

Situación México

Primer Trimestre 2014
Análisis Económico

- La expansión global continuará en 2014-15, ahora con una mayor contribución de las economías avanzadas
- Después de la desaceleración del año pasado en México, el repunte de la economía ha comenzado. Las reformas deben continuar avanzando para mejorar el nivel de competitividad del país
- Los activos financieros de México se diferencian favorablemente en un entorno de volatilidad y reducción de la liquidez global

Índice

1. En Resumen	2
2. Más crecimiento a la vista y con riesgos más equilibrados	5
3. Después de la desaceleración, el repunte de la economía ha comenzado	10
3.1 Este año se acelerará el crecimiento y las reformas deberán continuar avanzando para mejorar la competitividad de la economía Mexicana	10
Recuadro 1: Situación y retos de la competitividad de la economía mexicana	16
3.2 La inflación repuntó como se esperaba al arranque del año por el efecto de la reforma fiscal, pero las presiones serán transitorias	18
Recuadro 2: Tras el choque fiscal, ¿en qué nivel se ubicará la inflación al cierre de 2014 y a inicios de 2015? Un modelo probit ordenado permite estimar las probabilidades por rangos.....	21
3.3 Con una inflación transitoriamente más alta, la tasa monetaria se mantiene en mínimos, y el uso de la comunicación del banco central gana importancia	23
3.4 Alza de la calificación de deuda soberana de México en un entorno de aversión global al riesgo.....	25
4. Previsiones	28

Fecha de cierre: 10 de Enero de 2014

1. En Resumen

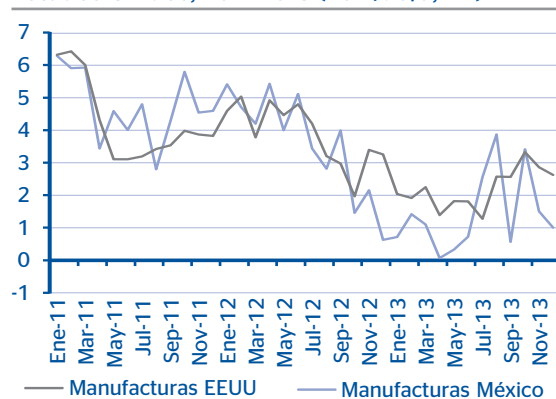
Después de la desaceleración ocurrida en 2013, donde estimamos que el PIB habrá crecido alrededor de 1.2%, esperamos que este año la economía se acelere y crezca 3.4%. Esto como resultado de una mayor demanda externa consecuencia de la recuperación de EEUU, un mayor gasto público aprobado, y una mejora en la demanda interna. Adicionalmente, este año las reformas deberán continuar avanzando para mejorar la competitividad de la economía mexicana tanto a través de la instrumentación y aprobación de las leyes secundarias, como de la presentación de reformas adicionales en otros sectores.

Un factor favorable para la economía es que las variables que justifican nuestra perspectiva de aceleración para este año parecen ya haber comenzado a repuntar desde los últimos meses de 2013. Por una parte, la demanda externa parece impulsar las manufacturas mexicanas. La producción industrial de los Estados Unidos alcanzó nuevamente tasas de crecimiento elevadas en noviembre y diciembre, mayores al 3.0% anual. Por otra, el gasto público se aceleró en los últimos meses del año por efecto de los procesos de reconstrucción debido a los desastres naturales y el intento de apoyar la reactivación económica. Finalmente, dentro de los factores relacionados con la demanda interna, las señales son mixtas, el sector laboral se ha mantenido débil, pero hacia el último trimestre del año pasado se observó una recuperación moderada en las ventas al menudeo. El escenario descansa en que estas variables mantendrán este comportamiento favorable. Estimamos que EEUU pasará de crecer 1.8% en 2013 a 2.5% en 2014. En tanto el sector público pasará de tener un déficit de alrededor de 0.4% del PIB en 2013 a 1.5% en 2014 (sin incluir la inversión de Pemex). Es positivo que, como han mencionado las autoridades, este déficit ayude a incrementar el gasto en infraestructura y seguridad social, y proveer así un estímulo contra-cíclico a la economía, y que para 2017 se regrese a un presupuesto balanceado que asegure la estabilidad fiscal.

En cuanto a las cuentas externas, se espera que éstas se mantengan equilibradas. Para 2014 se espera un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos de 1.5% del PIB, similar al estimado para el cierre de 2013 de 1.3% del PIB. Un déficit de cuenta corriente moderado como éste indica que las cuentas externas de la economía no reflejan grandes desequilibrios, por lo que no representan un factor relevante de riesgo para el país. Además, en 2013 la inversión extranjera directa (IED) tuvo un comportamiento favorable, y podría alcanzar los 35 mil millones de dólares, lo que contribuye a financiar dicho déficit.

Gráfica 1

Producción manufacturera de México y los Estados Unidos, 2011-2013 (Var % a/a, AE)

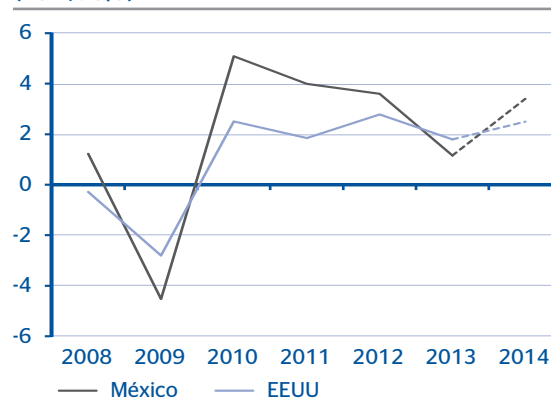


ae=ajustada por estacionalidad.

Fuente: BBVA Research, con información del INEGI

Gráfica 2

PIB de México y los Estados Unidos (Var % a/a)



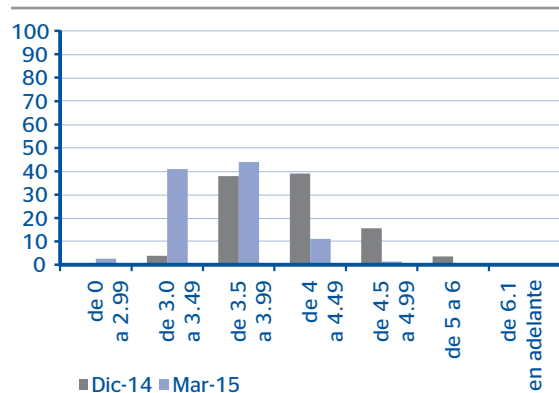
Fuente: BBVA Research

En las últimas dos décadas México ha tenido un crecimiento promedio anual de 2.6%, insuficiente para generar los empleos formales y de calidad que cada año se requieren para fortalecer su mercado interno y el bienestar de la sociedad. Esto está influido en buena medida por el rezago en competitividad de la economía mexicana (evaluada en el índice de competitividad global del Foro Económico Mundial en el lugar 55 de 148 países en el mundo en 2013). No obstante, a nivel regional México se encuentra relativamente mejor posicionado en los diferentes índices de competitividad que otros países de América Latina. De hecho supera a naciones agrupadas en los llamados BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica). En los últimos veinte años México ha tenido una política macroeconómica prudente y estable, y cuenta entre sus fortalezas con una gran apertura comercial, una amplia población demandante de bienes y servicios, además de ser una de las naciones en el mundo con más atracción de inversión extranjera directa, vinculada a la estabilidad política y económica que la ha caracterizado ya por varias décadas. En este sentido, México sigue teniendo grandes retos por delante, además parte de una posición competitiva y muy favorable para entrar a un proceso de crecimiento más acelerado y sostenible. De tal manera que la amplia agenda de reformas aprobada en 2013, una vez que cuenten con sus respectivas leyes secundarias y empiecen a tener vigencia, son un elemento clave para acotar las debilidades de la economía. Por esta razón, es importante que en 2014 la clase política, la iniciativa privada y la sociedad mexicana en general, continúen el esfuerzo reformador para consolidar la profundidad y eficacia de las reformas aprobadas.

Como se anticipaba, el choque de oferta derivado de los cambios fiscales provocó un rebote importante de la inflación en enero que se tradujo en una aceleración de la inflación interanual de 3.97% en diciembre de 2013 a 4.48%. No obstante, además de los precios de los productos afectados por el aumento de impuestos, no se observó un aumento acelerado en el resto de precios, por lo que hasta ahora no se observan efectos de segunda ronda. Esto, aunado a la todavía elevada holgura de la economía, hace prever que las presiones derivadas del choque fiscal serán transitorias. Aún así, y a pesar de que a partir de febrero la inflación general retomará una tendencia decreciente y se ubicará por debajo de 4.0% en marzo, el choque fiscal de enero y los efectos base importantes en el verano se traducirán en un nivel promedio de inflación anual mayor al observado en 2013: 4.3% durante 2014, frente a la media de 3.8% observada el año pasado. A final de año estimamos que se ubicará entre 3.5% y 4.5% con el 64% de probabilidad, y un estimado puntual de 3.93%. Una vez que se disipe el efecto de la reforma fiscal en 2015, estimamos que la inflación será menor a 4.0% en marzo de 2015 con 80% de probabilidad, por lo que el próximo año el cumplimiento de la meta tendrá una probabilidad elevada.

Gráfica 3

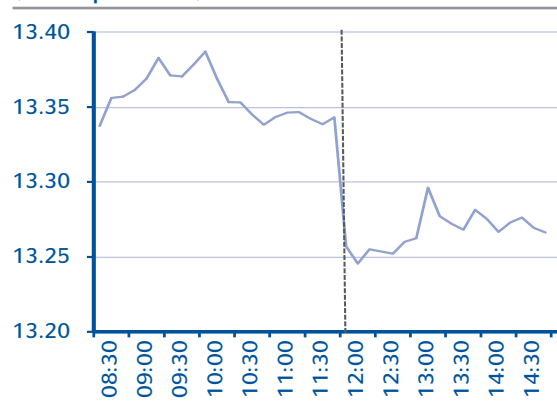
Probabilidad de los distintos rangos para la inflación general en diciembre de 2014 y marzo de 2015



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4

Tipo de cambio intradía 5 de febrero de 2014 (Pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Con una inflación que se mantiene algo más alta únicamente de manera transitoria, se espera que la tasa monetaria se mantenga en mínimos y el uso de la comunicación del banco central gane importancia, al ser una herramienta útil como medio para influir sobre las expectativas de inflación, para anclarlas y quitar la contaminación de precios. En este sentido, esperamos que la comunicación del banco central sea más activa y mantenemos la perspectiva de pausa monetaria prolongada, pero será importante vigilar que no se materialicen presiones adicionales sobre la inflación, y las expectativas de inflación se mantengan estables.

Por otra parte, en las últimas semanas los mercados financieros se han caracterizado por un incremento de la volatilidad derivado de una mayor percepción de riesgo en los mercados emergentes en un entorno de reducción de la liquidez global. A pesar de este entorno de volatilidad y vuelo hacia la calidad, y en contraste con otros países emergentes, en México no se observaron salidas abruptas de flujos en el mercado de renta fija gubernamental, y hubo tan solo una salida moderada en la deuda de corto plazo al estar los rendimientos de los inversionistas extranjeros en esta parte de la curva más expuestos a la volatilidad del tipo de cambio.

En este periodo, México también se diferenció favorablemente al verse beneficiado por un alza en su calificación de deuda soberana por parte de la agencia calificadora Moody's, calificación que pasó de Baa1 a A3. Con esto la economía mexicana se ubica como la segunda mejor calificada de América Latina, detrás de Chile. Esta mejora tiene como fundamento la aprobación de la agenda de reformas y sus efectos sobre el producto potencial y la recaudación. Tras conocerse la noticia el peso se apreció hasta 14 centavos contra el dólar, la bolsa subió 1.24% y la parte larga de la curva de rendimientos cayó alrededor de 4 puntos base (pb), y continuó haciéndolo en los siguientes tres días hasta acumular una caída de 21 pb. En los próximos meses, de "disiparse" la aversión global al riesgo, la mayor calificación de México podría diferenciar sus activos financieros respecto a los de otros países emergentes. No obstante, es importante señalar que ante el proceso de normalización de la liquidez monetaria en EEUU no se espera que se registren niveles de tasas de interés o de tipo de cambio tan bajos como los que se observaron durante la segunda parte de 2012 y la primera mitad de 2013. Hacia el cierre del año esperamos que el tipo de cambio se encuentre en niveles de alrededor de 12.9 pesos por dólar con base en una reducción en los niveles de aversión global al riesgo y ante un margen limitado de apreciación derivado de la reducción de los estímulos monetarios en EEUU. Con respecto a las tasas de interés de la deuda gubernamental se espera que continúe de manera gradual el proceso de normalización de la prima de liquidez, lo cual aunado a mayores expectativas de crecimiento económico para el próximo año generará un incremento en las tasas de mediano y largo plazo. Por ejemplo, el rendimiento a vencimiento del bono gubernamental a 10 años cerraría el año en torno a 6.9%.

Con base en los puntos anteriores, 2014 se perfila como mejor año que 2013 en el ámbito económico. Asimismo, esperamos que en este año se sienten mejores bases para el desarrollo económico de los próximos años.

2. Más crecimiento a la vista y con riesgos más equilibrados

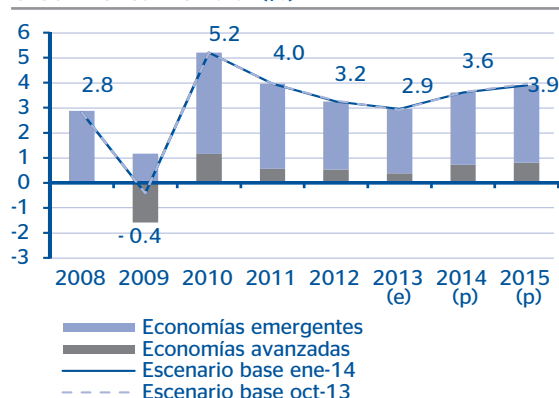
El ciclo económico global mejora y se despejan algunas incertidumbres de la política económica

El ciclo económico global se ha fortalecido durante los últimos meses de 2013. Según nuestras estimaciones, durante el último semestre de 2013 el PIB global se habría acelerado hasta niveles cercanos al 1% trimestral, dejando atrás la moderación iniciada en 2012 y que alcanzó un mínimo a comienzos de 2013, cuando apenas creció el 0.5%. A esta mejora ha contribuido la aceleración de las economías avanzadas, en especial EE.UU., pero también la zona euro, que empieza a crecer moderadamente tras el fin de la recesión a mediados de 2013. En las economías emergentes la situación es más diversa, pero algunas de ellas como China mantienen tasas de crecimiento relativamente estables.

La mejor valoración del entorno global es el resultado también de las novedades registradas en el ámbito de la política económica, en la medida en la que contribuye a reducir la incertidumbre. Por una parte, en EE.UU. se ha alcanzado un acuerdo en materia fiscal de mayor duración al esperado. Además, la mejora en la actividad ha permitido que la Reserva Federal comience con la reducción de compra de activos (*tapering*). En Europa, se han dado pasos adicionales para la construcción de una unión bancaria, lo que junto a la determinación del BCE para atajar riesgos, debería eliminar el lastre que supone la fragmentación financiera. El panorama global estaría más despejado, si no fuera por el efecto que el *tapering* está teniendo sobre los mercados financieros de las economías emergentes, y que podría terminar afectando al crecimiento de algunas de las economías de este grupo.

Gráfica 5

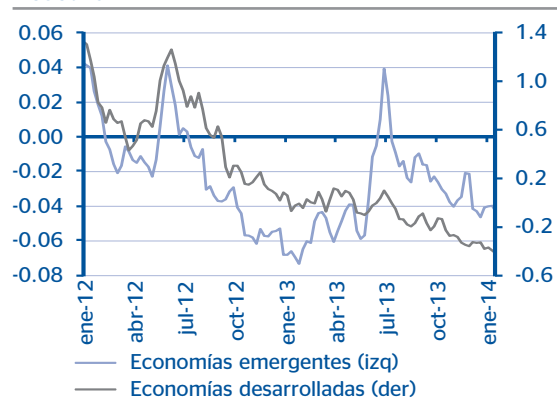
Crecimiento mundial (%)



Fuente: BBVA Research con datos de FMI

Gráfica 6

Índice de tensiones financieras de BBVA Research



Fuente: BBVA Research

Con todo, el diagnóstico del escenario global mejora respecto al que hacíamos hace tres meses, lo que se refleja en los ajustes en nuestras previsiones. El PIB global, que en 2013 se habría desacelerado hasta el 2.9%, crecerá en 2014 y 2015 el 3.6% y 3.9% respectivamente (gráfica 5), cifras prácticamente iguales a las de hace tres meses por la compensación de cambios en las expectativas de crecimiento de distintas áreas: al alza en EE.UU., a la baja en algunas economías emergentes y sin cambios relevantes en lo que toca al área del euro en 2014. La previsible aceleración del crecimiento, no resta importancia a la existencia de riesgos a la baja sobre la previsión. Aunque los riesgos que se podrían materializar están lejos de tener el carácter sistémico que tenían en el pasado, algunos eventos se han hecho presentes. Tal es el caso de las recientes caídas de los precios de los activos y las depreciaciones de los tipos de cambio de las economías emergentes.

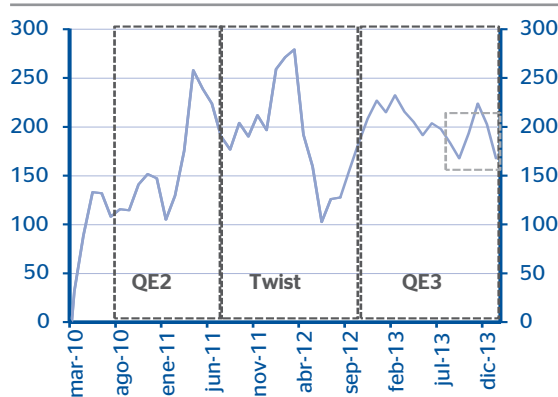
EEUU, a una velocidad de crucero suficiente para comenzar a desprenderse del impulso monetario

El PIB de EEUU ha mantenido una senda de aceleración durante todo 2013, y a finales de año mantenía ya una velocidad de crucero que ha permitido que la Reserva Federal dé los primeros pasos en la retirada de los estímulos monetarios. Efectivamente, el crecimiento en el tercer trimestre se aceleró hasta el 1% trimestral, y los datos más recientes de coyuntura apuntan a que el ritmo en el último trimestre se mantuvo vigoroso, aunque quizás unas décimas por debajo del anterior.

Mayor certidumbre sobre el tono de la política fiscal, que en 2014 supondrá un menor freno al crecimiento económico. La falta de acuerdos entre los partidos sobre el modo de conducir el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. llevó a una interrupción parcial y temporal de la actividad del gobierno federal, que finalmente tuvo un impacto menor en el PIB. Posteriormente, en diciembre, se alcanzó un acuerdo que supone un importante paso adelante para eliminar la incertidumbre sobre el financiamiento de la actividad del gobierno en 2014-15, además de reducir el ajuste fiscal inicialmente previsto para ese periodo. Sólo el efecto directo de la menor intensidad de la consolidación fiscal eleva un par de décimas el crecimiento esperado para 2014. A ello habría que añadir los potenciales efectos, vía confianza, que pueda tener sobre el consumo de hogares y sobre las decisiones de inversión y contratación de las empresas esta reducción de incertidumbre. Con todo, siguen pendientes acuerdos en asuntos que afectan a la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo (gasto en sanidad, pensiones).

Gráfica 7

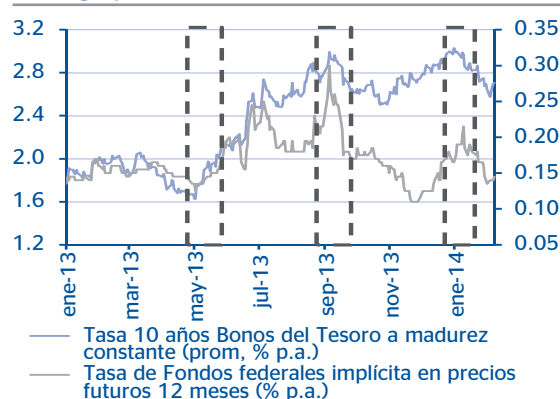
EEUU: Empleo privado no agrícola (variación mensual en miles, media móvil 3 meses)



Fuente: BBVA Research con datos de BLS

Gráfica 8

EEUU: Futuros sobre fondos federales y tasas de largo plazo (%)



Fuente: Bloomberg

Las perspectivas de la política monetaria también se han aclarado recientemente, en línea con lo esperado. La Reserva Federal ha vinculado el fin de su programa de estímulo monetario al desempeño de la economía. Como se señaló anteriormente, la actividad ha mostrado una tendencia a la aceleración, más contenida en el caso del mercado laboral pero en todo caso, considerable pese a la ausencia de estímulos adicionales (Gráfica 7). Además, se ha producido una disminución de la tasa de desempleo hasta el 6.7%, aunque en parte impulsada por la caída de la tasa de actividad (ie, por la disminución de la tasa de participación laboral). Y todo ello con unas perspectivas de inflación bien ancladas dentro de los márgenes establecidos por la propia Fed.¹ En consecuencia, la Fed ha decidido comenzar a disminuir el ritmo de compras mensuales de activos financieros, deuda pública y activos del mercado hipotecario, de forma que en el cuarto trimestre de 2014 el aumento de balance del banco central haya terminado. Nuestro escenario base también incluye que la primera subida de tasas de interés se producirá en la

¹ Unas expectativas de inflación a un plazo de entre uno y dos años no superior en 0.5 puntos porcentuales al objetivo de largo plazo del 2%.

segunda mitad de 2015, al tiempo que se continuará insistiendo en el *forward guidance* para anclar las expectativas de las tasas de largo plazo. Precisamente el esfuerzo que la Fed ha hecho en los últimos meses para explicar su estrategia de salida ha sido relativamente exitoso en evitar episodios de volatilidad como los registrados a comienzos de verano pasado. Tanto las tasas de interés a largo plazo, como las expectativas sobre la senda de los fondos de la Fed se mantienen en niveles no superiores a los registrados al inicio del verano (gráfica 8). Esto es significativo en tanto que parte de la recuperación de la actividad en EE.UU. se debía a sectores sensibles a la tasa de interés, particularmente el sector inmobiliario.

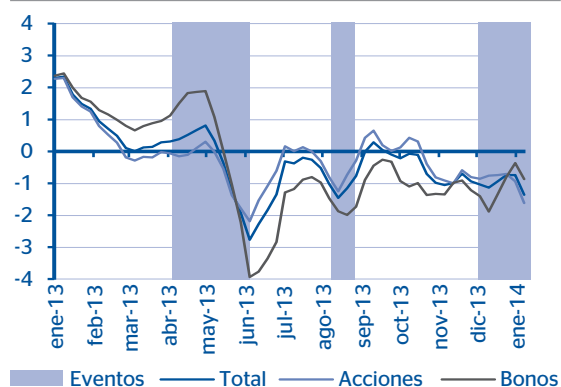
Con todo, revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento de EE.UU. en 2014 hasta el 2.5%, cifra que se estima también para 2015. Tras este ajuste, se encuentran tanto la fortaleza que la economía americana ha mostrado en la segunda parte de 2013 como el impulso adicional que supondrá el menor freno fiscal resultado del acuerdo fiscal alcanzado a finales de 2013. Cabe señalar que la previsión tiene riesgos al alza, si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación por parte de las empresas.

El tapering puede complicar el panorama de algunas economías emergentes

El cambio de orientación de la política monetaria de EE.UU. tiene, como es habitual, un impacto global. Las economías emergentes se están viendo sometidas a salidas de capital y depreciaciones en sus monedas, intensificadas en algunos casos por eventos propios que aumentan la incertidumbre sobre la gestión de sus respectivas políticas económicas domésticas. Aun así, hasta este momento y desde una perspectiva agregada, para el conjunto de los emergentes, la intensidad de las salidas de flujos de capitales de no residentes no está siendo mayor que en anteriores eventos de cambio de expectativas sobre la llegada del *tapering* de la Fed (gráfica 9). Además, continúa produciéndose una diferenciación entre economías de acuerdo a sus fundamentales: mayores déficits externos y mayor peso de una financiación a corto plazo y en moneda extranjera están asociados con mayor vulnerabilidad a salidas de capital y depreciación del tipo de cambio (gráfica 10).

Gráfica 9

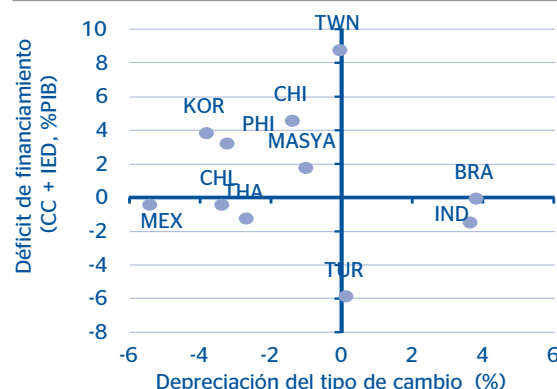
Mercados Emergentes: flujos hacia fondos en bonos y acciones (acumulado 4 semanas, fondos dedicados a mercados emergentes, flujos sobre total de activos)



Fuente: BBVA Research con datos de EPFR

Gráfica 10

Depreciación del tipo de cambio (%) y brecha de financiación externa (CC + Balance IED, % PIB)



Fuente: BBVA Research con datos de Haver Analytics

Las tensiones recientes no alteran nuestras previsiones de crecimiento del conjunto de las economías emergentes en el escenario más probable, pero sí que suponen un riesgo a la baja significativo. Este riesgo sería mayor en aquellas economías más integradas financieramente en la definición de portafolios globales y que tengan vulnerabilidades como las señaladas más arriba. Este sería el caso,

sobre todo de Turquía, Brasil, Indonesia o India. El tensionamiento monetario que algunas de ellas están emprendiendo para frenar el deslizamiento del tipo de cambio y de las expectativas inflacionistas tendrá un impacto a la baja en el crecimiento. Con todo, la diversidad dentro del grupo de economías emergentes supone que se mantienen las favorables perspectivas en áreas de Sudamérica como el conjunto de las economías andinas, Asia emergente o México, que incluso mejora sus perspectivas de crecimiento en 2014 (hasta el 3.4%), arrastrada por impulso cíclico de la economía de EE.UU. (gráfica 11).

El crecimiento chino se mantiene en el entorno del 7.5%, pero las vulnerabilidades se hacen más evidentes

Durante el último trimestre la economía china se ha mostrado con claridad en su doble vertiente de soporte de la economía global y de potencial factor de riesgo. Por una parte, las dudas existentes a comienzos de año sobre la sostenibilidad del crecimiento chino y la posibilidad de un “aterrizaje brusco”, se han disipado en el corto plazo. La economía se ha recuperado en la segunda mitad de 2013 (gráfica 11) y mantiene un buen tono, aunque algunos de los datos más recientes de confianza y expectativas de actividad manufacturera hayan vuelto a situarse debajo de lo esperado.

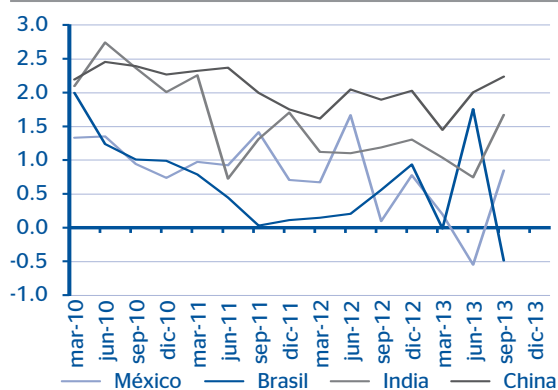
Además se han anunciado cambios de fondo en la política económica. En el Tercer Plenario del Partido Comunista Chino, las autoridades han reafirmado su compromiso con el mantenimiento de altas tasas de crecimiento, al tiempo que han propuesto medidas que reforzarán el papel del mercado en la asignación de recursos y el rebalanceo hacia un mayor peso del consumo de las familias desde un modelo de inversión y exportaciones. Estos anuncios han de ser valorados como pasos en la dirección adecuada, pero su efectividad dependerá de su implementación y no están exentos de riesgos.

Por ejemplo, en lo que se refiere al sector financiero, las autoridades se siguen mostrando comprometidas con atajar las vulnerabilidades existentes, ligadas fundamentalmente al rápido crecimiento del crédito. Así, se están produciendo tensiones de liquidez en el mercado interbancario que afectan sobre todo a la denominada “banca en la sombra”.² Con ello no se ha logrado moderar el ritmo de crecimiento del crédito (gráfica 12), pero su repetición puede tener efectos no deseados en la estabilidad del sistema.

En todo caso, nuestras previsiones de 2014 y 2015 para la economía china se mantienen, confiando en el margen y la capacidad de actuación de las autoridades. Con todo, el riesgo de un ajuste brusco a la baja del crecimiento sería un evento especialmente dañino dado el tamaño de la economía china y su importancia en el comercio global.

Gráfica 11

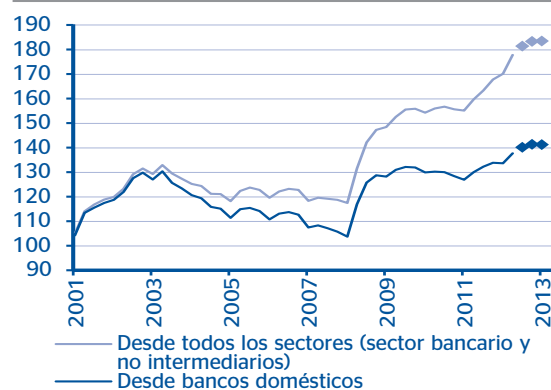
Crecimiento del PIB en economías emergentes (% t/t, corregidos de estacionalidad)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 12

China: crédito al sector privado no financiero, % PIB



Fuente: BBVA Research con datos de BIS y Haver Analytics

² El conjunto de instituciones y vehículos financieros que escapan de la regulación del sistema bancario cumpliendo sus mismas funciones de intermediar entre los agentes económicos con exceso/déficit de ahorro para acometer decisiones de consumo o inversión.

La zona euro prosigue su lenta recuperación, con el apoyo del BCE y con la unión bancaria en el punto de mira

Tras un inicio de año en recesión, la zona euro ha conseguido mantener una senda de expansión moderada a lo largo de la segunda parte del año, tal y como preveíamos en BBVA Research. Así, si se confirman nuestras previsiones, los datos del cuarto trimestre apuntan hacia un crecimiento interanual del 0.4%, que aunque moderado, es el mayor desde finales 2011. Detrás de esta ligera mejora está la perspectiva del creciente papel de la demanda doméstica, aunque el motor del crecimiento europeo en 2013 y 2014 ha sido y seguirá siendo el sector exportador.

Los factores que están apoyando la moderada recuperación de la actividad en el área del euro son: i) la recuperación de la demanda externa; ii) la sostenida mejora de las condiciones financieras, favorecida por la determinación y el compromiso del BCE con una política monetaria expansiva; y, por último y ligado con lo anterior, iii) los pasos dados hacia la unión bancaria, que han de reducir la fragmentación financiera que limita el papel de la política monetaria en el conjunto del área. En todo caso, no serían descartables periodos de inestabilidad conforme se acerquen eventos que puedan alterar el panorama de avances en la unión bancaria y en general de fortalecimiento de la unión monetaria en Europa. Entre estos eventos a los que estar atentos, cabría destacar, las elecciones al Parlamento Europeo, o novedades sobre las condiciones y los resultados de las pruebas de estrés de los balances bancarios.

Con todo, mantenemos nuestras previsiones para la zona euro en 2014 en el 1.1%, mientras que se espera un crecimiento del 1.9% en 2015. En cualquier caso, dada la continuada debilidad cíclica que proyectamos, se mantiene en el horizonte de previsión como evento de riesgo, aunque de baja probabilidad, un escenario en el que la posibilidad de deflación pueda ser relevante.

3 Después de la desaceleración, el repunte de la economía ha comenzado

3.1 Este año se acelerará el crecimiento y las reformas deberán continuar avanzando para mejorar la competitividad de la economía Mexicana

Durante el primer semestre de 2013 la economía mexicana experimentó una fuerte desaceleración, motivada por una débil demanda externa y por el estancamiento e incluso caída de importantes sectores de la actividad económica nacional, como fueron la manufactura, la minería y la construcción. En el segundo semestre se retomó el crecimiento, pero la recuperación fue más débil y lenta de lo esperado. La recuperación en la segunda parte del año provino principalmente de una mayor demanda externa, particularmente del buen desempeño del sector industrial de los Estados Unidos que importó más productos nacionales y del mejor desempeño del gasto público, por los procesos de reconstrucción tras los desastres naturales y la búsqueda de la reactivación económica.

Durante el primer trimestre de 2013 la actividad económica creció 2.8%, 0.5% en el segundo y 1.3% en el tercero, todos ellos con respecto a los trimestres de un año antes y con series desestacionalizadas (véase la gráfica 13). Para el cuarto trimestre esperamos que haya continuado la expansión de la economía, aunque de forma pausada, lo que se traduciría en un crecimiento anual del PIB de 1.2% en 2013 (véase la gráfica 14). Estimamos que el impulso en la economía continuará en 2014, con lo cual se alcanzaría un crecimiento anual de 3.4%. Todo ello sin tomar en cuenta los efectos de las reformas aprobadas en 2013, ya que consideramos que será en el mediano plazo cuando se logre su puesta en marcha y alcancen su maduración.

Gráfica 13

PIB México, 2010-2013

(Series desestacion. y originales, var. % a/a)



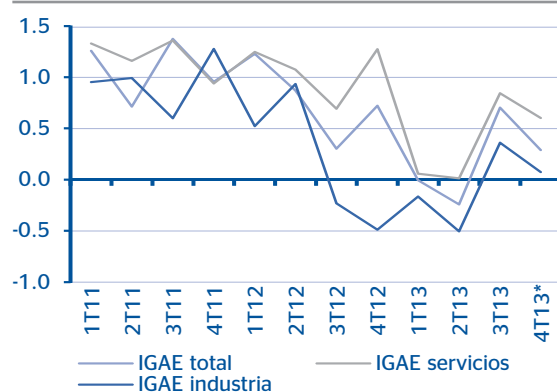
* 4T13 estimado.

Fuente: BBVA Research, con información del INEGI

Gráfica 14

Indicador Global de Actividad Económica, 2011-13

(Var. % t/t, ae)



*Dato de diciembre estimado. ae=ajustada por estacionalidad.

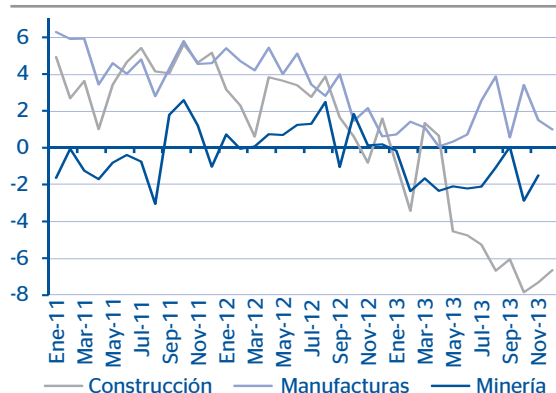
Fuente: BBVA Research, con información del INEGI

Como esperábamos, la recuperación de la actividad económica hacia el final de 2013 fue muy moderada debido a una recuperación lenta de la producción industrial y a un pausado desempeño de la demanda interna relacionada con un mercado laboral débil y segmentado. De acuerdo con el IGAE (con cifras desestacionalizadas) durante el mes de noviembre la agricultura cayó 4.0% interanual (a/a), la industria decreció 1.3% a/a y los servicios crecieron 1.1% a/a, con lo cual el IGAE total creció en

ese mismo mes apenas 0.1% a/a. Dentro del sector industrial, las manufacturas y la electricidad, gas y agua aumentaron en noviembre 1.5% y 0.4% a/a, respectivamente. La construcción mostró una caída de 6.6% y la minería descendió 2.9% con respecto a noviembre del año pasado. La recuperación de las manufacturas mexicanas se relaciona en buena medida con una mayor demanda externa, ya que la producción industrial de los Estados Unidos alcanzó nuevamente tasas de crecimiento elevadas (3.2% a/a en noviembre y 3.7% a/a en diciembre). En particular su producción manufacturera tuvo un crecimiento de 2.9% a/a en noviembre y 2.6% a/a en diciembre, aunque todavía está por debajo de lo observado en 2012 (3.4% y 3.3% a/a, respectivamente) (véanse las gráficas 15 y 16).

Gráfica 15

Producción industrial de México: componentes, 2011-2013, (var % a/a, ae)

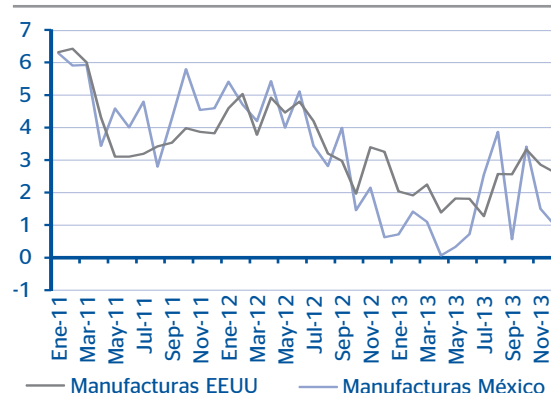


ae=ajustada por estacionalidad.

Fuente: BBVA Research, con información del INEGI

Gráfica 16

Producción manufacturera, 2011-2013 (Var % a/a, ae)



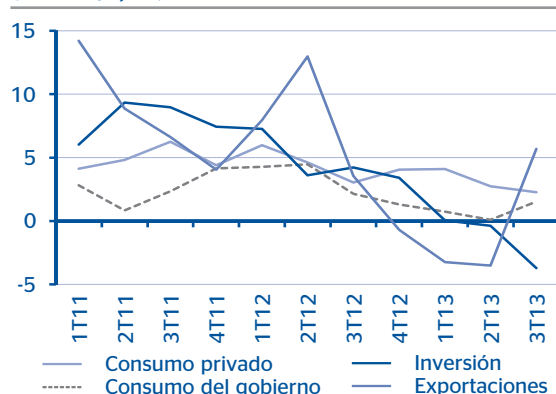
ae=ajustada por estacionalidad.

Fuente: BBVA Research, con información del INEGI

En 2013 casi todos los factores relacionados con la demanda interna del país tuvieron un desempeño muy moderado e incluso algunos de ellos fueron negativos (véase la gráfica 17). La menor creación de empleo, la poca variación en salarios reales, y la menor entrada de divisas por concepto de remesas provocaron un desempeño débil del consumo. El consumo privado creció 2.3% a/a en el tercer trimestre de 2013 (3.0% en el mismo trimestre de 2012) y el del sector público aumentó apenas 1.5% a/a (2.1% en igual trimestre de 2012). Esto se materializó en menores ventas al menudeo y ventas de la ANTAD durante los primeros tres trimestres del año, pero hacia el último trimestre se observó una recuperación moderada, la cual esperamos que continúe a lo largo de 2014 (véase la gráfica 18).

Gráfica 17

Demanda agregada: componentes, 2011-2013 (Var% a/a, ae)

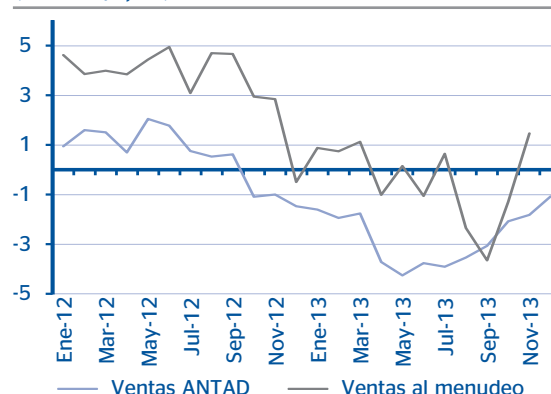


ae=ajustada por estacionalidad.

Fuente: BBVA Research, con información del INEGI

Gráfica 18

Ventas al menudeo y ventas ANTAD, 2012-2013 (var % a/a, ae)



ae=ajustada por estacionalidad.

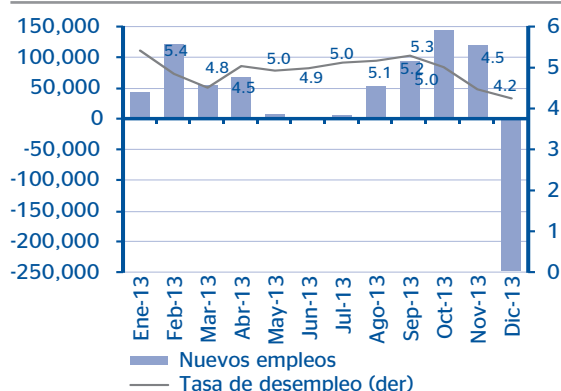
Fuente: BBVA Research, con información del INEGI

La creación de empleo formal anual en diciembre de 2013, vista mediante el número total de trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social, alcanzó 463 mil 018 plazas, es decir, aumentó 2.9% con respecto a 2012. Con ello, la tasa de desempleo abierto mostró un descenso para ubicarse en 4.25%, contra el 4.47% de diciembre de 2012 (véase la gráfica 19). Sin embargo, esto se compara negativamente con la creación de 711 mil 708 plazas formales entre 2011 y 2012.

En cuanto a la inversión, el 2013 fue un año de mal desempeño. En su variación trimestral (t/t), la inversión total mostró tres trimestres consecutivos de caída, a diferencia de otros ciclos, acompañado de descensos tanto en la inversión pública como en la privada. Esto es un signo de la debilidad del mercado interno y de la falta de encadenamientos productivos que potencien el crecimiento del país. Estimamos que el cuarto trimestre de 2013 mostrará un crecimiento de la inversión pública, en línea con el mayor presupuesto aprobado por el Congreso, lo cual se mantendrá a lo largo de 2014 (véase la gráfica 20).

Gráfica 19

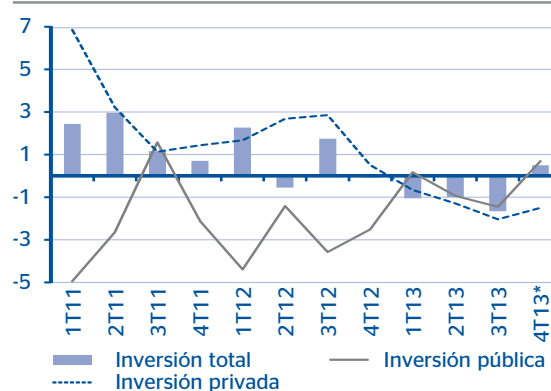
Creación de empleo y tasa de desempleo, 2013 (número de plazas y var % a/a)



Fuente: BBVA Research, con información del INEGI y la STPS.

Gráfica 20

Inversión: componentes, 2011-2013 (var % t/t, ae)



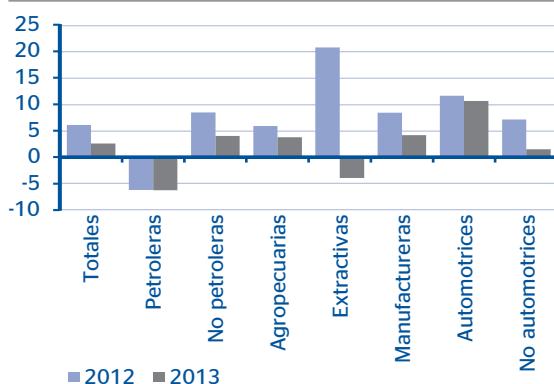
ae=ajustada por estacionalidad. * 4T13 estimado.

Fuente: BBVA Research, con información del INEGI

Por otra parte, en 2013 las exportaciones totales del país crecieron 2.6% a/a, cifra que se compara negativamente con el crecimiento de 6.1% en 2012. Las exportaciones no petroleras crecieron 4% a/a (8.5% en 2012), pero las petroleras cayeron 6.2% (igual que el año anterior). Al interior de las exportaciones no petroleras las manufacturas crecieron 4.2% (8.4% en 2012); las agropecuarias, 3.8% (5.9% en 2012); y las extractivas se redujeron 3.9% (20.7% en 2012). A diferencia de la mayoría de ramas manufactureras exportadoras, la industria automotriz mantuvo el crecimiento de sus exportaciones, al aumentar 10.6% en 2013, tasa que fue similar a la de 2012. En tanto, las exportaciones manufactureras no automotrices tuvieron un rezago al crecer 1.5% en 2013, contra un crecimiento de 7.1% el año anterior (véase la gráfica 21).

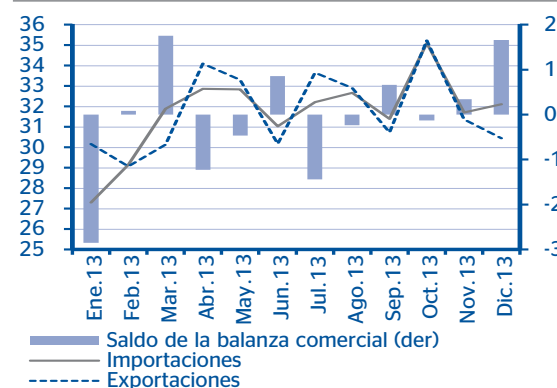
Por su parte, las importaciones registraron un incremento del 2.8% a/a (5.7% en 2012), debido principalmente al aumento en las importaciones de bienes de consumo (5.6% en 2013 vs 4.8% en 2012), le siguieron las de bienes intermedios (2.5% en 2013 vs 5.3% en 2012) y, por último, las de bienes de capital (1.3% en 2013 vs 10.1% en 2012). Con ello, la balanza comercial en 2013 tuvo un saldo negativo de (-)1,008.9 millones de dólares, en contraste con el déficit de apenas 46 millones de dólares de 2012 (véase la gráfica 22). Al cierre de 2013 se espera que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos del país se ubique en 1.3% como proporción del PIB en tanto que en 2012 éste fue algo menor y representó 1% del producto. Un déficit de cuenta corriente moderado como éste indica que las cuentas externas de la economía no reflejan grandes desequilibrios, además de no ser un factor que obstaculice al proceso de crecimiento económico del país. El punto anterior es relevante, pues esperamos que en 2014 el déficit en cuenta corriente sea de 1.5% del PIB, el cual también será un porcentaje manejable para la economía.

Gráfica 21

**Exportaciones totales y por sector, 2012-2013
(Var % a/a)**


Fuente: BBVA Research, con información del INEGI.

Gráfica 22

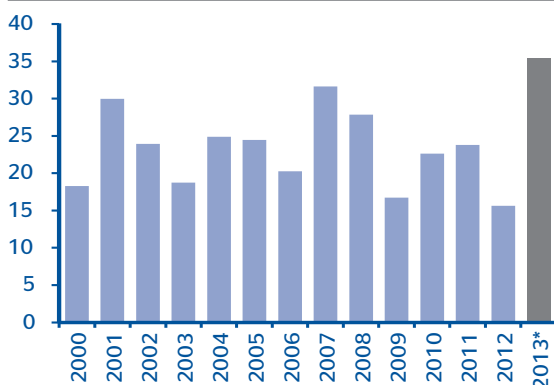
**Balanza comercial, 2013
(Miles de millones de dólares)**


Fuente: BBVA Research, con información del INEGI.

Hasta el tercer trimestre de 2013 la inversión extranjera directa (IED) recibida sumó 28,233.8 millones de dólares, frente a los 14,292.0 millones de dólares en todo el 2012. Este aumento se debió en parte a los ingresos extraordinarios de la venta del grupo Modelo, por lo que en 2013 la IED podría alcanzar los 35,437 millones de dólares (véase la gráfica 23). No obstante, es un crecimiento importante que contribuye al desarrollo y confianza en la economía.

Por su parte, las remesas familiares enviadas hacia México mostraron una recuperación al final del año impulsadas por una mejora en las condiciones laborales en EE.UU. La Oficina de Estadísticas Laborales de los EE.UU. reportó que en el pasado mes de diciembre se registró una tasa de desempleo en ese país de 6.7%, la menor observada desde 2008. Además, los datos del Departamento del Trabajo de los EE.UU. indican que hubo una disminución del 9.8% en los reclamos vigentes y nuevos del seguro de desempleo, al comparar los datos de la última semana de diciembre de 2013 respecto de 2012. Estas mejoras en los indicadores de empleo en los Estados Unidos, benefició las condiciones laborales de los migrantes mexicanos en ese país y generaron un efecto positivo en las remesas enviadas a México en ese periodo. En el mes de diciembre de 2013 las remesas que ingresaron a México alcanzaron los 1,798.5 millones de dólares, es decir, un crecimiento de 5.5% a/a (véase la gráfica 24).

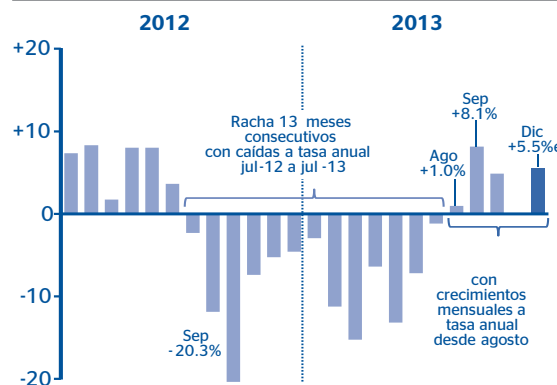
Gráfica 23

**Inversión extranjera directa, 2000-2013
(Miles de millones de dólares)**


*Estimaciones de BBVA.

Fuente: BBVA Research, con información de la Secretaría de economía.

Gráfica 24

**Remesas familiares a México, 2012-2013
(var % a/a en dólares)**


e: estimación BBVA.

Fuente: BBVA Research, con datos de Banxico

En el tema de las finanzas públicas, de acuerdo con datos de la SHCP, en 2013 los ingresos presupuestarios del gobierno aumentaron en términos reales 4.3%, respecto a igual periodo de 2012. Destacó el aumento de 4.4% de los ingresos tributarios no petroleros debido entre otras cosas a los recursos extraordinarios generados por la venta del Grupo Modelo. El gasto total neto del sector público presupuestario creció 2.8% con respecto a 2012. En sus componentes, el gasto corriente disminuyó 0.3% en términos reales, en tanto el gasto en inversión física aumentó 3.8%, también en términos reales. Con ello, las finanzas públicas registraron un déficit de 375 mil 300 millones de pesos, cifra que representó el 2.3% del PIB de ese año. Este déficit fue el resultado de un gasto presupuestal del sector público que equivalió a 25.6% del PIB en tanto que la contraparte de ingresos fue menor y ascendió a 23.3%. Si no se considera la inversión de PEMEX el déficit alcanzó los 46 mil 700 millones de pesos, equivalente al 0.3% del PIB, y esta cifra es menor al déficit esperado en el Paquete Económico de 2014 (0.4% del PIB).

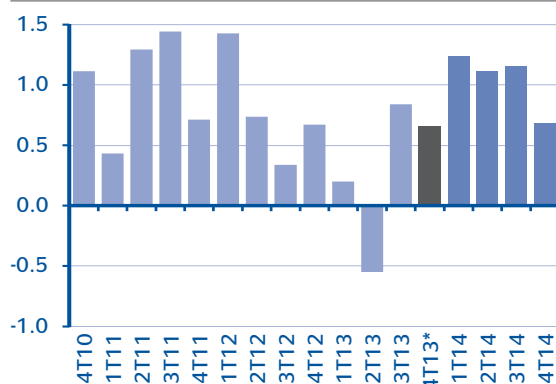
Al cierre de 2013, la deuda neta del sector público federal fue equivalente al 35.0% del PIB, es decir, 1.7 puntos porcentuales superior a la registrada en diciembre de 2012. En tanto, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público fue equivalente a 38.3% del PIB, 1.7 puntos porcentuales superior al cierre de 2012. Estos niveles de deuda se comparan favorablemente a nivel internacional con países de igual o mayor grado de desarrollo. Para 2014 se aprobó un déficit del sector público de 620 mil 400 millones de pesos, los cuales representarán el 3.5% del PIB de ese año (1.5% si se excluye a la inversión de Pemex). Esto será consecuencia de un gasto y de ingresos del sector público de 25.3% y 21.8% del PIB de ese año, respectivamente. Se espera que este déficit vaya disminuyendo de forma paulatina para asegurar la estabilidad fiscal.

Según lo indicado por la SHCP en los criterios Generales de Política Económica, ese déficit ayudará a incrementar el gasto en infraestructura y seguridad social, así como también proveerá un estímulo contracíclico a la economía. Además, la SHCP espera que para 2017 se regrese al presupuesto balanceado. Esto último sucederá en la medida en que la economía muestre mayor dinamismo y que el avance y la implementación de las reformas estructurales que el país está llevando a cabo se den de manera satisfactoria. Sobre este punto es deseable, en términos de la salud de las finanzas públicas y el desarrollo del país, que se den dos condiciones importantes. Por un lado, la instrumentación de las reformas estructurales deberá llevarse a cabo de manera adecuada, de tal forma que se reflejen en un mayor ritmo de crecimiento económico. Por otro lado, el gasto público que se realice deberá de regirse por criterios de eficiencia para que los sectores que lo reciban contribuyan a apuntalar y fortalecer el crecimiento económico actual y futuro del país.

La competitividad de la economía mexicana, evaluada en el índice de competitividad global del Foro Económico Mundial, se ubicó en 2013 en el lugar 55 de 148 países en el mundo. A nivel regional México se encuentra relativamente mejor posicionado en los diferentes índices de competitividad que otros países de América Latina. De hecho supera a naciones agrupadas en los llamados BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica). En febrero de 2014 la agencia calificadora Moody's Investors Services elevó la calificación crediticia de la deuda soberana de México de Baa1 a A3 con perspectiva estable, debido a la aprobación de las reformas estructurales, al fortalecimiento de las finanzas públicas con un mayor ahorro gubernamental y a la homologación con países con un perfil crediticio similar. En este sentido, gracias a las reformas y a la estabilidad económica, México se ha diferenciado favorablemente entre los mercados emergentes. Sin embargo, México aún tiene grandes retos para mejorar su posición de competitividad a nivel internacional y aumentar su desarrollo y crecimiento económico (véase el recuadro 1).

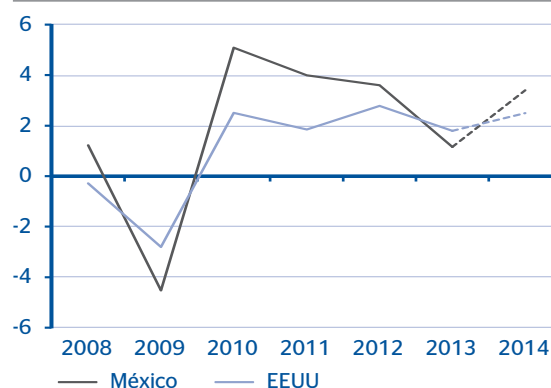
En línea con nuestras estimaciones, la economía mexicana experimentó una moderada recuperación económica durante la segunda mitad de 2013, con lo que se alcanzaría un crecimiento de 1.2% en 2013. Para 2014 estimamos un mayor crecimiento de 3.4% debido a una mayor ejecución del gasto e inversión pública, vinculado en parte a las obras de reconstrucción originadas por los desastres naturales; también debido a la recuperación de empleo formal, lo que favorecerá el incremento del consumo privado; y a un mejor desempeño de la economía estadounidense y la consecuente demanda de bienes y servicios mexicanos. Estos factores nos llevarían a tener una tasa de crecimiento mayor a la de nuestro principal socio comercial (véanse las gráficas 25 y 26).

Gráfica 25

**Crecimiento trimestral del PIB de México, 2011-14
(Var % t/t, ae)**


ae=ajustada por estacionalidad. *Estimaciones de BBVA a partir del 4T13.
Fuente: BBVA Research, con información del INEGI.

Gráfica 26

**PIB de México y los Estados Unidos, 2008-2014
(Var % a/a, ae)**


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

En los últimos veinte años México ha tenido una política macroeconómica prudente y estable, pero persisten grandes retos. Dentro de las fortalezas del país hay que destacar que México es un país con una gran apertura comercial, es una de las naciones con un gran número de tratados de libre comercio en el mundo. De acuerdo con la Secretaría de Economía, México cuenta con una red de 10 Tratados de Libre Comercio con 45 países (TLCs), 30 Acuerdos para la Promoción y Protección Recíproca de las Inversiones (APPRIs) y 9 acuerdos de alcance limitado (Acuerdos de Complementación Económica y Acuerdos de Alcance Parcial) en el marco de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI).

Por otra parte, México cuenta con una amplia población demandante de bienes y servicios (118.4 millones de habitantes en 2013) y es una de las naciones en el mundo con más atracción de inversión extranjera directa, vinculada a la estabilidad política y económica que la ha caracterizado ya por varias décadas (de acuerdo con la Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo - UNCTAD-, en 2013 México se ubicó en el sitio 12 a nivel mundial, fue el séptimo entre las economías emergentes y el tercero en América Latina).

Sin embargo, en el contexto macroeconómico actual se hacen evidentes ciertas debilidades de la economía mexicana. En las últimas dos décadas México ha tenido un crecimiento promedio anual de 2.6%, insuficiente para generar los empleos formales y de calidad que cada año se requieren para fortalecer su mercado interno y el bienestar de la sociedad. Persiste la necesidad de mejorar el sistema impositivo de manera que se aumente la eficiencia recaudatoria y se amplíe la base de contribuyentes que dé al Estado los instrumentos para fortalecer la provisión de bienes públicos y ampliar la red de seguridad social. También hay un aprovechamiento insuficiente del potencial energético del país que podría ser una fuente de competitividad para las empresas. Asimismo persiste la segmentación educacional que no permite se reduzcan las desigualdades creando las condiciones para un país más seguro, entre otros retos.

Las reformas estructurales que fueron aprobadas en 2013 en diversos ámbitos, una vez que cuenten con sus respectivas leyes secundarias y empiecen a tener vigencia, son elementos que acotarán algunas de las debilidades de la economía, como se ha señalado. En este sentido, es importante que en 2014 se consolide la implementación de las reformas aprobadas y continúe el esfuerzo de la clase política, la iniciativa privada y la sociedad mexicana en general para que la economía del país crezca a tasas más altas y todos los segmentos de la sociedad puedan tener un mejor futuro.

Recuadro 1: Situación y retos de la competitividad de la economía mexicana

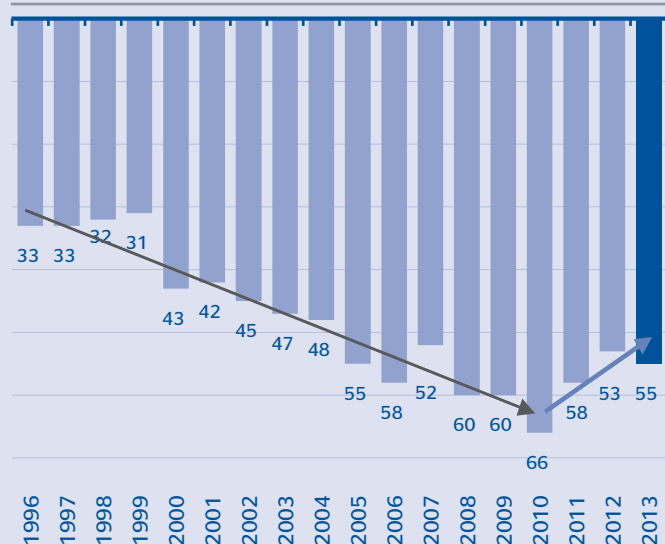
Es bien sabido que el desarrollo y el crecimiento de una nación están estrechamente ligados a su competitividad, entendida ésta como el conjunto de instituciones, políticas y factores que determinan el nivel de productividad de un país o la capacidad que éste tiene para atraer y retener inversión y talento. Sin embargo, para muchos países en el mundo, entre ellos México, alcanzar un mayor nivel de competitividad se ha vuelto un reto difícil de alcanzar. Según el Foro Económico Mundial, en su índice de competitividad global (2013-2014), México se ubicó en 2013 en la posición 55 de 148 países evaluados, nivel similar al del 2005. Además, cayó dos posiciones con respecto al 2012, pero más preocupante es que desde 1996 (aun considerando la entrada de más países en la evaluación) México ha perdido posiciones en este índice. Esto se debió principalmente por retrocesos en indicadores como corrupción, crimen y robo, burocracia e ineficiencia del gobierno, regulaciones impositivas poco eficientes, regulaciones laborales restrictivas, inadecuada infraestructura, insuficiente capacidad para innovar, fuerza laboral poco capacitada, entre otras. A partir de 2010 se han remontado posiciones, pero de una manera pausada (véase la gráfica 27).

Para 2013, de los 12 subíndices evaluados del indicador de competitividad global, la eficiencia en el mercado laboral de México fue el peor calificado al ubicarse en el lugar 113 de 148. Le siguieron las instituciones (96), la educación superior y la capacitación (85), la eficiencia en el mercado de bienes (83), la preparación tecnológica (74), y salud y educación primaria (73), todas ellas por debajo de la posición 70. El factor o subíndice mejor posicionado en la evaluación fue el tamaño del mercado, en el lugar 11. Atrás de éste estuvieron el ambiente macroeconómico (49), la sofisticación en los negocios (55), el desarrollo de los mercados financieros (59), la innovación (61) y la infraestructura (64).

En los diversos índices de comparación internacional México se ubicó muy por debajo de las diez primeras naciones, por lo general en el tercer tercio de la tabla. Sin embargo, su posición relativa fue similar e incluso estuvo por encima de la mayoría de los países conocidos como BRICS. Por ejemplo, en el índice de competitividad global 2013, de los BRICS, sólo China (29) y Sudáfrica (53) estuvieron por encima de México (55). A éste le siguieron Brasil (56), India (60) y Rusia (64) (véase el cuadro 1). En el índice de competitividad internacional de 2013 del Instituto Mexicano para la Competitividad (IMCO),

Gráfica 27

México: posiciones en el índice de competitividad global, 1996-2013*



*Nota: Hacia la posición número 1 se encuentran los países mejor posicionados en competitividad a nivel mundial.

Fuente: BBVA Research, con datos del Foro Económico Mundial, Banco Mundial.

Cuadro 1

Índices de comparación internacional, países seleccionados, 2013-2014

Competitividad global 2013-2014 (Foro Económico Mundial), clasif. sobre 148 países		Competitividad internacional 2013 (IMCO), clasificación sobre 46 países		Doing Business Report 2014 (Banco Mundial), clasificación sobre 189 países	
Suiza	1	Suiza	1	Singapur	1
Singapur	2	Dinamarca	2	Hong Kong	2
Finlandia	3	Suecia	3	Nueva Zelanda	3
Alemania	4	Holanda	4	Estados Unidos	4
Estados Unidos	5	Irlanda	5	Dinamarca	5
Suecia	6	Reino Unido	6	Malaysia	6
Hong Kong	7	Bélgica	7	Corea, Rep.	7
Holanda	8	Japón	8	Georgia	8
Japón	9	Australia	9	Noruega	9
Reino Unido	10	Noruega	10	Reino Unido	10
China	29	Brasil	31	Sudáfrica	41
Sudáfrica	53	México	32	México	53
México	55	Sudáfrica	33	Rusia	92
Brasil	56	China	36	China	96
India	60	Rusia	40	Brasil	116
Rusia	64	India	42	India	134
Yemen	145	Bolivia	43	Sudán del sur	186
Burundi	146	Guatemala	44	Libia	187
Guinea	147	Nicaragua	45	Rep. Centrafricana	188
Chad	148	Venezuela	46	Chad	189

Fuente: BBVA Research, con datos del Foro Económico Mundial, Banco Mundial e IMCO.

México se ubicó en el lugar 32 de 46 países evaluados. Brasil ocupó la posición 31, Sudáfrica 33, China 36, Rusia 40 e India 42. En cuanto al indicador Doing Business 2014, del Banco Mundial, que evalúa la facilidad para hacer negocios en un país, México ocupó la posición 53 de 189 países evaluados. Sudáfrica tuvo el lugar 41 y muy por debajo se ubicaron países como Rusia (92), China (96), Brasil (116) e India (134). Esto indica que México tiene potencial para alcanzar una mayor competitividad y un crecimiento económico elevado. A pesar de sus rezagos, México tiene una economía atractiva para las inversiones nacionales y extranjeras. Por lo que parte de un punto favorable que le podría permitir situarse en el futuro entre los países mejor posicionados.

A detalle, en la gráfica 28 se muestra una comparación de la puntuación de México en cada uno de los subíndices de competitividad global con respecto al país mejor ubicado en la evaluación (Suiza), al mejor de los BRICS (China) y al mejor ubicado en América Latina (Chile). En la mayoría de los subíndices México se encuentra peor posicionado que sus contrapartes, incluso en el subíndice de ambiente macroeconómico, a pesar de que este aspecto ha sido uno de los más estables y favorables para México en varias décadas. Sólo en tamaño de mercado México es superior a Suiza, el país mejor evaluado en competitividad a nivel global. Ahora, otra vez, si comparamos a México con cada uno de los BRICS el país queda en una mejor posición; de hecho, aquí supera en ambiente macroeconómico y en salud y educación primaria a la India, Brasil y Sudáfrica. Además, en ningún caso México estuvo peor ubicado que el país con menor evaluación de los BRICS en cada subíndice (véase la gráfica 29).

Gráfica 28

Puntuación en los subíndices de competitividad global del país mejor ubicado (Suiza), el mejor de los BRICS (China), el mejor de América Latina y México, 2013-2014*



*Nota: Más cerca del centro el país está peor posicionado y viceversa.

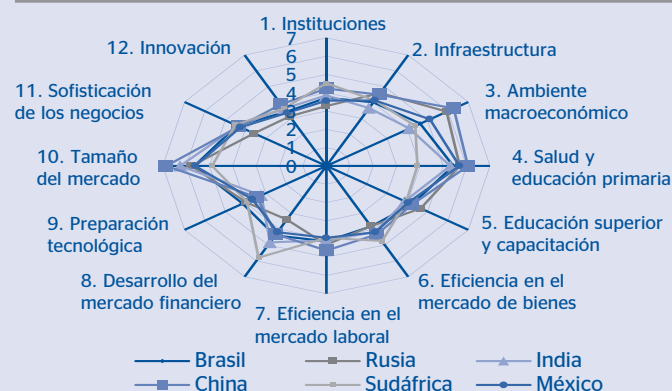
Fuente: BBVA Research, con datos del Foro Económico Mundial, Banco Mundial.

A nivel estatal, el índice de competitividad del IMCO muestra que el Distrito Federal fue la entidad que mejor posicionada quedó en el 2012. Esto debido a que la inversión por trabajador se ubicó en 10,459 pesos anuales, el porcentaje de personas mayores a 25 años con estudios superiores (retención de talento) alcanzó el 40% del total y el PIB per cápita llegó a 169,798 pesos al año. En las cuatro posiciones siguientes estuvieron Nuevo León, Baja California Sur, Coahuila y Querétaro. En los últimos tres sitios se ubicaron Guerrero, Chiapas y Oaxaca, en ese orden, con inversiones por trabajador inferiores a los 2,000 pesos, un PIB per cápita de alrededor de los 40,000 pesos al año y una retención de talento inferior al 18%. Por su parte, el índice de competitividad estatal para 2012 del Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM) reportó resultados muy similares. Por ejemplo, el Distrito Federal, Nuevo León y Querétaro se encuentran entre las entidades más competitivas; mientras que las que más avanzaron en ese índice fueron Tabasco, Campeche y Morelos.

En suma, estos resultados señalan la necesidad de fortalecer la competitividad del país, aumentar la productividad, reducir la informalidad, disminuir la inseguridad, mejorar el mercado laboral, impulsar una educación de calidad, fortalecer la innovación y el desarrollo científico-tecnológico, y conservar el medio ambiente. Las reformas estructurales aprobadas pretenden lograr ese objetivo. Sólo con una exitosa implementación de estas reformas México alcanzará una mejor competitividad, y un mayor estadio de desarrollo y crecimiento económico sostenido y sustentable.

Gráfica 29

Puntuación en los subíndices de competitividad global de los BRICS y México, 2013-2014*



*Nota: Más cerca del centro el país está peor posicionado y viceversa.

Fuente: BBVA Research, con datos del Foro Económico Mundial, Banco Mundial.

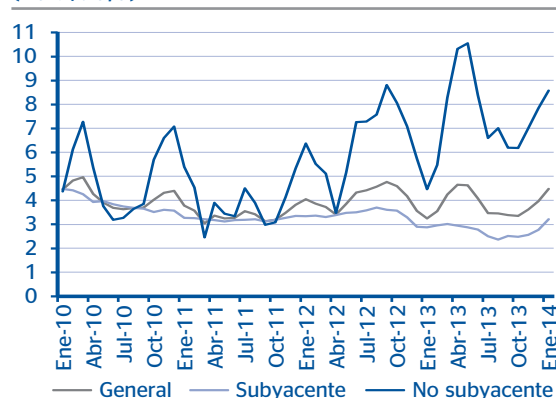
3.2 La inflación repuntó como se esperaba al arranque del año por el efecto de la reforma fiscal, pero las presiones serán transitorias

Anticipamos que la inflación general se ubicará en diciembre de 2014 en un nivel similar al del cierre de 2013, nuevamente apenas por debajo de 4.0%, cercana a 3.93%. Como se anticipaba, el choque de oferta derivado de los cambios fiscales provocó un rebote importante de la inflación en el primer mes del año: acelerándose en términos anuales de 3.97% en diciembre de 2013 a 4.48% en enero de 2014, nivel por encima del rango alrededor del objetivo de Banxico de 3.0% +/- 1pp (gráfica 30). Dicha aceleración reflejó el efecto de la reforma fiscal –principalmente los nuevos impuestos a combustibles, bebidas azucaradas y comida con alto contenido energético-. De hecho, el aumento de los precios observado en enero refuerza nuestra perspectiva de ausencia de efectos de segundo ronda, ya que no se dio ninguna aceleración evidente en los precios no relacionados con los bienes a los que se les aplicaron nuevos impuestos a partir de este año. Lo anterior, aunado a la todavía elevada holgura de la economía, hace que sigamos previendo que las presiones derivadas del choque fiscal serán transitorias.

No obstante, a pesar de que a partir de febrero la inflación general retomará una tendencia decreciente, y se ubicará por debajo de 4.0% en marzo (3.87%), el choque fiscal de enero y efectos base importantes en el verano llevarán a la inflación general a ubicarse en dos ocasiones durante 2014 en torno a 4.5%, lo que se traducirá en niveles promedio de inflación anual mayores a los observados el año pasado: 4.3% en 2014, frente a la media de 3.8% observada en 2013. Por su parte, el efecto de los cambios fiscales en la inflación subyacente también fue relevante. En términos anuales, ésta se aceleró a 3.2% en enero de este año desde su nivel de cierre de 2013 de 2.8%. Prevemos que cerrará este año alrededor de 3.46% y que promediará durante el año 3.3% (0.57pp más que en 2013).

Gráfica 30

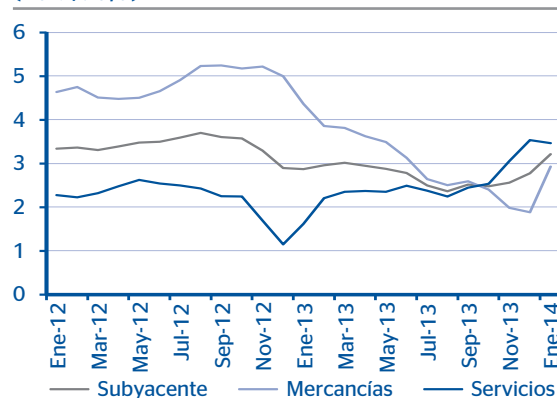
Inflación y componentes (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 31

Inflación subyacente y componentes (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Si consideramos la inflación subyacente, la que mejor indica el comportamiento de mediano plazo de la inflación, el desempeño reciente de la inflación ha sido muy favorable. Su tendencia en los primeros tres trimestres de 2013 fue decreciente, favorecida por la debilidad del ciclo económico y la consecuente holgura que se tradujo en ausencia de presiones de demanda sobre los precios. En todos los trimestres del año pasado, la inflación subyacente promedió menos de 3.0%: 2.95% en el 1T13, 2.87% en el 2T13, 2.46% en el 3T13, y 2.61% en el 4T13, marcando mínimos históricos tanto el nivel del cierre de año (2.78%), como el promedio (2.72%) y el nivel de 2.37% alcanzado en agosto. Este favorable desempeño fue posible por la evolución de la inflación de las mercancías, la cual se moderó de manera continua desde noviembre de 2012 hasta diciembre de 2013, antes de experimentar una inflexión en enero de 2014 como consecuencia del choque fiscal (gráfica 31). A su interior, el menor ritmo de aumento de estos precios se explica por tendencias a la baja tanto en la inflación anual del subíndice de alimentos como

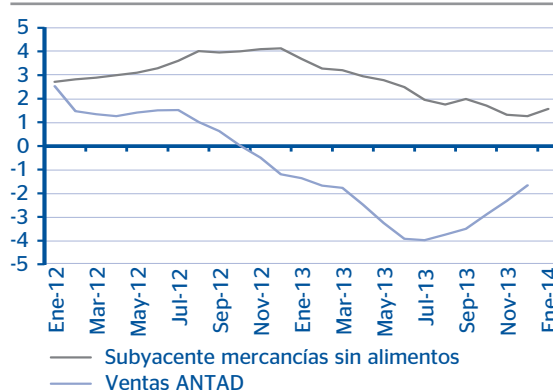
en la del subíndice de otras mercancías. La moderación de la inflación del subíndice de alimentos fue favorecida por la significativa caída durante el año de los precios internacionales de los granos, y en menor medida por la apreciación del peso en los primeros meses del año. Por su parte, el favorable desempeño del subíndice de otras mercancías se explica en parte por la fortaleza del peso, pero en mayor medida parece haber respondido a la debilidad económica (gráfica 32) que pudo haber estado limitando los aumentos de precios de las empresas.

Por su parte, la holgura de la economía también ha favorecido al componente de servicios de la inflación subyacente (gráfica 33). La inflación anual de este subíndice se mantuvo baja y estable de enero a octubre de 2013 (2.30% en promedio), antes de repuntar en los últimos dos meses del año hasta niveles de 3.5% como consecuencia de fuertes aumentos en los precios de la telefonía móvil y mantenerse en ese nivel en enero de 2014 por aumentos mayores a los anticipados en los precios de las loncherías y los restaurantes. De hecho, este es uno de los subíndices a los que habrá que estar atentos hacia delante para determinar si la inflación subyacente está en riesgo de entrar en un proceso de aceleración. Los precios de la telefonía móvil han observado una alta volatilidad, llevando a la inflación interanual del componente otros servicios a extremos de -0.72% a/a en diciembre de 2012 y 4.69% a/a en diciembre de 2013.

Para intentar aislar los precios de esta fuente de volatilidad y analizar de forma más clara la tendencia del subíndice de servicios se construye un subíndice sin los precios de la telefonía móvil. Asimismo, se eliminan los precios de la vivienda y educación de este subíndice considerando que su comportamiento es más estacional y algo menos relacionado con el ciclo económico. La aceleración de la inflación anual de este subíndice ocurre principalmente en enero de este año y responde al fuerte aumento de los precios de las loncherías y los restaurantes que en conjunto representan 45% del componente otros servicios sin los precios de la telefonía móvil (gráfica 33). Este fuerte aumento en enero de los servicios relacionados con los alimentos representó la principal sorpresa alcista de los datos de inflación de dicho mes. Los precios de las loncherías aumentaron mensualmente 1.85% y los de los restaurantes 1.52%. Si bien dicho aumento puede haberse originado en parte debido a subidas de precios de los restauranteros en los productos con nuevos impuestos (e.g., bebidas azucaradas), también podría haber respondido a un traslado de precios de insumos que se habían encarecido en los últimos meses del año como consecuencia de los fuertes incrementos de los alimentos no procesados.

Gráfica 32

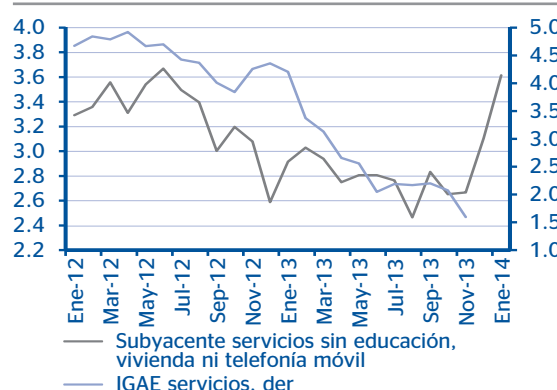
Inflación subyacente mercancías sin alimentos y ventas ANTAD, ae
(Var. % a/a y var. % a/a, pm3m)



ae: Ajustada por estacionalidad
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 33

Inflación subyacente servicios sin educación, vivienda y telefonía móvil* e IGAE servicios, ae
(Var. % a/a y var. a/a, pm3m)



ae: Ajustada por estacionalidad
* A partir de índice propio construido por BBVA Research
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Así, ante la perspectiva de recuperación gradual de la economía no anticipamos presiones de demanda como tampoco prevemos tensiones financieras que deprecien sustancialmente al peso ni una aceleración global suficientemente relevante como para provocar una aceleración significativa de los

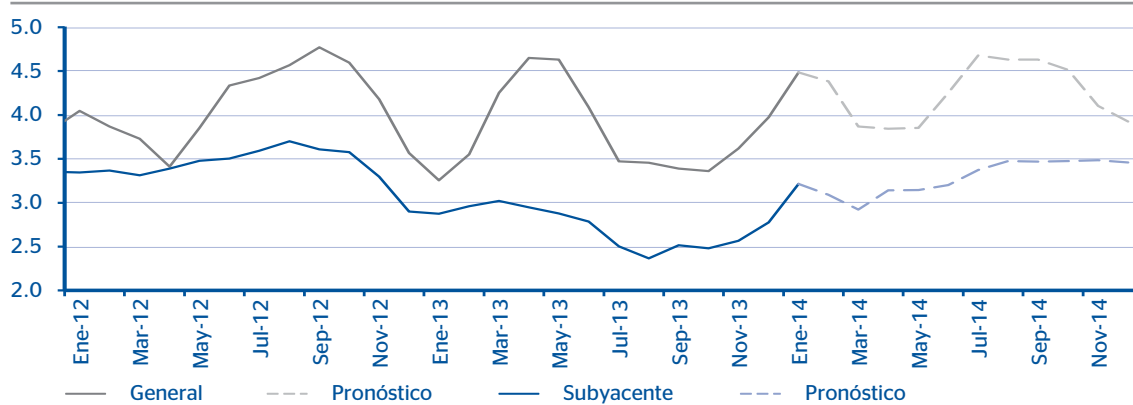
precios de las materias primas. No obstante, los determinantes de la inflación implican un contexto algo menos favorable para los precios subyacentes que el observado en 2013. En consecuencia, si bien estimamos que la inflación subyacente permanecerá moderada por más tiempo, prevemos que ésta se acelerará ligeramente a lo largo del año, para promediar 3.1% en el 1S14, 3.5% en el 2S14, y 3.3% en 2014. Buena parte de esta aceleración responde a efectos base al no prever que se repitan los movimientos mensuales históricamente bajos observados de abril a agosto de 2013 (0.11% mensual en promedio). Así, tras el efecto del choque fiscal anticipamos incrementos mensuales promedio de 0.23% para la inflación subyacente durante este año, igual al promedio de todo el año pasado y similar al incremento de 0.24% observado en los últimos cuatro meses del año pasado.

En cuanto a la inflación no subyacente, ésta se vio expuesta a diversos choques de oferta durante los últimos cinco meses del año pasado. En promedio, durante el periodo agosto-diciembre de 2013 los precios de las frutas y verduras aumentaron 3.62% mensual, en parte, como consecuencia de los efectos rezagados de las inundaciones que ocurrieron en diversos estados del país. Este desfavorable comportamiento en la segunda mitad del año estuvo detrás del incremento de la inflación general. De momento, hacia delante no se prevén nuevos choques de oferta. Pero dados los niveles de inflación actuales, la ocurrencia de alguno de magnitud relevante, en particular durante el verano, podría sesgar al alza la inflación e imprimir un riesgo de que ésta se acerque a niveles de 5.0%.

En resumen, el efecto de la reforma fiscal será transitorio, pero el fuerte incremento de los precios tanto generales como subyacentes derivado de los nuevos impuestos aunado a efectos base desfavorables provocará mayores niveles promedio de inflación general durante 2014. Por su parte, en un contexto de gradual recuperación y reducción de la liquidez global, no anticipamos que se repitan en este año las condiciones favorables para la inflación subyacente ocurridas el año pasado, por lo que esperamos una tendencia de moderada subida a lo largo del año en este componente (ver gráfica 34). Además, de acuerdo a nuestro escenario base, la dinámica de inflación prevista tanto para la inflación general como para la subyacente es la más probable (ver recuadro 2).

Gráfica 34

Perspectivas de inflación (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Recuadro 2: Tras el choque fiscal, ¿en qué nivel se ubicará la inflación al cierre de 2014 y a inicios de 2015? Un modelo probit ordenado permite estimar las probabilidades por rangos

En enero, como consecuencia del efecto en precios del choque fiscal –principalmente, nuevos impuestos en combustibles, bebidas azucaradas y comida con alto contenido calórico–, la inflación interanual repuntó a 4.48% después de haber cerrado el 2013 en 3.97%. Si bien el dato de enero no reflejó efectos de segundo orden derivados del choque fiscal y nuestra perspectiva es que no se presenten hacia adelante, el efecto fue lo suficientemente relevante para que las perspectivas de inflación presenten un mayor grado de incertidumbre. Con el fin de cuantificar la incertidumbre sobre la variación de precios, estimamos la probabilidad de ocurrencia de distintos rangos de inflación, es decir, intentamos acotar la incertidumbre en relación al comportamiento de los determinantes de los precios.

Un modelo probit ordenado para acotar la incertidumbre

Para realizar lo anterior, identificamos y reestimamos un modelo tipo probit ordenado,¹ el cual es un modelo de opciones cualitativas que asigna una probabilidad a que la variable dependiente –la inflación– caiga en un determinado rango. En este caso los rangos son los siguientes: de 0.00% a 3.00%, de 3.01% a 3.50%, de 3.51% a 4.00%, de 4.01% a 4.50%, de 4.51 a 5.00%, de 5.01% a 6.00% y de 6.01% en adelante.

Para determinar la probabilidad de que la inflación se ubique en cada uno de esos rangos estimamos un modelo probit ordenado. El periodo muestral comprende datos mensuales desde enero de 2000 hasta enero de 2014. La ecuación a estimar es la siguiente:

$$\text{INPC}^*_t = \beta_1 \Delta \log(\text{Salario}_t) + \beta_2 \Delta \log(\text{Precios de distribución}_t) + \beta_3 \Delta \log(\text{Tipo de Cambio}_t) + \beta_4 \Delta \log(\text{Precio del maíz}_t) + \beta_5 \Delta \log(\text{Índice de expectativa de inflación}_t) + \beta_6 \Delta \log \text{INPC}_{t-2} + u_t$$

Donde t representa el periodo, e INPC^*_t es una variable cualitativa que indica el rango en el que se encuentra la inflación en el periodo, la cual está definida como:

1 si $3.00 \geq \text{inflación} \geq 0.00$

2 si $3.50 \geq \text{inflación} \geq 3.01$

3 si $4.00 \geq \text{inflación} \geq 3.51$

$\text{INPC}^* = 4$ si $4.50 \geq \text{inflación} \geq 4.01$

5 si $5.00 \geq \text{inflación} \geq 4.51$

6 si $6.00 \geq \text{inflación} \geq 5.01$

7 si $\text{inflación} \geq 6.01$, para todo t

Los determinantes utilizados son aquellos que se identificaron en el Observatorio Económico “La inflación, al ritmo de la holgura de factores productivos” como las variables más relevantes para explicar la inflación en México. La estimación se realiza en diferencias de 12 meses debido a que las series siguen un proceso de raíz unitaria y tal transformación permite estimar un proceso estacionario. La misma especificación se aplica a la inflación subyacente. En la tabla final se presentan los resultados de la estimación del modelo.

Las estimaciones muestran que los salarios, los costos de transporte y el tipo de cambio son significativos tanto en la inflación general como en la subyacente y tienen el signo esperado (positivo). El precio del maíz es significativo en el caso de la inflación general mientras que las expectativas de inflación a 12 meses lo son en el caso de la subyacente. El alto coeficiente de la inflación general rezagada muestra que los precios son persistentes.

La estimación de las probabilidades se basa en el escenario base de BBVA Research para 2014 y 2015.² Las probabilidades reflejan incertidumbre respecto al cumplimiento de la meta al cierre de 2014. De hecho, tal y como lo sugiere nuestra previsión de fin de año (3.93%), lo más probable es que la inflación general se ubique en torno a 4.0% en diciembre de 2014. Los resultados sugieren que ésta se ubicará entre 3.5% y 4.5% con el 64% de probabilidad, sin un sesgo claro de que se ubique ligeramente por debajo de 4.0% ó ligeramente por arriba de ese nivel: la probabilidad de los rangos de entre 3.5%-4.0% y 4.0%-4.5% es en ambos casos de 32%; véase gráfica 35). El modelo también parece sugerir dos cosas: i) que las presiones inflacionarias derivadas del choque fiscal serán transitorias. Por ejemplo, para el periodo mayo-junio, el modelo asigna una probabilidad cercana al 70% a que la inflación se ubicará dentro de alguno de los rangos por debajo de 4.0%; y ii) que el próximo año el cumplimiento

¹ Basándonos en el modelo probit ordenado mostrado en el Observatorio Económico “La inflación se encontrará al final de 2012 entre 3.5 y 4.0% con el 60% de probabilidad”.

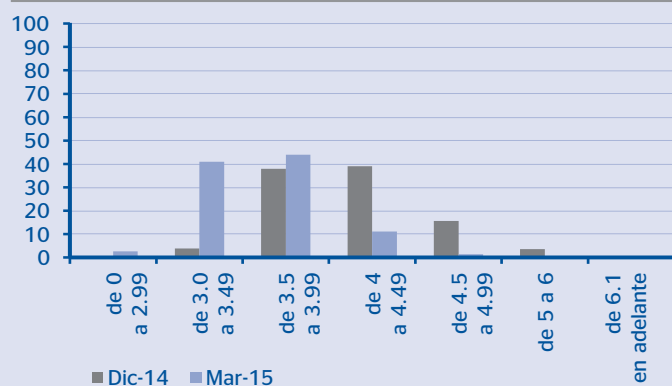
² Se considera que los precios de las materias primas repuntarán ligeramente. En el caso de México el precio del maíz es especialmente relevante por su peso en la canasta de consumo y nuestro supuesto es que tras la fuerte caída de los precios internacionales durante 2013 (-396%), este año irá aumentando gradualmente hasta alcanzar al cierre un alza en torno a 5.0% a/a. El resto del escenario económico es el siguiente. Un crecimiento del PIB de 3.4% y 3.0% en 2014 y 2015, respectivamente, que se traslada a salarios (anticipamos crecimientos reales 0.12pp y 0.50pp, en 2014 y 2015, respectivamente). Para los precios de transporte estimamos un incremento similar al de 2013, el cual es también similar al promedio observado durante el periodo 2007-2013. Para el tipo de cambio consideramos una ligera apreciación para llegar a niveles de 12.9ppd y 12.8ppd en diciembre de 2014 y 2015, respectivamente. Por último, las expectativas de inflación a 12 meses siguen a nuestro escenario base.

de la meta tendrá una probabilidad elevada y creciente: la probabilidad de que la inflación sea menor a 4.0% en marzo de 2015 es de 80%; probabilidad que aumenta hasta 82% al cierre de año.

Por su parte, las conclusiones más relevantes que se desprenden de los resultados de la estimación de los rangos de probabilidad para la inflación subyacente son: i) que con elevada probabilidad cerrará el 2014 en un nivel mayor que el del cierre de 2013 (2.78%); y ii) que pareciera confirmar que posibles efectos de segundo orden derivados del choque fiscal son poco probables. Estas dos conclusiones son consistentes con nuestro escenario base que anticipa una inflación subyacente al cierre de 2014 de 3.46%. El rango con mayor probabilidad tanto en diciembre de 2014 como en marzo de 2015 es el de 3.0%-3.5% (véase gráfica 36), mientras que el sesgo que sugerirían las probabilidades de los distintos rangos es que puede ser un poco mayor (el segundo rango con mayor probabilidad es el de 3.5%-4.0%). De momento, y con base en los resultados estimados, la probabilidad sugerida de que la inflación subyacente se ubique por debajo de 3.0% al cierre de 2014 es baja, pero también lo es la probabilidad de que se den presiones permanentes en los precios que la lleven a niveles mayores al 4.0%.

Gráfica 35

Probabilidad de los distintos rangos para la inflación general en diciembre de 2014 y marzo de 2015



Fuente: BBVA Research

Cuadro 2

Variables explicativas de los intervalos de la inflación general y subyacente

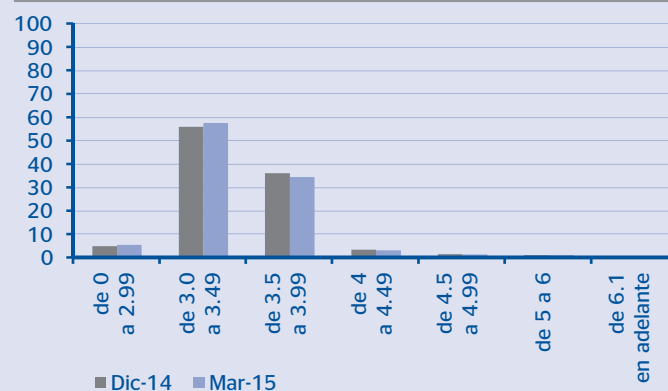
	INPC	Subyacente
$\Delta 12\log(\text{salario})$	7.31** (5.59)	42.63* (5.92)
$\Delta 12\log(\text{tipo de cambio})$	2.93* (1.16)	4.84* (1.33)
$\Delta 12\log(\text{precios de transporte})$	18.61* (6.41)	28.75* (6.56)
$\Delta 12\log(\text{índice expectativa de inflación a 12 meses})$		82.84* (11.84)
$\Delta 12\log(\text{precios del maíz})$	0.91* (0.34)	
L. $\Delta 12\log(\text{INPC})$	144.9* (15.18)	
Observaciones	168	168
R-cuadrada	0.38	0.41

Notas: L indica un rezago; Errores estándar en paréntesis; ** $p < 0.01$; * $p < 0.05$; Muestra: 2000:1-2014:1

Fuente: BBVA Research. La variable $\Delta \log \text{INPC}_{t-2}$ se rezaga dos periodos para evitar problemas de multicolinealidad con la variable salarios, de tal forma que actúa como variable instrumental.

Gráfica 36

Probabilidad de los distintos rangos para la inflación subyacente en diciembre de 2014 y marzo de 2015



Fuente: BBVA Research

Referencias

López Marmolejo, Arnoldo y Uriz Borrás, Pedro (2011), "La inflación, al ritmo de la holgura de factores productivos", Observatorio Económico de BBVA Research.

López Marmolejo, Arnoldo y Uriz Borrás, Pedro (2012), "La inflación se encontrará al final de 2012 entre 3.5 y 4.0% con el 60% de probabilidad", Observatorio Económico de BBVA Research

3.3 Con una inflación transitoriamente más alta, la tasa monetaria se mantiene en mínimos, y el uso de la comunicación del banco central gana importancia

En un escenario en que la inflación repunta por choques de oferta, los movimientos en la tasa monetaria para controlar la inflación resultan ineficientes. Esto debido, entre otras razones, a que dicho aumento de precios no está ligado al desempeño de la economía y por lo tanto escapa a la influencia de la tasa monetaria, al rezago con el que la tasa monetaria actúa sobre la economía, y al efecto negativo que tendría un aumento en la tasa sobre el resto de la economía no afectada por dicho incremento de precios. En esta situación, la comunicación de un banco central cobra gran relevancia al ser una herramienta para anclar las expectativas de inflación y evitar la contaminación de precios.

Como ya se comentó, en los últimos meses la inflación en México ha repuntado resultado de distintos choques de oferta, como son una menor producción en algunos productos agrícolas y la entrada en vigor de las nuevas medidas fiscales. Aunado a esto un incremento en la aversión global al riesgo ha generado una moderada depreciación de la moneda, lo que podría encarecer marginalmente las importaciones. En este escenario, como es de esperar, la comunicación del banco central se modificó hacia un tono un tanto más restrictivo. En el último anuncio de decisión de política monetaria se señala que la reciente alza de precios será transitoria y que no afectará el proceso de formación de precios, aunque las previsiones de inflación para los próximos años se incrementan moderadamente, el balance de riesgos para la inflación se deteriora y el balance de riesgos para la actividad económica mejora, lo que no se señalaba en un anuncio de decisión monetaria desde abril de 2012.

En este sentido, es importante estar atentos para evaluar el riesgo que los recientes ajustes en precios relativos deriven en incrementos de las expectativas de inflación y estos a su vez se traduzcan en efectos de segundo orden, lo que ciertamente sería un factor que podría hacer necesario un ajuste en la tasa de política monetaria. No obstante, este riesgo parecería bajo en un entorno de holgura en la economía como el que se ha venido observando. Además, el repunte de la inflación resultado de la reforma fiscal estuvo en línea con lo estimado por diversos analistas, por lo que una mayor proporción de éstos ahora considera que la tasa monetaria se mantendrá sin cambios en 2014.

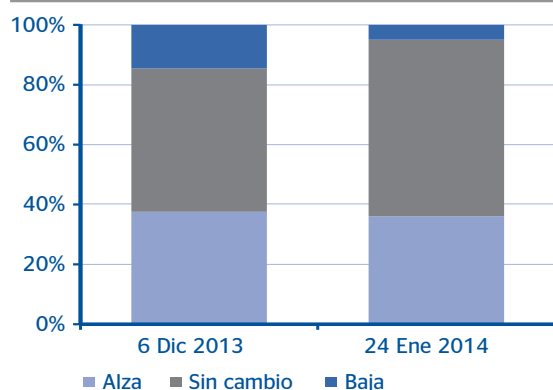
Por otra parte, durante la reciente alza de la aversión global al riesgo, diversos bancos centrales de países emergentes incrementaron sus tasas de referencia de manera significativa. Esto aunado a la reducción del ritmo de compra de activos por parte de la Reserva Federal podría ser interpretado como una postura monetaria relativamente más laxa por parte de México y, por lo tanto, esto podría usarse como un argumento para acomodar la tasa de referencia del país a dichas condiciones. No obstante, existen otros factores que atenúan este punto. De esta forma, se tiene que en primer lugar está el hecho de que si bien la Reserva Federal ha reducido su ritmo de compra de activos su comunicación ha dejado en claro que esto no significa que se esté adoptando una postura restrictiva; por el contrario, ha reiterado que su política continúa siendo de relajamiento monetario al señalar que la tasa de fondos federales se mantendrá en niveles excepcionalmente bajos tiempo después de que el desempleo alcance los niveles que consideran acordes con el pleno empleo. En segundo lugar está el alza de las tasas de referencia de países emergentes obedeció en primer lugar a un intento de reducir las abruptas depreciaciones de sus monedas, y fue únicamente en unas cuantas economías. Esto se presentó en un momento en que los desequilibrios macroeconómicos (e.g. déficit de cuenta corriente, alta inflación) y la falta de autonomía de algunos bancos centrales en ciertas economías emergentes exacerbaban la aversión global al riesgo, lo que generó la venta masiva de sus activos financieros. Estas condiciones no están presentes en México y se espera que una vez que se disipe la aversión al riesgo se pueda diferenciar positivamente entre los mercados emergentes.

Hacia adelante mantenemos la perspectiva de pausa monetaria prolongada como resultado de los siguientes factores. Primero, dado el nivel de holgura en la economía, no esperamos que se presenten efectos de segundo orden sobre los precios derivados de la reciente alza de la inflación. De esta forma, la inflación general se situará dentro del intervalo alrededor del objetivo del banco central a final de

año. Segundo, considerando nuestra expectativa de crecimiento para 2014 de 3.4% esperamos que se mantengan las condiciones de holgura en la economía y por ende no se presenten presiones de demanda sobre los precios. No obstante, es importante vigilar que no se presenten presiones adicionales sobre la inflación, las cuales podrían provenir de un crecimiento económico mayor al esperado, una depreciación adicional del tipo de cambio resultado de un nuevo episodio de volatilidad global, o un aumento en la expectativa de inflación, entre otros factores.

Gráfica 37

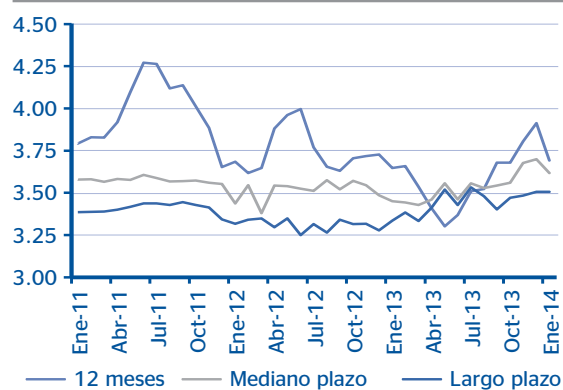
Distribución de respuestas de los analistas sobre un movimiento en la tasa de política monetaria durante 2014 (Promedio repuestas de encuestados)



Fuente: BBVA Research con datos de Thompson Reuters

Gráfica 38

Expectativas de inflación (%)



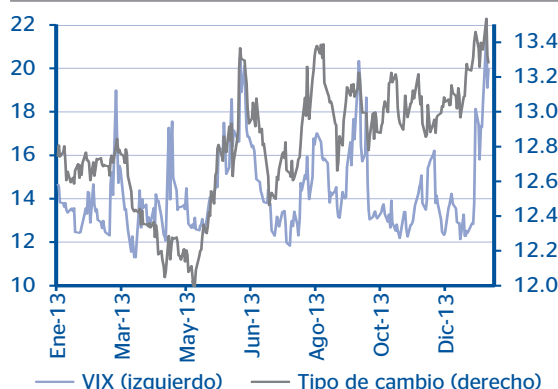
Fuente: Banxico

3.4 Alza de la calificación de deuda soberana de México en un entorno de aversión global al riesgo

En las últimas semanas los mercados financieros se han caracterizado por un incremento de la volatilidad derivado de una mayor percepción de riesgo en los mercados emergentes en un entorno de reducción de la liquidez global, lo que a su vez generó una venta generalizada de activos de países emergentes. En concreto, en el marco del inicio de la reducción en el ritmo de compra de activos por parte de la Reserva Federal (Fed)¹ junto con datos por debajo de lo esperado en materia de producción manufacturera de China generaron preocupaciones acerca de una posible caída en el crecimiento del país asiático. Esto derivó en un incremento en la aversión global al riesgo. Dicha aversión al riesgo se puede percibir en un índice de volatilidad, como puede ser el VIX, que mide la volatilidad de las opciones del S&P 500, y que alcanzó durante enero su mayor nivel desde diciembre de 2012. La venta de activos considerados de mayor riesgo se relaciona con los hechos mencionados en la medida en que la combinación de menores estímulos monetarios por parte de la Fed, el alza de las tasas de interés en los mercados desarrollados, y la perspectiva de menor crecimiento en China incrementan los riesgos de una profundización de los desequilibrios macroeconómicos de algunos países emergentes, entre los que destacan un mayor déficit de cuenta corriente y alta inflación.

Gráfica 39

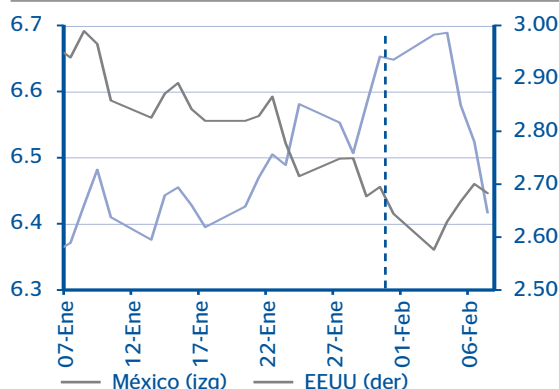
Tipo de cambio y aversión al riesgo
(Pesos por dólar, índice VIX(%))



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 40

Tasas de interés de largo plazo: bono 10 años (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Ante el incremento en la aversión al riesgo, el tipo de cambio de los distintos países emergentes fue la variable más afectada. Al 4 de febrero la lira turca se había depreciado 4.02% respecto al final del 2013, mientras que el Rand sudafricano y la Rupia de la India lo han hecho en 5.35% y 1.01%, respectivamente. Por su parte el Peso mexicano se depreció 2.12% en una clara correlación positiva con el incremento en la aversión general al riesgo, lo que lo llevó a cotizarse hasta en 13.53 pesos por dólar, su mayor nivel desde julio de 2012, aunque esto sucedió sin que se registraran problemas de liquidez en el mercado. La depreciación del peso mexicano se ubicó cerca del promedio de las monedas en Latinoamérica, detrás del peso argentino, el peso colombiano y el peso chileno, entre otros.

Ante la magnitud de la depreciación los bancos centrales de la India, Turquía y Sudáfrica incrementaron sus tasas de interés de referencia, lo que detuvo momentáneamente el debilitamiento de sus monedas. El comportamiento del resto de las variables financieras ha sido acorde al de un episodio de búsqueda de activos seguros. El rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años descendió 25 pb

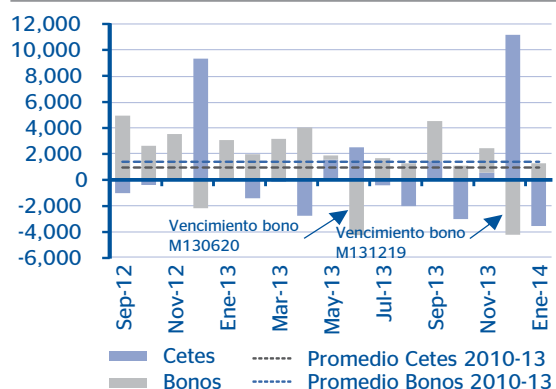
¹ En diciembre de 2013 la Reserva Federal (Fed) anunció que a partir de enero de 2014 reduciría en USD 10 mil millones sus compras de activos. El 29 de enero de 2014 la Fed anunció una reducción adicional de USD 10 mil millones, de tal forma que a partir de febrero las compras de activos ascenderán a USD 65 mil millones, USD 35 mil millones de bonos del Tesoro y USD 30 mil de bonos respaldados por hipotecas. De continuar con este ritmo de recortes, las compras de activos se terminarían durante este año.

(puntos base) entre el final de 2013 y el 4 de febrero de 2014, mientras que el rendimiento de los bonos mexicanos de vencimiento similar se elevó 24 pb. Los precios en el mercado accionario mexicano cayeron 6.18% en el periodo mencionado, y esta fue una caída que se compara favorablemente con las pérdidas más pronunciadas observadas en los mercados accionarios de países emergentes de 8.47%² y con el mercado accionario brasileño que perdió 8.82%. Por último, el riesgo de crédito de la deuda mexicana (medido mediante los derivados de incumplimiento crediticio, CDS) se elevó 13pb, nivel comparable con el incremento de 14pb que experimentó la deuda de Turquía, y algo por encima de los incrementos observados en Brasil e India que fueron de alrededor de 6 puntos base.

A pesar de este entorno de volatilidad y salida hacia la calidad, y la amplia tenencia de deuda pública por parte de inversionistas extranjeros, no se observaron salidas abruptas de flujos en el mercado de renta fija gubernamental en México. La información al mes de enero muestra que en la deuda gubernamental de mediano y largo plazo, los bonos M, la tenencia de extranjeros se incrementó en alrededor de USD 1,300 millones, nivel inferior al promedio de entrada durante 2013. Mientras que en la deuda de corto plazo, los Cetes, se registró una reducción moderada de alrededor de USD 3,500 millones. Este comportamiento resulta consistente con el incremento de la volatilidad cambiaria, pues es en la parte corta de la curva de rendimientos donde se concentran las estrategias de inversión que buscan explotar los diferenciales de tasas de interés entre países y que dependen de un comportamiento favorable del tipo de cambio.

Gráfica 41

Cambio en la tenencia de instrumentos de renta fija por parte de extranjeros (USD millones)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 42

Mercados accionarios (índices USD)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En este periodo, México también se diferenció favorablemente del resto de países emergentes al verse beneficiado el 5 de febrero por un alza en su calificación de deuda soberana por parte de la agencia calificadora Moody's, calificación que pasó de Baa1 a A3 con perspectiva estable. Con esto la economía mexicana se ubica como la segunda mejor calificada de América Latina, detrás de Chile. Esta mejora tiene como fundamento la aprobación de la agenda de reformas y sus efectos sesperados obre el producto potencial y la recaudación. Cabe señalar que en diciembre pasado la agencia Standard & Poor's también otorgó un incrementó a la calificación de México a un nivel de BBB+ basado en las mejores perspectivas económicas del país tras la aprobación de las reformas. Tras conocerse la noticia el peso se apreció hasta 14 centavos contra el dólar, la bolsa subió 1.24% y la parte larga de la curva de rendimientos cayó alrededor de 4pb. El tipo de cambio se depreció nuevamente luego de que la noticia fue incorporada y acumuló una apreciación de 0.3% en los tres días posteriores al anuncio. No obstante, el rendimiento de la tasa de interés a 10 años continuó su descenso y acumuló una caída de 21 pb en ese mismo periodo. En los próximos meses, una vez que se disipe la aversión global al riesgo, la mayor calificación de México podría diferenciar sus activos financieros respecto a los de otros países

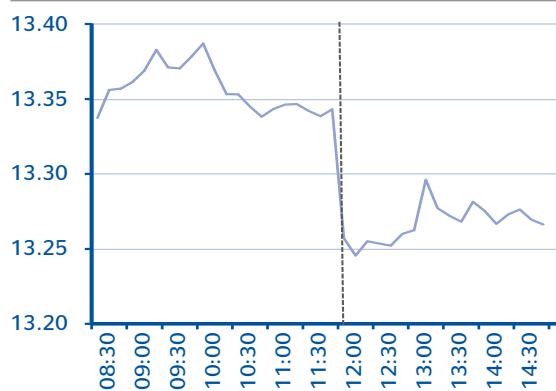
² Medido a través del índice MSCI Emerging Markets.

emergentes. No obstante, es importante señalar que ante el proceso de normalización de la liquidez monetaria en EEUU no se espera que se registren en México niveles de tasas de interés o de tipo de cambio tan bajos como los que se observaron durante la segunda parte de 2012 y la primera mitad de 2013.

La reciente incertidumbre sobre los países emergentes ha traído a la memoria la crisis que comenzara en los países del este asiático durante 1997, cuando Tailandia declaró la suspensión de pagos luego de que fuera insostenible su alto nivel de deuda externa una vez que dejó flotar su moneda ante la ausencia de reservas internacionales para defender su tipo de cambio fijo contra el dólar. Una diferencia relevante es que en esta ocasión las economías emergentes cuentan con fundamentos menos vulnerables que en aquel entonces. Entre estos fundamentos se cuentan: 1) la existencia de tipos de cambio flexibles; 2) la mayor cantidad de reservas internacionales acumuladas; 3) los menores déficit de cuenta corriente; 4) la menor cantidad de deuda pública, tanto en general como la denominada en moneda extranjera. De esta manera, si bien no se puede tener total certeza de los movimientos de los mercados en un futuro, estos fundamentos menos vulnerables disminuyen la probabilidad de ver un evento de la magnitud observada a finales de la década de los años noventa.

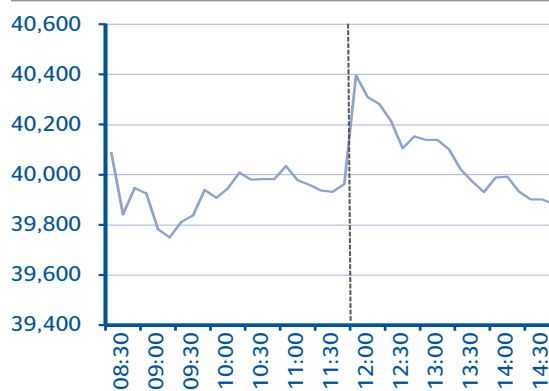
Hacia el cierre del año esperamos que el tipo de cambio se encuentre en niveles de alrededor de 12.9 pesos por dólar con base en una reducción en los niveles de aversión global al riesgo y ante un margen limitado de apreciación derivado de la reducción de los estímulos monetarios en EEUU. Con respecto a las tasas de interés de la deuda gubernamental se espera que continúe de manera gradual el proceso de normalización de la prima de liquidez, lo cual aunado a mayores expectativas de crecimiento económico para el próximo año generará un incremento en las tasas de mediano y largo plazo. En particular consideramos que el rendimiento a vencimiento del bono gubernamental a 10 años cerrará el año en alrededor del 6.9%.

Gráfica 43

**Tipo de cambio intradía 5 de febrero de 2014
(Pesos por dólar)**


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 44

**Mercado accionario mexicano intradía 5 de
febrero de 2014 (índice puntos)**


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

4. Previsiones

Cuadro 3

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	1.8	2.8	1.9	2.5	2.5
UEM	1.6	-0.6	-0.4	1.1	1.9
Alemania	3.4	0.9	0.5	1.8	2.0
Francia	2.0	0.0	0.2	1.1	1.6
Italia	0.6	-2.6	-1.8	0.8	1.5
España	0.1	-1.6	-1.2	0.9	1.9
Reino Unido	1.1	0.3	1.9	2.6	2.4
América Latina *	4.0	2.6	2.2	2.5	2.6
México	4.0	3.7	1.2	3.4	3.0
Brasil	2.7	1.0	2.2	2.5	1.9
EAGLES **	6.7	5.0	4.8	5.2	5.4
Turquía	8.5	2.4	3.9	1.5	5.2
Asia-Pacífico	6.0	5.3	5.2	5.3	5.4
Japón	-0.4	1.4	1.7	1.5	1.3
China	9.3	7.7	7.7	7.6	7.5
Asia (exc. China)	3.7	3.5	3.4	3.7	4.0
Mundo	4.0	3.2	2.9	3.6	3.9

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela

** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	3.2	2.1	1.5	2.3	2.4
UEM	2.7	2.5	1.4	1.0	1.4
Alemania	2.5	2.1	1.6	1.5	1.7
Francia	2.3	2.2	1.0	1.0	1.2
Italia	2.9	3.3	1.3	0.8	1.2
España	3.2	2.4	1.4	0.5	1.0
Reino Unido	4.5	2.8	2.6	1.9	2.0
América Latina *	8.0	7.5	8.9	11.6	10.7
México	3.4	4.1	3.8	4.3	3.4
Brasil	6.6	5.4	6.2	6.1	5.6
EAGLES **	6.0	4.2	4.2	4.4	4.2
Turquía	6.2	8.7	7.6	8.2	5.3
Asia-Pacífico	4.9	3.1	2.9	3.5	3.5
Japón	-0.3	0.0	0.3	2.1	1.5
China	5.4	2.6	2.6	3.3	3.5
Asia (exc. China)	4.5	3.4	3.1	3.7	3.6
Mundo	5.1	4.1	3.8	4.1	4.0

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela

** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

Servicio de Estudios Económicos
del Grupo BBVA

Cuadro 5

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2012	2013	2014	2015	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14
Indicadores Macroeconómicos												
PIB (variación % real)	2.8	1.9	2.5	2.5	1.1	2.5	4.1	3.2	1.6	2.2	2.2	2.5
Consumo personal (var. % real)	2.2	2.0	1.8	1.7	2.3	1.8	2.0	3.3	1.4	1.2	1.2	1.6
Consumo gobierno (var. % real)	-1.0	-2.2	-0.9	0.0	-4.2	-0.4	0.4	-4.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Inversión fija bruta (var. % real)	8.3	4.3	4.9	7.3	-1.5	6.5	5.9	0.9	4.8	6.7	6.1	6.9
Construcción	3.4	3.1	4.3	5.5	3.8	-1.5	5.7	3.2	4.1	6.1	4.1	6.1
Producción industrial (var. % real anual)	3.6	2.6	3.6	3.1	2.4	2.0	2.5	3.6	3.5	3.9	4.0	3.0
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.7	-2.6	-2.5	-2.1	-2.5	-2.3	-2.3	-2.7	-2.3	-2.5	-2.6	-2.7
Inflación anual (fin de periodo)	1.7	1.5	2.4	2.5	1.5	1.8	1.2	1.5	2.0	2.3	2.7	2.4
Inflación anual (promedio de periodo)	2.1	1.5	2.3	2.4	1.7	1.4	1.6	1.2	1.9	2.2	2.6	2.6
Balance fiscal primario (% del PIB)	-6.8	-4.2	-3.4	-2.2				-4.2				-3.4

Nota: pronóstico aparece en **negritas**
Fuente: BBVA Research

Servicio de Estudios Económicos
del Grupo BBVA

Cuadro 6

Indicadores y Pronósticos México

	2011	2012	2013	2014	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14
Actividad Económica												
PIB (series desestacionalizadas)												
Variación % real anual	4.0	3.7	1.2	3.4	2.8	0.5	1.3	0.5	1.9	3.8	2.8	5.3
Por habitante en dólares	9,948	10,135	10,742	11,153	10,802	10,766	10,697	10,703	10,631	11,171	11,244	11,567
Miles de millones de dólares	1,150.8	1,186.3	1,271.8	1,335.2	1,278.9	1,274.6	1,266.5	1,267.2	1,277.6	1,337.3	1,346.0	1,384.8
Inflación (% prom.)												
General	3.4	4.1	3.8	4.3	3.7	4.5	3.4	3.7	4.3	4.0	4.7	4.2
Subyacente	3.2	3.4	2.7	3.3	3.0	2.9	2.5	2.6	3.1	3.2	3.4	3.5
Mercados Financieros (% fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	4.5	4.5	3.5	3.5	4.0	4.0	3.8	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Cetes 28 días	4.4	3.9	3.2	3.5	4.2	3.9	3.5	3.2	3.1	3.5	3.5	3.5
TIIE 28 días	4.8	4.8	3.8	3.9	4.4	4.3	4.0	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9
Bono 10 años (% prom.)	6.5	5.4	5.7	6.6	5.0	5.8	6.1	6.4	6.4	6.5	6.8	6.9
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	13.9	12.9	13.0	13.0	12.3	12.9	13.1	13.0	13.2	13.0	12.9	12.9
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-2.6	-3.1	-2.9	-4.1				-2.9				-4.1
Sector Externo³												
Balanza comercial (mmd)	-1.5	0.0	-1.0	-3.8	-1.0	-0.8	-1.0	1.9	-1.4	0.7	-3.1	-0.1
Cuenta corriente (mmd)	-11.8	-14.2	-20.3	-25.2	-5.2	-5.0	-5.5	-4.5	-8.0	-4.5	-7.6	-5.2
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.9	-1.0	-1.3	-1.5	-1.4	-1.3	-1.4	-1.2	-2.0	-1.1	-1.8	-1.2
Petróleo (mezcla mex., dpb, prom.)	101.1	102.0	98.6	101.2	103.0	98.6	100.5	92.1	103.5	100.1	101.0	100.2
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	4.3	4.6	3.5	3.5	4.1	3.8	3.1	2.9	3.2	3.5	4.1	3.2
Tasa de Desempleo Abierto												
(% de población activa)	5.2	5.0	4.9	4.6	5.0	5.1	4.9	4.7	4.7	4.6	4.5	4.4

Continúa en la siguiente página

Indicadores y Pronósticos México

	2011	2012	2013	2014	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14
Demanda Agregada ⁴ (Var % anual, desestacionalizada)												
Demanda Agregada Total	4.9	3.8	1.4	4.9	2.9	1.3	1.1	0.2	4.2	4.3	5.1	5.9
Demanda interna	4.7	3.9	1.5	4.7	3.2	1.2	1.5	0.3	3.1	5.0	4.9	5.7
Consumo	4.6	4.2	2.1	3.7	3.6	2.4	2.2	0.3	2.0	3.1	4.4	5.4
Privado	4.9	4.4	2.3	3.5	4.1	2.7	2.3	0.1	1.6	2.9	4.2	5.3
Público	2.5	3.0	1.0	5.3	0.7	0.1	1.5	1.5	4.5	4.7	5.5	6.3
Inversión	7.9	4.6	-1.2	7.3	0.1	-0.4	-3.7	-0.6	5.8	7.5	9.7	6.4
Privado	12.2	7.9	-0.5	3.6	5.5	1.4	-3.4	-5.1	0.1	3.4	4.8	6.4
Público	-3.8	-9.0	-0.4	20.6	-7.2	-6.7	-4.7	18.1	26.4	23.0	29.7	6.3
Demanda Externa	8.3	5.9	0.7	3.9	-3.2	-3.5	5.7	4.2	7.6	0.9	1.2	6.3
Importaciones	8.1	4.3	1.7	9.4	3.5	3.7	0.5	-0.8	11.6	6.0	12.6	7.6
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	-1.9	6.7	0.7	3.5	-2.3	3.1	0.9	1.1	3.4	3.9	0.9	5.8
Secundario	3.4	2.6	-0.8	1.8	-0.2	-1.8	-0.6	-0.5	0.4	2.6	1.9	2.2
Minería	-0.6	1.2	-2.0	0.5	-1.5	-2.3	-2.6	-1.3	-0.2	1.6	-0.6	1.3
Electricidad	6.7	1.6	0.4	2.2	1.4	0.3	-0.2	0.2	1.6	2.1	1.3	3.8
Construcción	4.0	2.1	-4.6	n.d.	-0.7	-5.7	-6.9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Manufactura	4.6	3.3	1.5	3.5	1.8	0.5	2.8	1.0	2.5	3.7	2.8	4.9
Terciario	4.6	4.3	2.2	4.3	3.7	1.8	2.4	1.0	2.6	4.4	3.3	7.0
Comercio	9.5	3.9	2.7	5.4	4.4	1.7	4.4	0.4	1.9	6.4	4.2	9.0
Transporte, correos y almacenamiento	4.1	4.2	1.5	4.3	2.5	1.0	2.0	0.7	3.1	4.3	1.8	8.1
Información en medios masivos	4.2	16.3	6.4	7.1	10.8	7.0	5.0	3.3	4.7	5.6	7.4	10.5
Servicios financieros y de seguros	7.1	8.6	3.9	9.3	4.1	6.7	1.9	3.0	6.2	8.3	9.8	13.0
Serv. inmob. y de alquiler de bienes muebles e int.	2.8	2.1	1.6	2.3	3.0	1.7	1.4	0.4	1.3	3.0	0.9	3.9
Servicios profesionales, científicos y técnicos	4.9	1.0	-0.8	2.4	2.4	-1.4	-4.3	0.1	2.1	2.3	1.5	3.5
Dirección de corporativos y empresas	3.3	6.7	-1.7	1.4	1.2	-3.9	-2.3	-1.6	-0.6	0.0	1.1	4.8
Servicios de apoyo a los neg., serv. de remediación	5.8	4.3	4.0	5.2	6.3	3.8	3.1	2.6	3.6	4.1	5.2	8.0
Servicios educativos	1.4	2.1	1.0	1.2	1.2	1.3	1.2	0.2	0.8	0.8	0.6	2.6
Servicios de salud y de asistencia social	2.1	2.1	2.0	2.1	3.4	2.7	0.9	1.0	1.5	2.3	1.0	3.6
Servicios de esparcimiento, culturales y deportivos	-0.7	2.8	0.4	2.2	3.1	-1.4	-0.6	0.7	0.5	2.4	1.6	4.1
Serv. de alojamiento temp. y prep. de alim. y beb.	1.5	5.5	1.9	3.7	3.7	1.3	1.5	1.1	3.1	3.9	2.7	5.0
Otros Servicios excepto actividades del gobierno	1.8	2.8	2.0	3.7	2.6	2.0	1.6	1.9	3.9	4.3	2.5	4.0
Actividades del gobierno	-1.4	3.8	0.3	4.3	-0.2	-1.4	2.3	0.7	4.3	3.0	3.0	7.1

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".

Servicio de Estudios Económicos
del Grupo BBVA

Consejo Editorial

Carlos Serrano

Jorge Sicilia

Han elaborado esta publicación

Editor

Arnoldo López
arnoldo.lopez@bbva.com

Javier Amador
javier.amadord@grupobbva.com

Iván Martínez
ivan.martinez2@bbva.com

Juan Carlos Rivas
juancarlos.rivasvaldivia@bbva.com

Fco. Javier Morales
francisco.morales@bbva.com

Con la colaboración:
Escenarios Económicos

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiza@bbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

Política de Recuperación y Resolución
José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global
Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

BBVA Research Mexico
Avda. Universidad 1200
Colonia Xoco
C.P. 03339 México D.F.
Publicaciones:
E-mail: researchmexico@bbva.bancomer.com

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

Otras publicaciones:

