a "Prácticas de Venta". La compensación de los analistas que elaboraron el documento depende, entre otros factores, de la rentabilidad y la utilidad generada por todas las áreas de Scotiabank Inverlat, pero no por un negocio o área de negocio en particular. La compensación de los analistas no se relaciona con una recomendación en particular; la compensación, entre otros factores, depende de la asertividad de las estimaciones y recomendaciones contenidas en este documento. Los analistas no reciben compensación alguna por parte de las emisoras de los valores que se describen en este reporte. Asimismo, los analistas no percibieron compensación alguna de personas distintas al Grupo Financiero Scotiabank Inverlat o de sus subsidiarias y/o afiliadas con respecto a la elaboración de este reporte. Alguna de las empresas del Grupo Financiero Scotiabank Inverlat puede realizar inversiones por cuenta propia en los valores descritos en este reporte. Scotiabank Inverlat o alguna otra empresa del Grupo pueden tener alguna relación de negocios con las emisoras de los valores contenidos en este reporte (agente colocador, agente estructurador, representante común, asesor financiero, servicios financieros, etc.). La Dirección de Estudios Económicos es un área independiente de las áreas de negocio, incluyendo el área de Operaciones y de Banca de Inversión y, no recibe remuneración, directriz, o de cualquier forma, influencia alguna por parte de las áreas de negocio que pueda afectar en cualquier sentido las opiniones contenidas en este documento. Este documento no puede fotocopiarse, ser utilizado por cualquier medio electrónico o bien ser reproducido por algún otro medio o método en forma parcial o total; tampoco puede ser citado o divulgado sin la previa autorización de la Dirección de Estudios Económicos de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, S.A. de C.V. Los servicios de Scotia Inverlat Casa de Bolsa no están disponibles para personas en los Estados Unidos de América, salvo Inversionistas Institucionales Mayores (Major Institutional Investors) o Corredores Registrados (Registered Broker Dealers).