

Situación México

Tercer Trimestre 2014

Análisis Económico

- El crecimiento del PIB mejorará impulsado primordialmente por un aumento de las exportaciones
- En periodos de estrés financiero global, México se diferencia favorablemente gracias a la baja vulnerabilidad de su economía
- La inversión pública contribuye de manera relevante al crecimiento económico de mediano y largo plazo en México, por lo que sería favorable que los recursos adicionales obtenidos por el sector público se orienten en este sentido

Índice

1. En Resumen	2
2. El escenario global mejora, pero más lentamente de lo esperado	4
3. Mejora en el ritmo de crecimiento principalmente debido a un aumento de las exportaciones.....	9
3.1 La actividad económica mejorará a partir del segundo semestre impulsada por la demanda externa. La demanda interna continúa a un paso lento, y esperamos que prosiga.....	9
Recuadro 1: Infraestructura como detonante del crecimiento económico.....	18
3.2 Subida transitoria de la inflación en 3T14 antes de disminuir hacia 3.7% a fin de este año. Revisión a la baja en nuestras previsiones de 2015.....	19
Recuadro 2: Revisión a la baja en nuestras previsiones de 2015 por los efectos favorables sobre los precios de la reforma de telecomunicaciones.....	22
3.3 Inesperado recorte de la tasa de política monetaria ante datos de crecimiento económico por debajo de lo esperado en el primer trimestre.....	23
3.4 Volatilidad de las variables financieras en niveles previos a la crisis apoyada en la comunicación de la Reserva Federal.....	25
Recuadro 3: El desempeño relativo de las variables financieras en episodios de estrés financieros depende de las vulnerabilidades económicas de los países.....	27
4. Previsiones	30

Fecha de cierre: 1 de agosto de 2014

1. En Resumen

En el segundo trimestre la actividad económica ha comenzado a mejorar impulsada principalmente por la demanda externa. Sin embargo, aún la demanda interna todavía no muestra una clara mejora. La economía mexicana experimentó un débil desempeño durante el primer trimestre de 2014 resultado de una caída en la economía de Estados Unidos, a un efecto mayor al esperado sobre el consumo y la inversión derivado del aumento impositivo en México, y a otros factores internos como la lenta recuperación de la construcción y la baja en la producción petrolera.

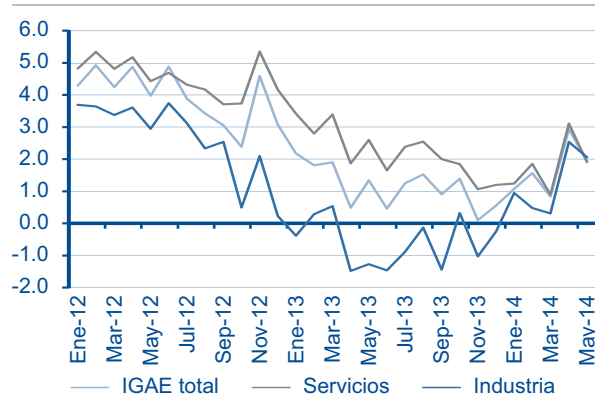
Para el segundo trimestre del año estimamos un mejor desempeño en el crecimiento del PIB vinculado principalmente al sector exportador gracias al repunte de la economía de los Estados Unidos. En los siguientes trimestres, además de la mejora de la demanda externa, la aceleración del gasto del sector público en México también debería contribuir a un mejor desempeño de la producción nacional. En relación al gasto del sector público, la inversión en infraestructura es uno de los mecanismos más eficientes para fomentar el crecimiento económico de largo plazo de un país. De acuerdo con nuestras estimaciones, en México la inversión pública genera un efecto sobre el PIB alrededor de 50% mayor al del gasto público corriente dentro de lo que es un lapso de dos años y medio. Por lo tanto, es crucial que los recursos adicionales obtenidos por el sector público se orienten en un mayor grado al desarrollo de infraestructura bajo un diseño y planeación que aseguren una contribución al aumento de la productividad. De esta forma se estará apoyando la expansión de largo plazo de la economía y no únicamente una reactivación de corto plazo de la misma.

El escenario de crecimiento anual condidera que la economía americana se acelerará en los siguientes trimestres, creciendo 2.0% en 2014 y 2.5% en 2015, y que el gasto público continuará aumentando, primordialmente aquel destinado a infraestructura al haber sido ya aprobados y estar por comenzar la construcción de proyectos importantes. Así, se espera que el PIB crezca 2.5% y 3.5% en 2014 y 2015, respectivamente.

La discusión y aprobación de las reformas estructurales en el país ha continuado. En concreto, se aprobaron las leyes secundarias de la reforma a las telecomunicaciones, y de la reforma energética están en su última etapa. Se espera que la reforma en telecomunicaciones genere una reducción de precios y un aumento en la inversión en el sector. La reducción de precios resultado de la eliminación de los cobros de larga distancia y una mayor competencia contribuiría a reducir la inflación anual en alrededor de 0.20 puntos porcentuales en 2015.

Gráfica 1

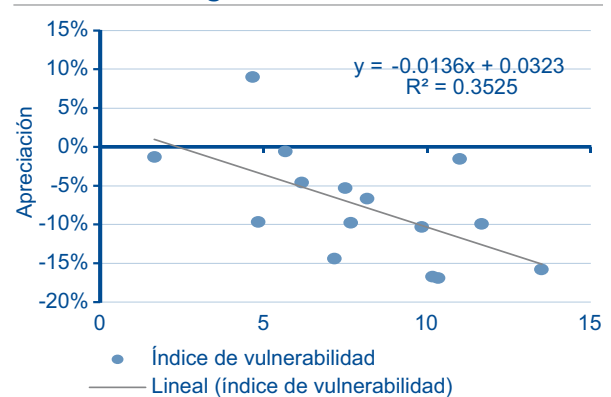
Indicador Global de Actividad Económica y sus componentes (Var. % a/a, ae)



ae=ajustada por estacionalidad. a/a=año a año.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 2

Apreciación(+)/depreciación(-) de monedas frente al dólar e índice de vulnerabilidad relativa de economías emergentes



Nota: la apreciación porcentual de las monedas de EMEs frente al dólar se mide desde el 30 de abril de 2013 hasta el xx de julio de 2014
Fuente: BBVA Research.

En los próximos años, la profunda agenda de reformas debiera contribuir a que la economía mexicana tenga un crecimiento más dinámico que permita mejorar las condiciones de vida de la población y promover aún más el desarrollo. En la medida en que las reformas sean implementadas exitosamente, el crecimiento podría ser mayor al 4.0% en los próximos años.

En relación a la inflación, ésta aumentó como resultado del incremento de impuestos de la reforma fiscal. No obstante, el efecto ha demostrado ser temporal y no se han generado efectos de segundo orden sobre otros precios. Incluso, la inflación se situó en 3.5% en mayo y después de un repunte, que se estima transitorio en los siguientes meses, esta subirá a niveles cercanos a 4.0% como resultado de un efecto de comparación anual, se estima que la inflación retomará una tendencia a la baja para cerrar el año en torno a 3.7%. Para enero de 2015 se espera que la inflación se situé cerca de 3.0% debido al efecto favorable de comparación anual generado por el aumento de impuestos de 2014; de la reforma en telecomunicaciones que elimina el cobro de larga distancia y fomenta la competencia en el sector; y por la holgura en la economía debido al menor crecimiento observado del PIB en relación al esperado.

En junio pasado, el banco central sorprendió con un recorte a la tasa objetivo de política monetaria para situarla en 3.0%, lo que llevó a la tasa real de corto plazo a terreno negativo. Este recorte obedeció principalmente a la sorpresa a la baja del banco central en el crecimiento del primer semestre. El banco central en esta misma decisión señaló que no considera aconsejable cambios en la tasa monetaria en el futuro previsible. Considerando la amplia holgura que existe en la economía, y una tasa real que se mantendrá cercana a cero en un ambiente de inflación bajo control, esperamos una pausa monetaria prolongada. En el mediano plazo, en la medida en que el crecimiento económico se acelere, la tasa de política monetaria comenzaría a subir de manera pausada y en sincronía con el aumento de la tasa monetaria en Estados Unidos.

En relación a los mercados financieros, la volatilidad de las distintas variables financieras se ha reducido considerablemente, alcanzando ya niveles previos a la crisis. El principal factor detrás de esta reducción en la volatilidad es la comunicación de la Fed (Reserva Federal), que además se desarrolla en un entorno de crecimiento moderado. En concreto, la Reserva Federal ha sido exitosa en convencer al mercado que aun cuando se termine la compra de activos, está garantizado que la tasa de fondos federales se mantendrá en los niveles actuales por un tiempo considerable, abonando a la perspectiva de una alta liquidez todavía por un tiempo considerable.

Hacia adelante, y sujeto a los datos económicos, la variable a seguir continuará siendo la comunicación de la Reserva Federal. En la medida que se acerque el final de la compra de activos de la Fed (estimada en octubre de 2014), se espera que los mercados centren toda su atención en el posible inicio del ciclo de alza de la tasa de fondos federales. En este entorno de perspectiva de reducción de la liquidez, se esperaría que el tipo de cambio registrara una depreciación, no obstante, el movimiento al alza se estima sería moderado. En concreto, esperamos que el peso se sitúe alrededor de 13.30 pesos por dólar hacia el final del 2014.

Ahora bien, es relevante tomar en consideración que en episodios de estrés financiero, los mercados financieros parecen discriminar entre países emergentes de acuerdo al grado de vulnerabilidad de sus economías. En particular, las economías emergentes que son relativamente más vulnerables en términos de sus variables económicas experimentaron depreciaciones más intensas y subidas de tasas de interés de la deuda gubernamental más grandes. México es un país con poca vulnerabilidad y por lo tanto está bien posicionado para mantener una volatilidad acotada de sus variables financieras durante un episodio de estrés financiero global. Esto se debe a sus esfuerzos por mantener el control de la inflación, acotar la deuda pública total, reducir el endeudamiento externo, y acumular reservas internacionales, entre otras medidas. No obstante, México aún está lejos de las economías emergentes asiáticas que son por mucho las mejor posicionadas en términos de menor vulnerabilidad. Por ello, adquiere especial relevancia la agenda de reformas aprobadas en nuestro país. Además, es crucial mantener la buena salud de las variables económicas que han permitido cierta diferenciación a favor de México.

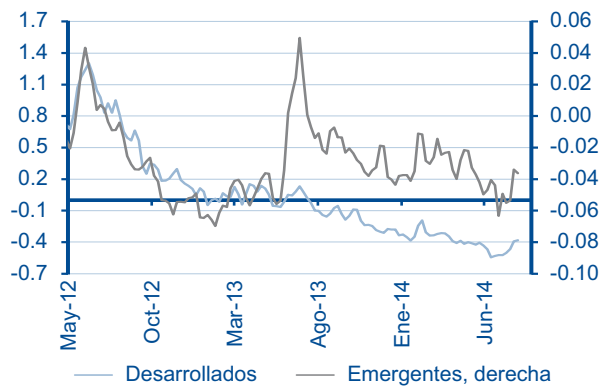
2. El escenario global mejora, pero más lentamente de lo esperado

Los indicadores de coyuntura global son consistentes con un escenario favorable al crecimiento

Por un lado, las tensiones en los mercados financieros se mantienen en valores bajos de acuerdo a nuestros indicadores, tanto en mercados emergentes¹ como desarrollados (gráfica 3). Por otro, la actividad industrial mundial sigue creciendo hasta mayo cerca del 3.4% anual, por encima del 3% de finales de 2013 y el comercio mundial se recupera también hasta mayo del intenso y generalizado por geografías ajuste a la baja sufrido en el primer trimestre de 2014 (gráfica 4).

Gráfica 3

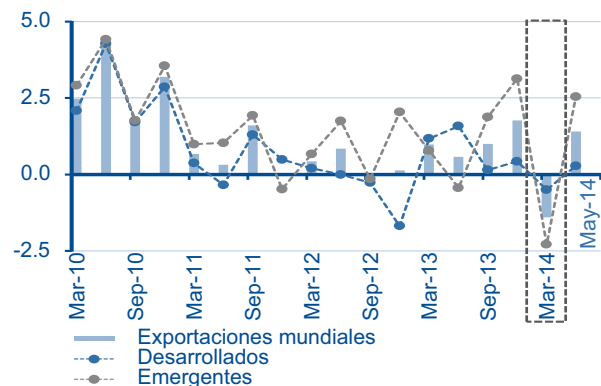
Tensión en los mercados financieros, índice BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4

Comercio de bienes, % trimestral



Fuente: CPB, BBVA Research

Y todo ello en un entorno global en el que los eventos de riesgo geopolítico, aun llegar sin ser claramente disruptivos de la actividad económica, sí que surgen por doquier, aumentando la incertidumbre. La valoración del impacto económico de eventos geopolíticos es difícil no solo por la intrínseca dificultad de predecir su evolución, intensidad y ámbito de influencia. También hay que tener en cuenta los diversos canales de actuación de este tipo de riesgos sobre las decisiones de los agentes económicos. Desde las expectativas futuras de gasto o ahorro a interrupciones efectivas de los flujos de bienes y servicios, pasando por el contagio financiero a activos y geografías en principio menos directamente relacionadas con el foco de tensión. Por ahora, la volatilidad financiera se encuentra en niveles históricamente bajos. Básicamente, el factor que domina el comportamiento de los mercados financieros globales es la Fed, que gestiona cuidadosamente una salida muy pausada de los excepcionales impulsos monetarios de los últimos años gracias a un ciclo económico en EE.UU. con crecimiento moderado y expectativas de inflación bien ancladas en niveles bajos.

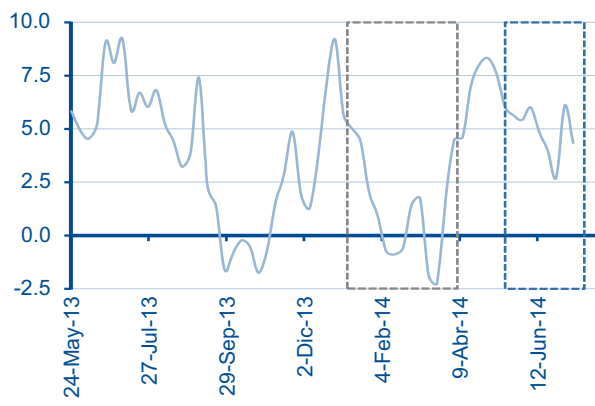
China se aleja del riesgo de brusca desaceleración que algunos se planteaban hace pocos meses gracias a la mejora de las exportaciones y a medidas de apoyo fiscal y monetario. La mejora de la demanda externa y el freno en la apreciación del yuan han favorecido la recuperación de las ventas al exterior, a la vez que las autoridades han puesto en marcha la relajación de la política monetaria con recortes de los ratios de reservas bancarias que han favorecido el crédito. El control del sector bancario en la sombra y los planes de liberalización del sector bancario más regulado están favoreciendo que la mayor parte del nuevo financiamiento lo esté proporcionando este último. Esa combina-

¹ El reciente repunte de la segunda quincena de julio en las tensiones financieras en mercados emergentes se circunscribe a Rusia, con gran peso en los índices.

ción de medidas de control y a la vez liberalización para favorecer la competencia de la banca tradicional (libertad de fijación de tasas de interés, facilitar la entrada de inversión privada, favorecer el crédito a empresas privadas frente a las del sector estatal) son las que deben permitir que el proceso de desapalancamiento se produzca de modo ordenado, sin ajustes bruscos. Finalmente, también se han tomado medidas de política fiscal, sobre todo con el aumento del gasto en infraestructuras, más dirigido que en otras ocasiones.

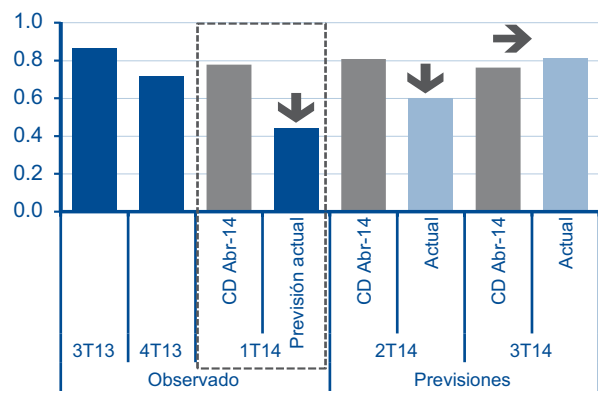
Con todo ello, se mantienen las perspectivas de una desaceleración muy acotada, hasta el 7% en 2015 desde el 7.7% en 2013. Este movimiento lleva además aparejado un movimiento de largo plazo de aumento del peso del gasto en consumo de los hogares frente a la inversión empresarial, a la vez que la moneda china vuelve a tomar la tendencia previa de apreciación frente al dólar. En definitiva un rebalanceo económico con moderación del crecimiento de la deuda, para lo cual las autoridades cuentan con el margen de maniobra que les da el elevado nivel de reservas, el control de la balanza por cuenta corriente con un ahorro privado elevado y la relativamente baja deuda pública.

Gráfica 5
EEUU, Índice de actividad semanal de BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6
PIB global, % trimestral, estimación y previsiones de BBVA Research



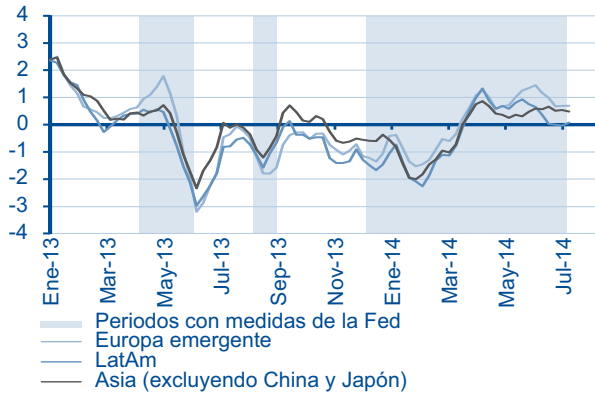
Fuente: BBVA Research

La caída del PIB estadounidense en el primer trimestre de 2014 se debió principalmente a factores transitorios, pero la intensidad del ajuste obliga a rebajar las perspectivas de crecimiento de 2014 desde el 2.5% al 2%. El descenso del PIB de EE.UU. del 2.9% trimestral a ritmo anual es el más intenso de la serie histórica en una etapa cíclica de crecimiento. La información coyuntural más reciente (gráfica 5) muestra que la economía norteamericana se ha recuperado del efecto intenso pero transitorio del mal tiempo y de una intensa caída de la acumulación de inventarios. Una muestra de la intensidad de la sorpresa negativa que ha supuesto el PIB del 1T14 de EE.UU. es el impacto que tiene su incorporación en nuestra estimación y previsiones de corto plazo del PIB mundial (Gráfica 6).

Mayor incertidumbre existe sobre las perspectivas de tensionamiento de la política monetaria de la Fed, y sobre todo, del impacto global que ello tendrá en los mercados financieros. La Fed dejará de ampliar su balance en octubre, iniciando entonces una etapa en la que será la llegada de nueva información sobre la fortaleza del ciclo económico y el anclaje de las perspectivas inflacionistas la que determinará el ritmo y las medidas monetarias a tomar. En nuestro escenario más probable, será en el 3T15 cuando se produzca la primera subida de la tasa de los fondos federales, con un sesgo a que se pueda producir más cerca de mediados de año. En este escenario, la política de comunicación, la explicación de la visión del banco central de EE.UU. sobre la situación de la economía, ganará en importancia, y con ello, también es factible un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros globales. Si las medidas tomadas para evitar la depresión económica están siendo excepcionales por su intensidad y duración, la salida de las mismas también puede tener efectos no vistos antes, tanto en los flujos globales de capital como en los precios de los activos financieros, especialmente en el caso de las economías emergentes. Un ejemplo del impacto que pueden llegar a tener los cambios de política de la Fed, por previsible que sea que en algún momento futuro la política monetaria se llegue a tensionar, se dio en abril y mayo de 2013, cuando el cambio de tono de la comunicación del banco central de EE.UU., acercando la posibilidad de un subida de tasas en el horizonte, provocó una reasignación de flujos globales desde mercados emergentes (Gráfica 7) a desarrollados con la consiguiente volatilidad, depreciación de monedas y subidas de tasas de interés en aquellos.

Gráfica 7

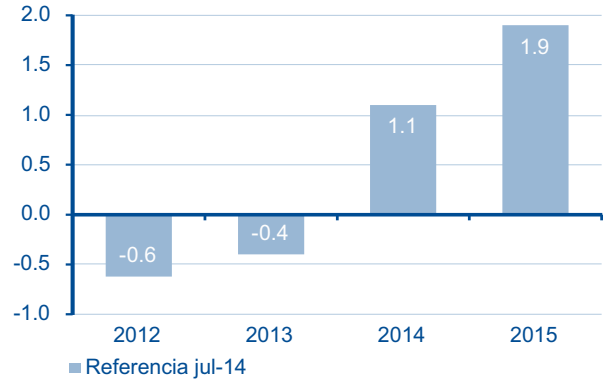
Flujos de capital de cartera a mercados emergentes (% de activos bajo administración, media móvil de cuatro semanas)



Fuente: EPFR y BBVA Research

Gráfica 8

Área del euro, crecimiento económico, %

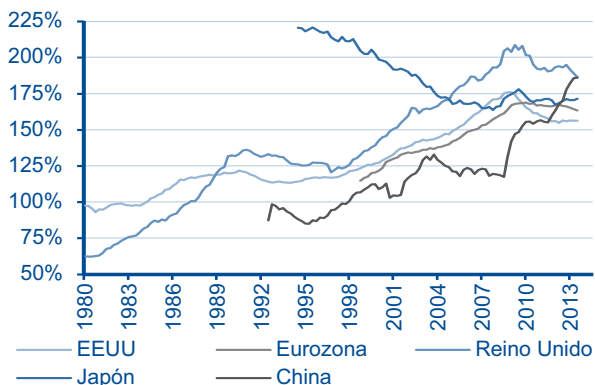


Fuente: BBVA Research

El anclaje en niveles mínimos de las tensiones financieras globales, el apoyo de las políticas de demanda domésticas y los avances en la Unión Bancaria mejoran las perspectivas del área del euro. Los indicadores de coyuntura del área del euro son consistentes con una suave recuperación del PIB, que crecería en el 2T14 cerca del 0.3% (0.2% en el 1T14), muy en línea con las previsiones de llegar al 1.1% anual en el conjunto del año, este sería el primer crecimiento promedio anual desde 2011. La sostenida mejora de las condiciones de acceso a los mercados financieros, especialmente para las economías más estresadas de la periferia del área, es el principal factor de soporte al crecimiento de la región, a lo que se une el relajamiento de los objetivos de déficit público en el corto plazo y un entorno exterior que, con los altibajos y las incertidumbres descritas, es más positivo. Las razones últimas de este círculo virtuoso son básicamente dos. En primer lugar, la confianza generada por las decisiones tomadas por las autoridades del área para fortalecer el mercado único en el sector financiero y el apoyo de la política monetaria implementada por el BCE, yendo más allá de lo que era previsible hace pocos trimestres. El BCE trata de anclar en niveles bajos las tasas de interés, favorecer el financiamiento bancario y, a la vez, facilitar la disponibilidad de crédito para hogares y empresas. En segundo lugar está el anclaje de las tensiones financieras globales en niveles mínimos en un escenario dominado por la Fed, como se describía más arriba. A todo ello hay que añadir una mejora de las cuentas públicas de las economías de la periferia del área como resultado tanto de la mejora del ciclo como de las medidas de consolidación tomadas. Además, las reformas emprendidas en los mercados de factores productivos de algunas economías, orientadas a favorecer una mejora de los precios relativos frente al exterior, también son un factor positivo.

Gráfica 9

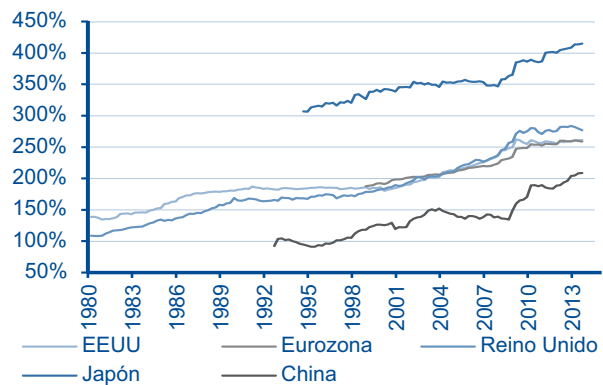
Deuda del sector privado no financiero % PIB



Fuente: BIS, Haver y BBVA Research

Gráfica 10

Deuda total (sector público y privado no financiero) % PIB



Fuente: BIS, Haver y BBVA Research

Con todo, aunque mantenemos las cifras esperadas de crecimiento en el 1.1% para 2014 y 1.9% para 2015, el sesgo de las mismas está dirigido al alza si se considera el potencial impacto de las medidas anunciadas por el BCE. Un impacto que además también sería alcista sobre una inflación que sigue siendo demasiado baja, lejos del objetivo de estabilidad de precios del BCE. La influencia al alza sobre los precios vendría tanto de la mejora cíclica como de la del funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria a través del sistema bancario y la disponibilidad de crédito.

Todo ello no elimina la existencia de un riesgo bajista que se puede desencadenar por el empeoramiento de la crisis de Ucrania y los corolarios de sanciones económicas a Rusia, a lo que no sería ni mucho menos inmune el área del euro y en particular alguno de sus principales países.

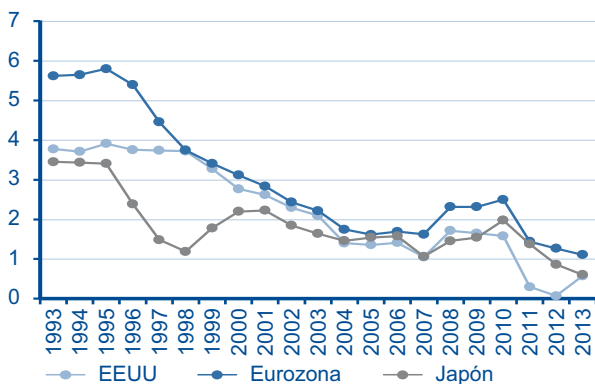
¿Hacia dónde se dirige el escenario económico global? La recomposición del balance de los agentes ha de continuar

En el escenario más probable, la desaceleración registrada en el crecimiento mundial en la primera parte de 2014 habrá finalizado ya. Los indicadores de confianza cíclica y de volatilidad financiera más recientes son consistentes con una mejora paulatina, que permitiría alcanzar un crecimiento mundial en 2014 del 3.3%, tres décimas más que en 2013. El mantenimiento de unas favorables condiciones de financiamiento global y el apoyo de las políticas económicas de demanda favorecería que el crecimiento se acelerase adicionalmente en 2015 hasta tasas cercanas al 3.8%, con aumento de la contribución de las economías más desarrolladas, que podrían poco a poco ir planteando la salida de los excepcionales estímulos de los últimos años. La incertidumbre de este escenario base sigue sesgada a la baja por el resurgimiento de riesgos geopolíticos y las dudas sobre el impacto global en flujos de capital y precios de activos financieros de la cercanía de la subida de tasas en EE.UU. Pero este escenario base, incluyendo sus riesgos, no es el único posible, hay escenarios alternativos al de recuperación cíclica.

La situación en la que se encuentran las economías de mayor peso en el mundo en la actual fase de recuperación muestra algunas características novedosas que pueden estar detrás de la acotada intensidad de la mejora de la actividad y de los riesgos que enfrenta. En general, se observa que el apalancamiento no se ha detenido en las economías más importantes. El desapalancamiento del sector privado se está produciendo desde hace ya algún tiempo en algunos países como EE.UU., el Reino Unido o Japón a la vez que se frena el aumento de deuda en el área del euro, con situaciones diversas por países dentro de la zona monetaria (gráfica 9). Sin embargo, el endeudamiento total, sumando el del sector público, sigue al alza en las economías mencionadas y también en China, donde a la vez sube intensamente la deuda del sector privado no financiero (gráfica 10). En este escenario de elevada deuda, el ritmo de salida de la recesión parece muy moderado en comparación histórica, y más si se considera la intensidad y duración de los apoyos de las políticas monetaria y fiscal desde 2009. En tercer lugar, la inflación se mantiene en niveles muy bajos y con las expectativas bien ancladas y estables, incluso por debajo de los objetivos de estabilidad de precios en algunas economías desarrolladas como la zona del euro o Japón, lo que justifica las medidas que han ido tomando los respectivos bancos centrales.

Gráfica 11

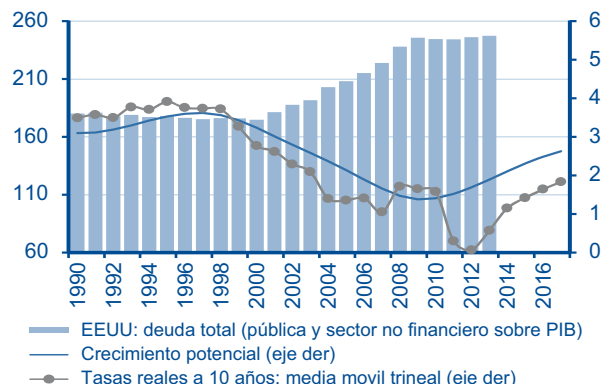
Tasas de interés reales de largo plazo, % Rendimiento nominal de bonos soberanos de largo plazo menos la inflación, media móvil de tres años



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfica 12

EEUU: deuda, crecimiento y tasas de interés



Fuente: BBVA Research

En consistencia con el moderado crecimiento e inflación anclada y con el papel dominante de los bancos centrales de las economías más desarrolladas en su apoyo al ciclo económico, las tasas de interés nominales se mantienen en mínimos históricos, tanto en el corto plazo, con las tasa monetarias en el límite del cero, y con las tasas a más largos plazos también muy bajas. En términos reales, las tasas de interés de largo plazo de Estados Unidos, el área del euro o de Japón estaban en 2013 en mínimos de 20 años (gráfica 11), algo que es consistente a su vez con el aumento registrado por la deuda.

En síntesis, elevada deuda, bajo crecimiento y baja inflación (que dificultan el desapalancamiento del deudor), tasas de interés en mínimos y bancos centrales y autoridades fiscales con márgenes de actuación en general reducidos o al menos utilizados ya muy intensamente, suponen una combinación de factores que no tienen porque favorecer una “rápida” vuelta a crecimientos, tasas e inflaciones más elevadas que las actuales. El servicio de la deuda es una elevada carga sobre las decisiones de gasto y el canal crediticio está en proceso de reparación al menos en el área del euro, por lo que el ajuste de los balances de los agentes, aún pendiente, puede terminar generando un escenario de estancamiento prolongado, más si las reformas económicas no suponen un impacto sobre el crecimiento.

3 Mejora en el ritmo de crecimiento principalmente debido a un aumento de las exportaciones

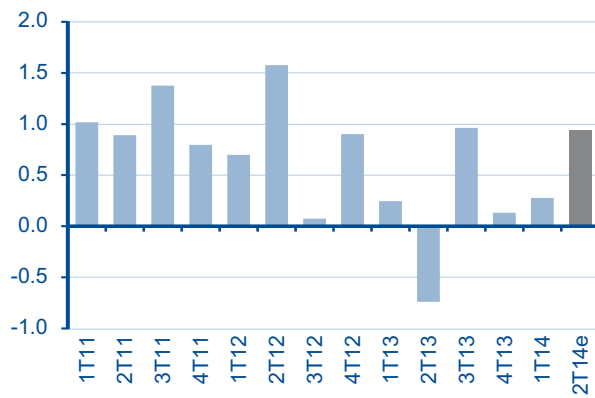
3.1 La actividad económica mejorará a partir del segundo semestre impulsada por la demanda externa. La demanda interna continúa a un paso lento, y esperamos que prosiga

La economía mexicana experimentó un débil desempeño económico durante el primer trimestre de 2014, ya que la tasa de crecimiento trimestral (t/t) del PIB, ajustada por estacionalidad (ae), se ubicó en 0.28%. Esto fue resultado de un decrecimiento de la economía de los EE.UU. de 0.53% t/t, ae, causado por problemas climáticos; un efecto mayor al esperado sobre el consumo y la inversión derivado del aumento impositivo en México, y otros factores internos como la lenta recuperación de la construcción y la baja en la producción petrolera.

Para el segundo trimestre del año estimamos un mejor desempeño en el crecimiento del PIB (cercano al 0.9% t/t, ae) vinculado casi exclusivamente a factores externos, ya que la debilidad de la demanda interna, materializada en un bajo consumo, impone restricciones al crecimiento económico (véase la gráfica 13).

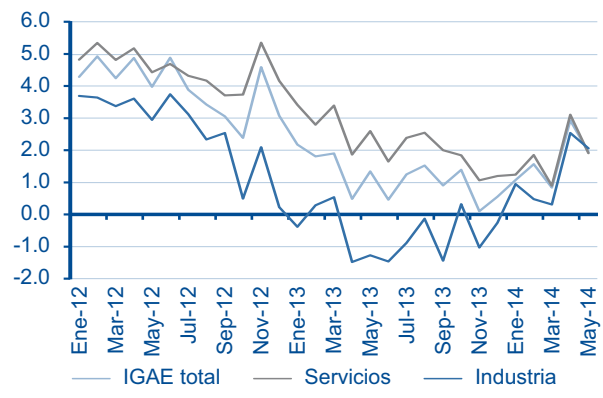
Adicionalmente esperamos que en el segundo semestre se logre una actividad económica más dinámica gracias al repunte de la economía de los Estados Unidos en los siguientes trimestres y al uso más eficiente durante el resto del año del gasto del sector público en México, en particular mediante una mayor participación en infraestructura. Ambos factores son necesarios para alcanzar un crecimiento económico cercano al 2.5% en 2014.

Gráfica 13
Producto interno bruto, 2011-2014
(Var. % t/t, ae)



ae=ajustada por estacionalidad. e=estimaciones de BBVA. t/t=trimestre a trimestre.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 14
Indicador Global de Actividad Económica y sus componentes, 2012-2014
(Var. % a/a, ae)



ae=ajustada por estacionalidad. a/a=año a año.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

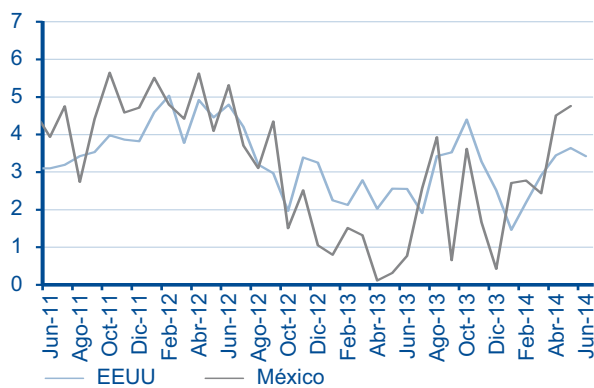
3.1.1 Sector externo: una de las principales fuentes de crecimiento de la economía mexicana

La evolución de la actividad económica hacia el segundo trimestre de 2014 todavía es moderada. Esto se debe a que la demanda externa ha sido el principal factor de impulso del crecimiento económico del país, pues el mercado interno ha permanecido débil ante la moderada expansión del mercado laboral.

Las tasas de crecimiento anual (a/a) del Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) en abril y mayo fueron de 2.9% y 1.9%, respectivamente, en términos desestacionalizados. Por componentes del IGAE, en mayo el sector Agricultura creció 2.7% a/a, el de Industria aumentó 2.1% a/a y el sector Servicios se expandió 1.9% a/a, todo ajustado por estacionalidad (véase la gráfica 14). Sin embargo, en términos mensuales en el quinto mes del año el IGAE tuvo una caída de 0.1%. Este resultado negativo se debió principalmente a la caída de los Servicios (-0.2% m/m) y a incrementos moderados de la Industria (0.1% m/m) y la Agricultura (1.0% m/m), con cifras desestacionalizadas. Estos resultados vinculados al mercado interno ciertamente no son un buen indicio sobre el desempeño económico del segundo trimestre del año.

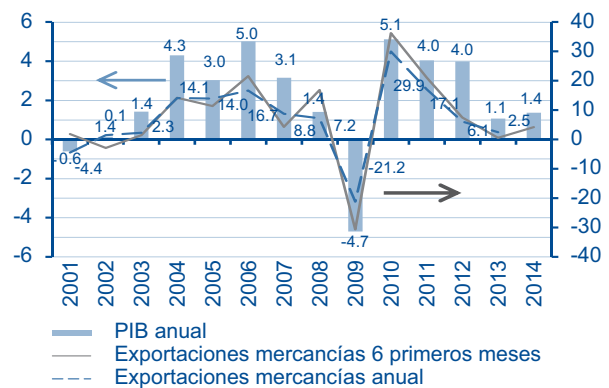
Entre los componentes del sector industrial, el que ha tenido el mayor dinamismo ha sido la producción manufacturera con un crecimiento mensual (m/m) de 0.4% en mayo, ae. Este desempeño ha estado muy relacionado con la demanda externa, en concreto con el sector de la manufactura en los EE.UU. (véase la gráfica 15). Esta mejora en la demanda externa se aprecia en la aceleración de las exportaciones totales de mercancías en los primeros cinco meses del año, las cuales crecieron 3.5% anual en términos reales. Esto contrasta de manera significativa con la tasa de 0.1% que éstas reportaron en el mismo periodo de 2013.

Gráfica 15
Producción manufacturera de México y los Estados Unidos, 2011-2014
(Var % a/a, ae)



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

Gráfica 16
Tasa de crecimiento del PIB y de las exportaciones de mercancías, 2001-2014
(Var %,a/a)



a/a=año a año.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

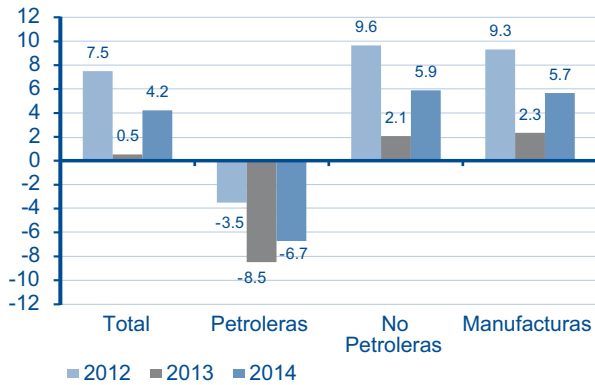
Al respecto, cabe recordar que en México la tasa de crecimiento del PIB del país está vinculada estrechamente con la tasa de crecimiento de las exportaciones de mercancías (gráfica 16). En este sentido, en la medida en que la producción manufacturera en Estados Unidos crezca a mayores tasas, las exportaciones de mercancías que México realiza y que se envían a esa nación podrían aumentar y apoyar la expansión del PIB del país para que éste crezca a tasas mayores.

Durante los primeros seis meses del año el desempeño de las exportaciones totales fue favorable, y en particular lo fue el de las manufactureras. Las primeras registraron una tasa de crecimiento de 4.2% en la primer mitad de 2014 en comparación con el 0.5% de igual periodo de 2013. Por su parte, en el primer semestre de 2014 las exportaciones de manufacturas crecieron por 5.7%, tasa que fue mayor a la de 2.3% registrada en 2013. Asimismo, en la primera mitad de 2014 el principal componente de impulso de las exportaciones de mercancías fueron las exportaciones manufactureras.

De esta forma, de los 4.2 puntos porcentuales (pp) en que las exportaciones totales de mercancías crecieron, 4.6 pp provienen de las exportaciones manufactureras. Dentro de estas últimas se encuentran las exportaciones automotrices, las cuales contribuyeron con 2.5 pp al crecimiento de las exportaciones totales en tanto que las demás exportaciones manufactureras no automotrices contribuyeron con 2.2 pp.

Gráfica 17

Tasa de crecimiento de las exportaciones de mercancías acumuladas de enero-junio de cada año (Var % a/a)

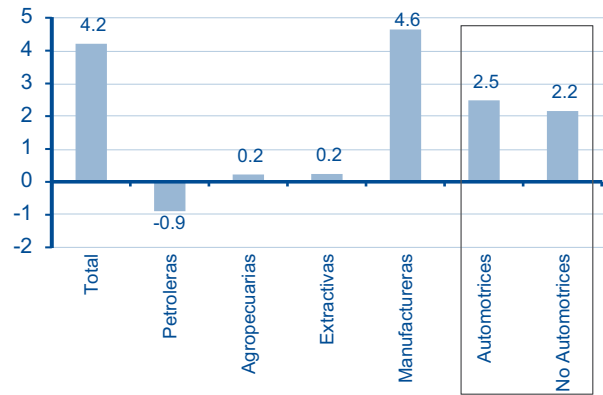


a/a=año a año.

Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 18

Exportaciones de mercancías acumuladas de enero a junio de 2014: contribución al crecimiento por componente (Puntos porcentuales, pp)

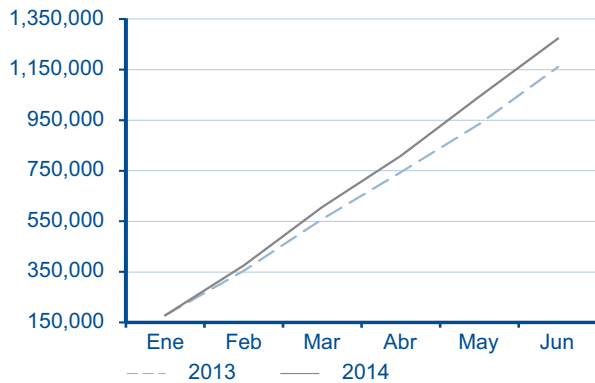


Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

La favorable evolución de las exportaciones de automóviles se ha dado a lo largo de todos los meses del año. De acuerdo con la Asociación Mexicana de la Industria Automotriz, se tiene que a junio de 2014 la exportación acumulada de vehículos tuvo una tasa de crecimiento de 9.7% (véase gráfica 19). En este sentido, en tanto continúe creciendo la exportación de automóviles persistirá un importante factor de impulso al crecimiento de la industria manufacturera del país.

Gráfica 19

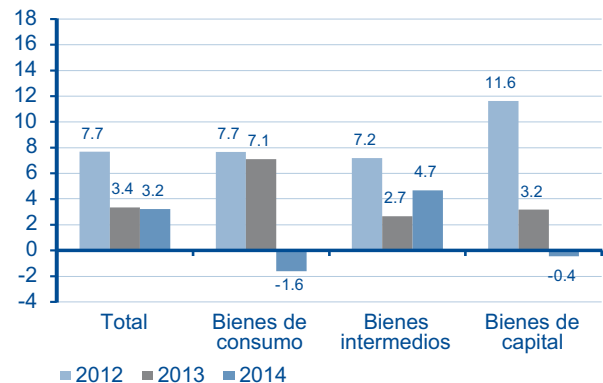
Exportaciones de automóviles: 2013 y 2014 (Venta de unidades acumuladas)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 20

Importaciones de mercancías en los primeros seis meses de cada año (Var. % anual)

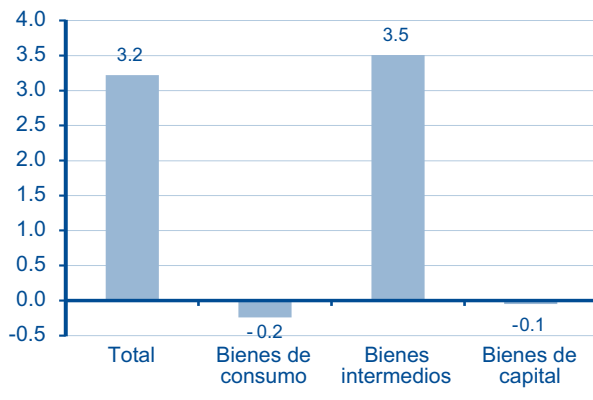


Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Por otro lado, la contribución tanto de las exportaciones agropecuarias como de las industrias extractivas fue de 0.2 pp. La aportación negativa provino de las exportaciones petroleras, la cual fue de -0.9 pp. En la medida en que las exportaciones petroleras dejen de registrar tasas de crecimiento negativas, se podrá observar un mayor dinamismo de las exportaciones totales del país. Esto a su vez apoyará en mayor grado la expansión del PIB.

Gráfica 21

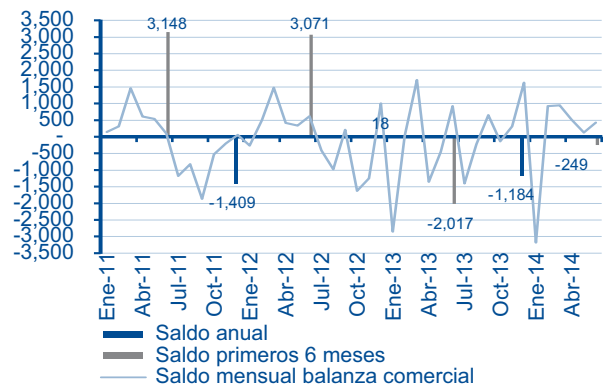
Importaciones totales de mercancías en los primeros seis meses de 2014: contribución al crecimiento por componente (Puntos porcentuales, pp)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 22

Saldo de la balanza comercial: mensual, anual y de los primeros seis meses de 2014 (Millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

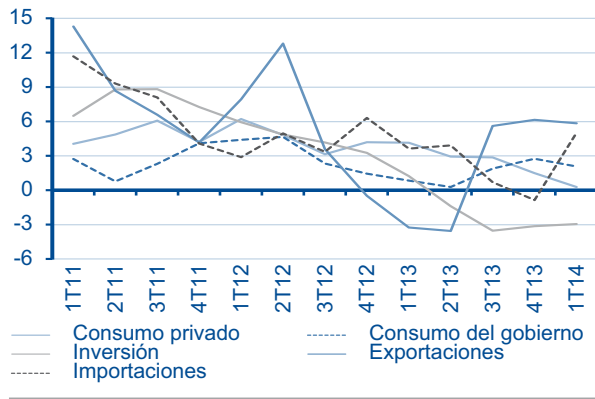
Por su parte, las importaciones de mercancías en los primeros seis meses del año crecieron únicamente 3.2% anual (véase gráfica 20). Al observar sus componentes, tenemos que las importaciones de bienes de consumo decrecieron (-1.6%) al igual que las importaciones de bienes de capital (-0.4%). Este último tipo de importaciones parecen estar más asociadas a la demanda interna, por lo que podrían estar reflejando el reducido dinamismo que han tenido el consumo del sector privado y la inversión fija bruta. La tasa de crecimiento que las importaciones de bienes intermedios registraron en el primer semestre de 2014 fue de 4.7%. Además, las importaciones de bienes intermedios fue el único componente de las importaciones de mercancías que tuvo una aportación positiva al crecimiento total de éstas (3.5 pp), pues dado el crecimiento negativo de las importaciones de bienes de consumo y de bienes de capital, éstas registraron aportaciones negativas al crecimiento de las importaciones totales de mercancías de -0.2 y -0.1 pp, respectivamente (véase la gráfica 21).

Por último, cabe mencionar que a junio de 2014 el saldo de la balanza comercial fue deficitario por casi 250 millones de dólares, cifra que es significativamente menor al déficit de casi 1.2 mil millones de dólares que esta cuenta registró en el mismo lapso de 2013 (véase la gráfica 22). El mayor dinamismo observado de las exportaciones que de las importaciones ha contribuido a reducir este déficit. Además, de continuar este comportamiento se tendrá que al final del año la balanza comercial pueda registrar un déficit muy reducido e incluso podría llegar a terminar en superávit.

3.1.2 Sector interno: mejoras apenas incipientes

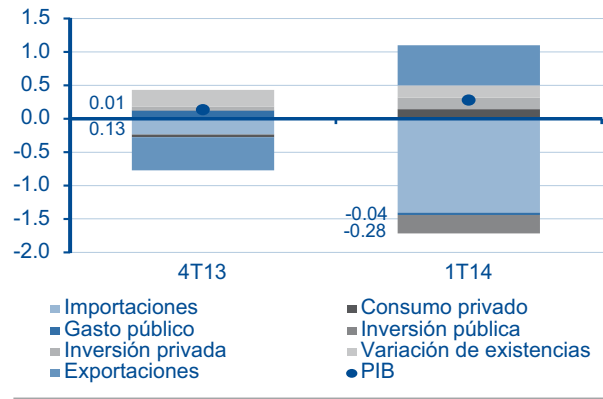
Durante el primer trimestre de 2014 la mayoría de los componentes de la demanda agregada del país tuvieron un mal desempeño incluso la inversión continuó en una fase negativa (-2.9% a/a. ae). El consumo también ha seguido registrando un desempeño moderado debido a la insuficiente creación de empleo y al limitado aumento de los salarios reales (véase el apartado siguiente para más detalle). Por ejemplo, el consumo privado creció apenas 0.3%, en tanto el consumo público lo hizo en 2.1%, contra el 4.2% y el 0.8%, respectivamente, del mismo trimestre del año anterior, con cifras desestacionalizadas (véase la gráfica 23). Esto pudiera estar vinculado en cierta medida al efecto negativo de la reforma fiscal sobre el ingreso de las familias. Además, en el primer trimestre del año se observó una contribución negativa de algunos componentes en el PIB, como fueron los rubros correspondientes al gasto y la inversión pública. Esto genera incertidumbre sobre la contribución de dichos componentes al PIB en lo que resta del año (véase la gráfica 24). En este sentido, es clave para la recuperación que la expansión del gasto público se focalice en proyectos de infraestructura productiva que tengan un efecto dinamizador y permanente sobre el crecimiento del PIB (ver Recuadro 1).

Gráfica 23
Demanda agregada: componentes, 2011-2014
(Var% a/a, ae)



ae=ajustada por estacionalidad. a/a=año a año.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 24
Contribución al crecimiento del PIB, 4T13-1T14
(Puntos porcentuales, t/t, ae)



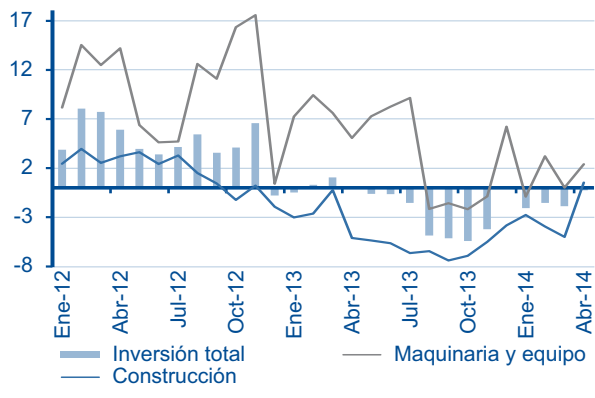
ae=ajustada por estacionalidad. t/t=trimestre a trimestre.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Para el segundo trimestre de 2014 se espera que la inversión fija bruta total y sus componentes muestren signos de recuperación. En abril hubo algunos indicios en este sentido. En ese mes, por primera vez desde noviembre de 2012, todos los componentes de la inversión, incluyendo la Construcción, tuvieron tasas de variación anual positivas en términos desestacionalizados. El componente de Maquinaria y Equipo creció 2.4%. El subcomponente nacional aumentó 3.9% y el importado lo hizo en 3.0%. La Construcción aumentó 0.5% (véase la gráfica 25). No obstante, el promedio simple de los cuatro primeros meses del año reporta una caída de la inversión de 1.4%.

Los datos anteriores de la inversión señalan que aún no hay un impulso suficiente para lograr un crecimiento dinámico y sostenido. Para ello se requiere mayor inversión privada y la complementariedad de la inversión pública. El punto anterior está en línea con el mayor presupuesto aprobado por el Congreso para 2014 y la puesta en marcha de más obras de infraestructura planificadas en el Programa Nacional de Infraestructura 2014-2018. Por ello, esperamos que la ejecución de estos recursos públicos en los próximos meses se realice de manera productiva, eficiente y transparente, con el fin de impulsar la expansión de la actividad económica en nuestro país.

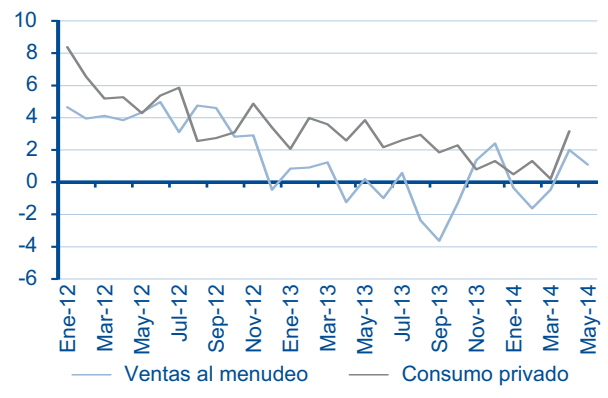
Además, las ventas al menudeo durante el primer trimestre del año registraron tasas de crecimiento negativas. En promedio tuvieron una variación anual de -0.7%, ae. En contraste, en abril y mayo, con cifras desestacionalizadas, estas ventas aumentaron 2.0% y 1.2% anual, ae. Lo anterior da indicios de una recuperación económica moderada puesto que las tasas son todavía inferiores a los niveles de 4.0% observados en los mismos meses de 2012 (véase gráfica 26).

Gráfica 25
Inversión: componentes, 2012-2014
(Var % a/a, ae)



ae=ajustada por estacionalidad. a/a=año a año.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 26
Ventas al menudeo y consumo privado, 2012-2014
(Var % a/a, ae)



ae=ajustada por estacionalidad. a/a=año a año.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

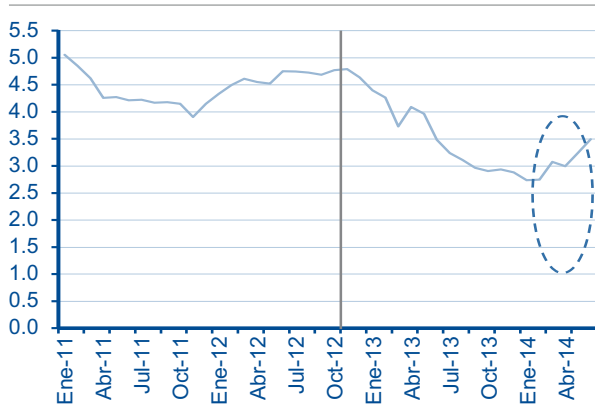
Adicionalmente, la confianza de los agentes económicos en junio reveló una leve mejora, pero ésta todavía no llega a los niveles que tenía hace un año. El Índice de Confianza del Productor se mantuvo en los 51.1 puntos en junio. Mientras, el Índice de Confianza del Consumidor alcanzó los 91.3 puntos. Esta última cifra es equivalente a un incremento mensual de 0.8%, ae, por lo que prevalece una percepción de cierta mejoría en la actividad económica interna para los próximos meses.

3.1.3 Empleo en el IMSS: sigue aumentando el empleo formal

Desde noviembre de 2012 la tasa de crecimiento anual del número total de trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) empezó a desacelerarse. En ese mes la tasa de crecimiento de este indicador fue de 4.8% y ésta disminuyó hasta 2.7% en enero de 2014. De ese mes en adelante la tasa de crecimiento de este tipo de empleo formal volvió a aumentar y en junio de 2014 fue de 3.5% (véase gráfica 27). El dinamismo del nuevo empleo formal medido con los nuevos trabajadores afiliados al IMSS también se refleja en el aumento del número de puestos de trabajo considerados en los últimos 12 meses. De esta forma, en enero de 2014 se habían creado casi 441 mil nuevos empleos en los 12 meses previos, y a junio de 2014 esa cifra fue mayor y de 571 mil personas (véase gráfica 28).

Gráfica 27

Número total de trabajadores afiliados al-IMSS, 2011-2014 (Var. % a/a)

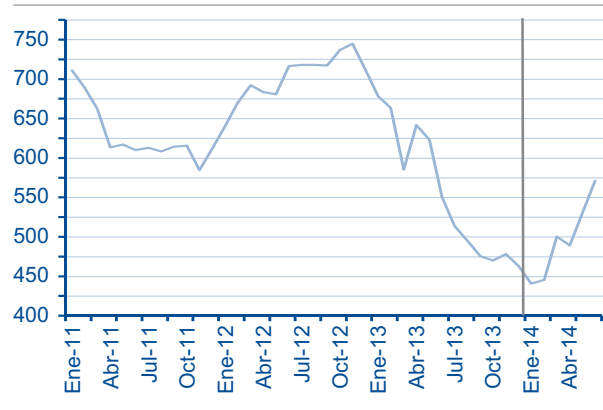


a/a=año a año.

Fuente: BBVA Research con información del IMSS.

Gráfica 28

Trabajadores afiliados al IMSS, 2011-2014 (Miles de nuevos trabajadores afiliados en los 12 últimos meses)



Fuente: BBVA Research con información del IMSS.

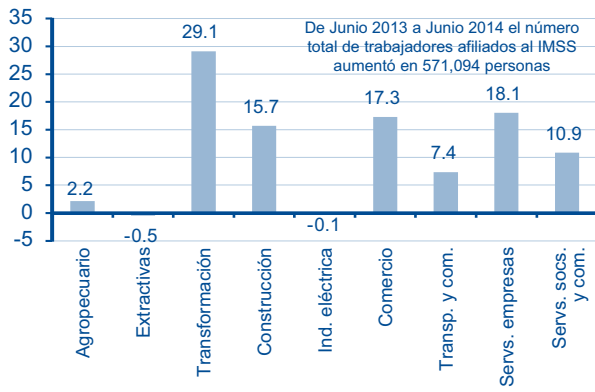
Por otro lado, en los últimos 12 meses casi el 30% del nuevo empleo formal dado por el aumento de trabajadores que están afiliados al IMSS ha provenido del sector de la transformación o sector manufacturero. En importancia le siguen los sectores de servicios a empresas y hogares (18.1%), comercio (17.3%) y construcción (15.7%). En cambio, las industrias extractivas y la eléctrica son sectores en donde el empleo se ha contraído ligeramente (véanse gráficas 29 y 30).

Los datos anteriores indican que el desempeño del empleo formal, de acuerdo con el número total de trabajadores afiliados al IMSS, ha evolucionado positivamente en el primer semestre de 2014, dado el aumento de su tasa de crecimiento anual y el número total de empleos generados en el último año.

Entre los factores que estarían detrás de la reciente mejora en el número de registros del IMSS parece, estar por un lado, un mayor nivel de actividad económica, y por otro, la formalización del empleo promovida por la Secretaría del Trabajo y Previsión Social (STPS). Aunque no hay estadísticas disponibles para separar la contribución de cada factor, desde el punto de vista del número de nuevos trabajadores afiliados al IMSS, los datos del primer semestre de 2014 indican que ha habido un importante avance en el país en este rubro.

Gráfica 29

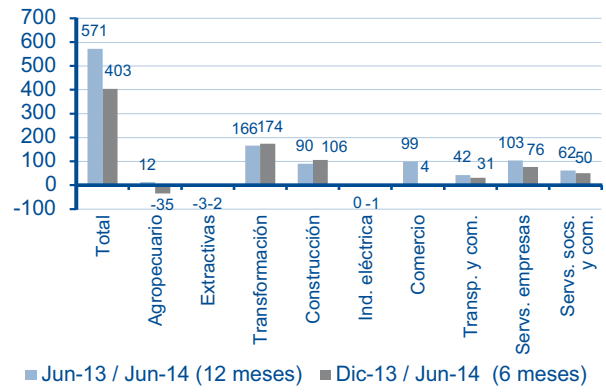
Aumento en el número total de trabajadores afiliados al IMSS: Junio 2013 a Junio 2014 (Estructura porcentual, %)



Fuente: BBVA Research con información del IMSS.

Gráfica 30

Número de nuevos trabajadores afiliados al IMSS: comparación de aumento en 6 y 12 meses en 2013 y 2014 (Miles de personas)

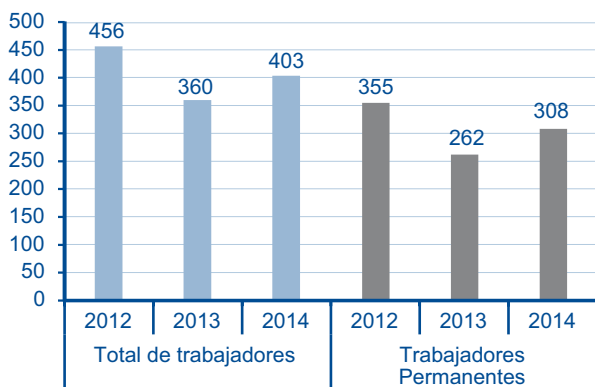


Fuente: BBVA Research con información del IMSS.

Por otra parte, en el primer semestre de 2014 se tiene que el número total de nuevos trabajadores afiliados al IMSS es mayor al de 2013, al igual que sucede con el número de nuevos empleos permanentes o número de trabajadores que tienen un contrato de empleo permanente (véase gráfica 31). En contraste, el salario diario promedio de cotización de los trabajadores afiliados al IMSS en términos constantes prácticamente no ha aumentado desde 2012 (véase gráfica 32). Con base en el promedio móvil de 12 meses del salario medio de cotización del IMSS se tiene que éste fue de 274.1 pesos en 2011; aumentó 0.5% en 2012 al ubicarse en 275.6 pesos; en 2013 se incrementó 0.1% y fue de 275.9 pesos, y el salario promedio de los 12 meses que concluyen en junio de 2014 fue de casi 275.9 pesos.

Gráfica 31

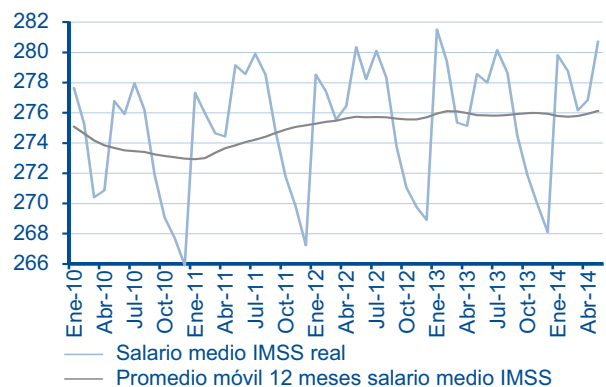
Número total de nuevos trabajadores afiliados al IMSS en el primer semestre del año: 2012-2014 (Miles de trabajadores)



Fuente: BBVA Research con información del IMSS.

Gráfica 32

Salario diario promedio de cotización en el IMSS (Pesos de diciembre de 2013)



Fuente: BBVA Research con información del IMSS.

3.1.4 Comportamiento reciente de las finanzas públicas

Los ingresos totales del sector público presupuestario acumulados de enero a mayo de 2014 registraron una tasa de crecimiento real de 3.2%. Dentro de las partidas que integran los ingresos del sector público la correspondiente a ingresos tributarios fue la que mostró la mayor tasa de crecimiento, la cual fue de 8.7%. A su interior, los ingresos por impuestos del ISR y el IVA registraron una tasa de crecimiento real en el periodo de 10.1% y 20.3%, respectivamente. Es decir, el desempeño de los ingresos del sector público ha sido favorable por el lado de los ingresos no petroleros, y en particular por los ingresos tributarios.

Cuadro 1

Ingresos del Sector Público presupuestario acumulados en los primeros cinco meses del año (Miles de millones de pesos)

	Enero-Mayo 2014		
	Monto	Var. % real	Estruc. %
Total	1,610.1	3.2	100.0
Petroleros	491.0	-0.5	30.5
No Petroleros	1,119.0	4.9	69.5
Gobierno Federal	873.6	4.8	54.3
Tributarios	799.5	8.7	49.7
No Tributarios	74.0	-24.2	4.6
Organismos y Empresas	245.5	5.0	15.2

Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

Cuadro 2

Gasto del Sector Público presupuestario acumulado en los primeros cinco meses del año (Miles de millones de pesos)

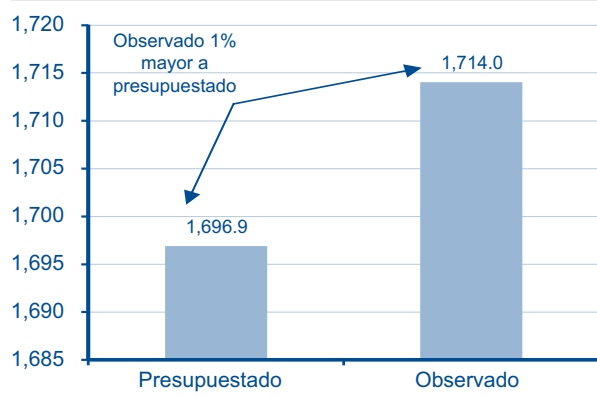
	Enero-Mayo 2014		
	Monto	Var. % real	Estruc. %
Total	1,714.0	12.6	100.0
Gasto Programable	1,377.7	14.3	80.4
Gasto Corriente	1,041.3	9.7	60.8
Gasto de Capital	336.4	31.4	19.6
Gasto No Programable	336.4	5.9	19.6
Participaciones a Estados	258.2	10.5	15.1
Costo Financiero	60.1	-7.1	3.5

Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

Por lo que respecta al gasto total del sector público presupuestario, su tasa de crecimiento real anual en el periodo acumulado de enero a mayo de 2013 fue mayor a la de los ingresos del sector público y de 12.6% real. Por su parte, el gasto programable creció 14.3%, y la partida de gasto en capital lo hizo en mucho mayor medida que el gasto corriente: 31.4% vs 9.7%. Esto, en principio permite esperar que a lo largo del año se presente un importante aumento en el gasto público en infraestructura, lo cual a su vez apoya de manera permanente el proceso de crecimiento económico del país.

Gráfica 33

Gasto del Sector Público presupuestario acumulado de enero a mayo de 2014: observado vs programado (Miles de millones de pesos)



Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

Cuadro 3

Situación Financiera del Sector Público enero - mayo (Miles de millones de pesos)

	2013	2014	Var. % real
Balance Público	56.0	-91.7	ns
Balance Presupuestario	36.3	-104.0	ns
Gobierno Federal	16.7	-88.0	ns
Organismos y Empresas	19.5	-16.0	ns
Pemex	-16.6	-76.1	ns
Otras Entidades	36.1	60.1	60.2
Entidades bajo Control Indirecto	19.8	12.3	-40.2
Balance Primario	109.0	-26.0	ns
Balance Presupuestario	98.5	-43.8	ns
Gobierno Federal	61.5	-45.0	ns
Organismos y Empresas	37.0	1.1	-97.1
Pemex	-4.1	-64.3	ns
Otras Entidades	41.1	65.4	53
Entidades bajo Control Indirecto	10.4	17.9	54.5

ns=no significativo

Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

Por su parte, el gasto del sector público se ha estado ejerciendo conforme a lo que se programó desde el año pasado. De esta manera a mayo de 2014 se tenía que el gasto total ejercido de enero a ese mes fue 1% mayor al gasto programado (véase gráfica 33). Esto último indica que el gasto se está ejerciendo de manera puntual, lo cual se perfila para continuar el resto del año.

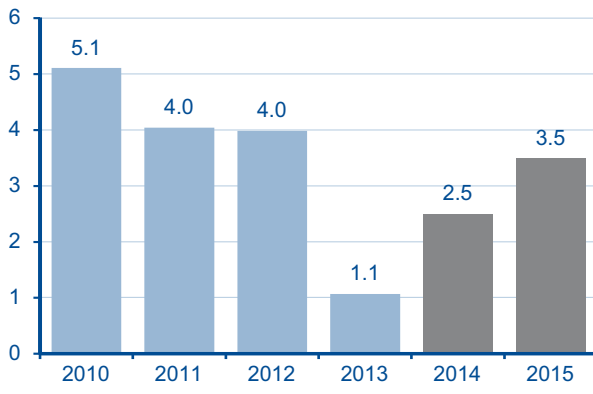
El mayor dinamismo del gasto del sector público en relación con el ingreso se ha reflejado en una posición deficitaria de la situación financiera del sector público. Esta situación está contenida en el presupuesto financiero del sector público para este año. En su momento, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) hizo referencia a la existencia en 2014 de un déficit del sector público de 1.5 puntos porcentuales del PIB. En la medida en que tanto los ingresos como el gasto del sector público se realicen a lo largo de 2014 conforme a lo estipulado, se tendrá entonces que la posición financiera del sector público será la misma que fue aprobada en el presupuesto del sector público.

3.1.5 Perspectivas: la economía habrá de acelerarse en los próximos meses, aunque aún persisten ciertos riesgos

Las malas condiciones climáticas en los EE.UU. afectaron la demanda de productos mexicanos durante el primer trimestre de 2014. Además, el consumo y la inversión privada todavía se muestran débiles, por una parte por un efecto mayor al esperado de la reforma fiscal y por otra, por la debilidad en el mercado laboral. Por ello, la expectativa de un mayor nivel de crecimiento económico para 2014 depende en su mayor parte de la aceleración del crecimiento de la economía de los Estados Unidos y del uso eficiente y productivo del gasto público en México. Resultado de estos dos factores se estima un crecimiento de 2.5% para 2014. Sin embargo, existen riesgos en este escenario. El desempeño económico de los Estados Unidos todavía no es lo suficientemente robusto, pues se siguen reportando indicadores mixtos que generan cierta incertidumbre sobre el ritmo de crecimiento para los próximos meses. Además, a pesar del aumento del gasto público en México todavía no hay signos claros de que el mayor monto de recursos ejercidos tenga un impacto dinamizador sobre la economía. Por lo que habrá que estar atentos a su evolución.

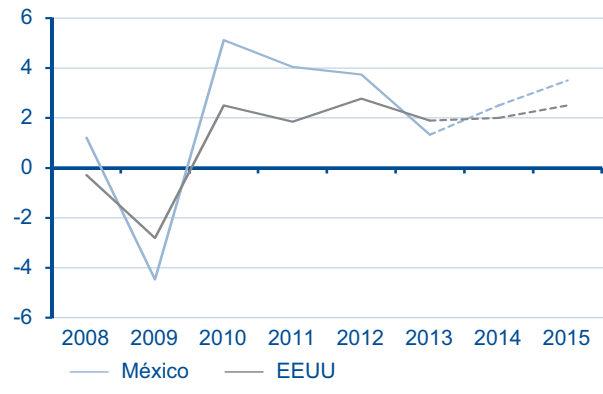
En la medida en que las reformas estructurales vayan madurando es de esperar que la economía mexicana tenga un crecimiento más dinámico que permita un mayor desarrollo y provisión de bienes y servicios públicos tales como seguridad, educación y salud. Estimamos que las reformas estructurales podrían empezar a rendir sus primeros frutos, aunque todavía modestos, en 2015, lo que se reflejaría en un crecimiento en torno al 3.5% anual para ese año (véanse las gráficas 34 y 35).

Gráfica 34
Crecimiento anual del PIB de México, 2010-2015
(Var. % a/a)



a/a=año a año.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 35
PIB de México y los Estados Unidos, 2008-2015
(Var. % a/a, ae)



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

Recuadro 1: Infraestructura como detonante del crecimiento económico

Entre los mecanismos que tiene el Estado para fomentar el crecimiento económico de un país destaca el gasto del sector público canalizado a la inversión en infraestructura. La literatura económica generalmente encuentra un vínculo positivo entre estas dos variables y, por ejemplo, el exitoso caso de China parece hacer evidente la motivación de invertir en infraestructura. Asimismo, y de acuerdo con un análisis del Banco Mundial, si la infraestructura de Latinoamérica tuviera el nivel en términos de cantidad y calidad de la de Asia del Este, las tasas de crecimiento en estos países podrían ser entre 1 y 5 puntos porcentuales mayores por año dependiendo del nivel de rezago del país, obteniendo como resultado que los países más rezagados tendrían las mayores tasas de crecimiento.

La inversión en infraestructura, al igual que el gasto corriente, genera un impulso significativo al PIB. No obstante, lo verdaderamente relevante es el efecto de largo plazo que la infraestructura genera a través de dos canales. En el primero, la inversión en infraestructura implica un aumento del ingreso disponible resultado de la reducción de los costos de transacción, por ejemplo dentro de las actividades comerciales con la creación de una nueva carretera o un puente. Además, este tipo de inversión genera o facilita la ampliación de la variedad y cantidad de productos disponibles en una región. Segundo, este tipo de inversión permite que el crecimiento se realice cuando se incrementa el flujo de personas y su capital humano, y aumente la disponibilidad de información de tal manera que crezca la productividad en la región. Es decir, el gasto del sector público que se canaliza a infraestructura puede tener un efecto permanente en la estructura productiva del país al expandir la capacidad de producción de la economía, característica de la cual carece el gasto en consumo, y el consumo del sector público no es la excepción.

En el primer trimestre del año la contribución de la inversión pública al crecimiento del PIB en México fue negativa (véase gráfica 24). Considerando lo anterior y sus potenciales efectos favorables, es importante que se ésta aumente y su ritmo de expansión se acelere a lo largo del año. El Programa Nacional de Infraestructura 2014-2018 es un esfuerzo favorable para la planeación de mediano plazo del país como también lo es como herramienta para aumentar la tasa de crecimiento de la economía. Para lograr lo anterior, es crucial que sus

proyectos se materialicen de forma oportuna. Vale la pena tomar en cuenta que actualmente la inversión fija bruta del sector público representa el 40 % del gasto en consumo de este sector.

De acuerdo con nuestras estimaciones, en México la inversión pública genera un efecto sobre el PIB alrededor de 50% mayor al del gasto público corriente.¹ Ahora bien, hay ejemplos que comprueban que el diseño y planeación es muy relevante en los proyectos de infraestructura, porque de no haberlo algunos proyectos pueden tener efectos adversos en la población donde el proyecto se ejecuta. Por ejemplo, si los proyectos resultan en el movimiento de personas hacia zonas que incrementan los costos de traslado y de provisión de servicios, entonces éstos no tendrán los efectos positivos deseados. Además, se puede dar el caso en que los proyectos pueden reducir la eficiencia generada por efectos de agrupación o cluster en actividades existentes. También puede suceder que la entrada de nuevos productos a las zonas recientemente conectadas debido a la realización de nuevos proyectos de infraestructura pueda desplazar a los productores locales. Además, es necesario tomar en cuenta ciertas características de la economía mexicana que podrían resultar en un efecto de la expansión del gasto público en el crecimiento del PIB menor al esperado. En concreto esto último puede suceder debido al alto grado de apertura de la economía mexicana y el tipo de cambio flexible. En este caso, el efecto favorable en la economía de una expansión del gasto público se podría ver contrarrestado por un aumento de las importaciones y una apreciación cambiaria.

Por lo tanto, es crucial que los recursos adicionales obtenidos por el sector público se enfoquen mediante el gasto que este sector realiza primordialmente en el desarrollo de infraestructura productiva y bajo un diseño y planeación adecuados. De esta forma se estará apoyando la expansión de largo plazo de la economía y no únicamente una reactivación de corto plazo de la misma.

Bibliografía

"The Effects of Infrastructure Development on Growth and Income Distribution", by César Calderón and Luis Servén. World Bank Policy Research Working Papers, September 2004

The variable benefits of investing in infrastructure. The Economist, July 19th 2014.

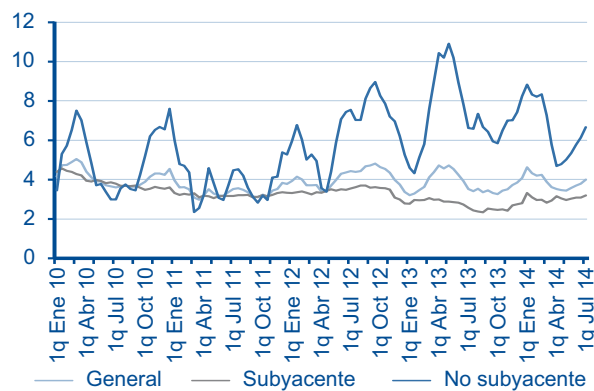
¹ Estimaciones en base a un modelo econométrico trimestral de la economía mexicana. Este modelo se basa en la información que el INEGI proporciona de los componentes de la oferta y demanda agregada de bienes y servicios. El modelo se estimó del primer trimestre de 2006 (1T06) a igual periodo de 2014 (1T14) y se hicieron pruebas estadísticas para evaluar la eficacia del modelo para pronosticar el crecimiento del PIB dentro de la muestra, las cuales resultaron favorables al encontrarse un margen de error cercado al 5%. El ejercicio consistió en realizar simulaciones del crecimiento del PIB al modificar exógenamente el gasto y la inversión pública. En concreto, al aumentar dichas variables en 10 por ciento de forma individual. Con base en las simulaciones y su comparación con el escenario base en ausencia de dichos aumentos, se calcula el efecto de cada variable en el PIB.

3.2 Subida transitoria de la inflación en 3T14 antes de disminuir hacia 3.7% a fin de este año. Revisión a la baja en nuestras previsiones de 2015

Este año la inflación se ha comportado como preveíamos, con la tasa anual aumentando de forma transitoria a 4.5% en enero por los cambios fiscales, bajando a niveles inferiores a 4.0% a partir de marzo y regresando nuevamente a niveles de 4.0% en julio resultado de un efecto desfavorable de comparación anual. Principalmente dos factores han explicado los movimientos de la inflación durante 2014: a) la ausencia de efectos de segundo orden en la formación de precios derivado de los nuevos impuestos; y b) el que los choques de oferta que afectaron los precios de las frutas y verduras durante el 4T13 se hayan disipado a lo largo de este año. Los precios de las frutas y verduras que aumentaron de forma importante en los dos últimos meses de 2013, tuvieron reducciones considerables en la primera mitad de 2014 (véase gráfica 37). Así, el que el cambio en algunos precios relativos por los cambios impositivos no haya afectado el proceso de formación de precios y el que se hayan disipado los choques de oferta observados en los precios de las frutas y verduras durante el 4T13, explican en buena medida la tendencia descendente de la inflación general observada durante el 2T14. Para la segunda mitad del año anticipamos que la inflación se mantendrá ligeramente por encima del 4.0% en promedio entre julio y septiembre, antes de disminuir a 3.7% a finales de año. Por su parte, prevemos que la inflación subyacente permanecerá bajo control el resto del año, pero es probable que se acelere ligeramente en la segunda mitad del año a 3.3% en promedio frente a la media de 3.0% en la primera mitad del año, lo que depende de la esperada recuperación de la economía. Para 2015, revisamos a la baja nuestras previsiones por los efectos favorables sobre los precios de la reforma de telecomunicaciones recientemente aprobada.

Gráfica 36

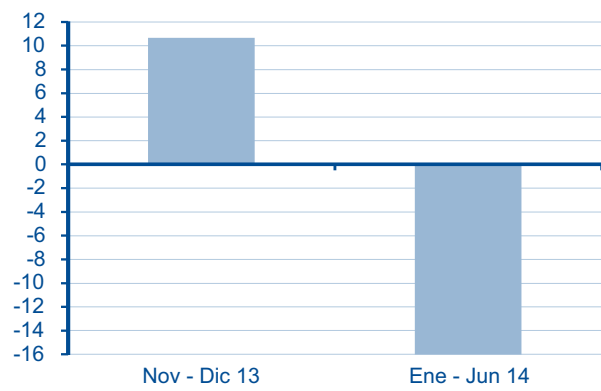
Inflación y componentes Var. % a/a, serie quincenal



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 37

Inflación de frutas y verduras Var. % acumulada



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Si consideramos la inflación subyacente, la que mejor indica la evolución de los precios en el mediano plazo, el comportamiento reciente se ha mantenido favorable a pesar del choque fiscal observado en enero de este año. 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 anual (2.72%) y el nivel mínimo en agosto (2.37%). Esta tendencia fue interrumpida de forma transitoria por los cambios fiscales implementados en enero de este año y la tasa anual repuntó a 3.2%. No obstante, en el lapso febrero-abril nuevamente se ubicó en promedio ligeramente por debajo de 3.0% (2.99%). La debilidad económica que continuó durante el primer trimestre de este año y el inicio del segundo trimestre sigue limitando los aumentos de precio de las empresas, favoreciendo la estabilidad de la inflación subyacente. Así, en el segundo trimestre de 2014 se mantuvo en promedio en niveles cercanos a 3.0% (3.07%). Esperamos que la inflación subyacente continúe baja en un contexto de ausencia de presiones de demanda. Además, no prevemos tensiones financieras que deprecien sustancialmente al peso ni una aceleración global suficientemente relevante como para provocar una aceleración significativa

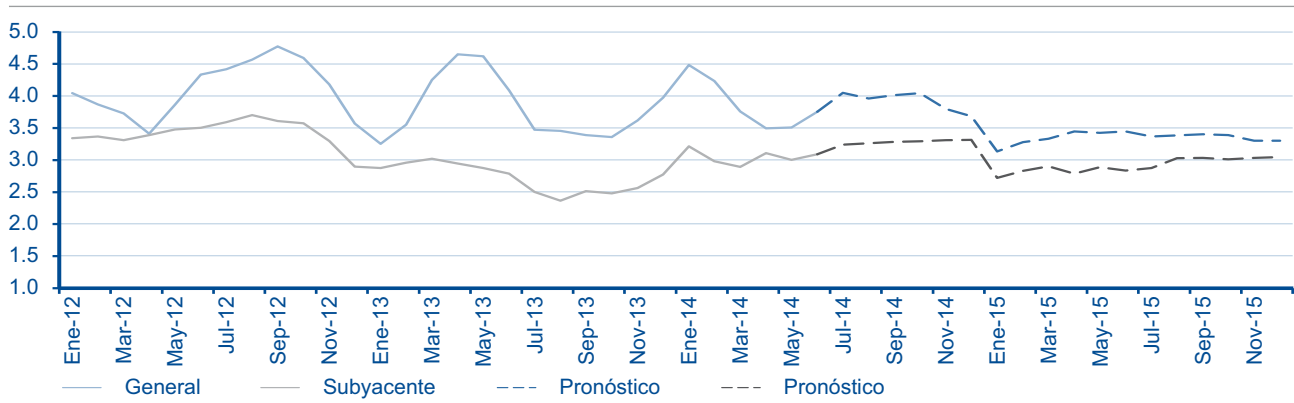
de los precios de las materias primas. Ahora, si bien la inflación subyacente permanecerá moderada por más tiempo, la gradual mejora del ciclo económico se debería traducir en una ligera aceleración de este componente en lo que resta del año. En concreto, es probable que se acelere ligeramente en la segunda mitad del año (a 3.28% frente a la media de 3.05% en la primera mitad del año). Así, anticipamos que la inflación subyacente promediará 3.17% durante 2014, frente a la media de 2.7% observada en 2013.

En cuanto a la inflación general, a finales de 2013 ésta presentó un incremento importante al pasar de 3.36% en octubre a 3.97% en diciembre debido principalmente a choques de oferta en los mercados agrícolas y cambios en algunas tarifas autorizadas por el gobierno (e.g., alza en el precio del metro). En enero de 2014, la entrada en vigor de nuevas medidas fiscales provocó un repunte adicional con lo que la inflación general alcanzó un 4.5% anual. Posteriormente, como anticipamos, a medida que los efectos de esos choques comenzaron a disiparse, la inflación retomó una tendencia descendente. Nuestra expectativa respecto a que no habría efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios se confirmó y la inflación regresó al rango alrededor del objetivo de Banxico de 3.0% +/- 1pp en marzo al ubicarse en 3.76%. La tendencia descendente continuó hasta la primera quincena de mayo cuando la inflación anual se ubicó en niveles de 3.44%. Estos niveles fueron posibles principalmente por un comportamiento muy favorable del componente no subyacente y por la holgura de la economía que ha permitido que inflación subyacente continúe en niveles reducidos. Como previmos, la tasa anual de inflación se mantuvo cercana al 3.5% en mayo y luego empezó a subir gradualmente a partir de junio cuando alcanzó 3.75%. El último dato, de la primera quincena de julio, confirmó nuestra expectativa que la tasa anual continuaría subiendo hacia el 4.0%-4.1% en los siguientes meses, antes de descender hacia el 3.7% al final del año. La inflación se situará ligeramente por encima de 4.0% en promedio durante el periodo julio-octubre por un efecto aritmético derivado de una baja base de comparación (véase gráfica 38). No obstante, prevemos que este aumento al ser resultado principalmente de efectos base será transitorio, por lo que las perspectivas de inflación se mantienen favorables. En noviembre, la tasa anual nuevamente se ubicará dentro del intervalo de tolerancia de Banxico y a partir de ese mes comenzará a moverse dentro de una tendencia descendente que la ubicará en 3.7% en diciembre de 2014 y en 3.1% en enero de 2015.

La considerable disminución prevista para la inflación general en enero de 2015 se deriva de dos factores principalmente. Uno, que ya estaba previsto en nuestro escenario desde hace tiempo, la desaparición del efecto transitorio en la tasa anual de inflación de los cambios fiscales de enero de 2014; y el segundo que se originó en las últimas semanas tras la aprobación en el Congreso de las leyes secundarias de la reforma de telecomunicaciones (ver recuadro 2). El primer elemento, es decir, el efecto base al disiparse en la tasa anual los cambios fiscales de enero de 2014 (i.e., no se prevén cambios fiscales adicionales ante anuncios de las autoridades en este sentido) implicaba que la inflación disminuirá a alrededor de 3.3% en enero de 2015 y se ubicaría en 3.5% a fin de año. El segundo elemento imprime una reducción adicional en nuestras previsiones al incorporar el posible efecto sobre los precios de las modificaciones en el mercado de telefonía fija y móvil. Ahora estimamos que la inflación será en torno a 0.15 puntos porcentuales (pp) más baja en enero de 2015 y en torno a 0.20 pp menor en el conjunto del año. Así nuestro nuevo escenario es que la inflación disminuirá a 3.1% en enero de 2015 (desde 3.7% en diciembre de 2014), que promediará 3.3% durante 2015 y que cerrará dicho año en 3.3% (véase gráfica 38).

Gráfica 38

Perspectivas de inflación
Var. % a/a



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Por otra parte, existen dos elementos relevantes a partir de 2015 que aumentan la probabilidad de que Banxico alcance su meta de inflación en los próximos años de forma permanente. El primero es que el incremento en el precio de las gasolinas se determinará en función de la inflación esperada a partir de enero de 2015. Cabe recordar que en los años previos los aumentos en dicho subíndice habían estado muy por encima de los del promedio de los precios en la economía lo que había constituido una rigidez a la baja en la inflación. Así, esta rigidez desaparecerá. El segundo elemento son los cambios en el mercado de telecomunicaciones, ya que no sólo derivarán en menores precios de los servicios de telefonía fija y móvil durante 2015, sino también potencialmente tendrán efectos persistentes en el mediano y largo plazo por la mayor competencia que debería derivar en menores precios para los consumidores. Si a estos dos elementos se sumara una mayor competencia en otros mercados de la economía, el objetivo de una inflación de 3.0% tendría mayor probabilidad de ser alcanzado de forma permanente. De momento mantenemos nuestras previsiones de inflación anual de mediano plazo en 3.3% (menores a las del consenso desde hace algún tiempo), pero de confirmarse los potenciales cambios positivos en forma de mayor competencia en distintos sectores de la economía nuestro sesgo a la baja actual nos haría revisar dichas previsiones ligeramente a la baja, hacia niveles todavía más cercanos a 3.0%.

Recuadro 2: Revisión a la baja en nuestras previsiones de 2015 por los efectos favorables sobre los precios de la reforma de telecomunicaciones

Es previsible que la reforma de telecomunicaciones tendrá un efecto favorable sobre los precios en 2015. Tras la aprobación en el Congreso de las leyes secundarias de la reforma de telecomunicaciones existen principalmente cuatro cambios que prevemos se traducirán en una menor inflación durante 2015: i) la eliminación de cobros de larga distancia nacional; ii) la eliminación de cobros de *roaming* en teléfonos celulares; iii) la obligación que tendrán las compañías de suministrar el equipo telefónico liberalizado para su uso a través de cualquier operador y permitir al cliente el cambio de proveedor en menos de 24 horas; y iv) la eliminación de tarifas preferenciales (i.e., las llamadas telefónicas a números de cualquier compañía tendrán el mismo costo). Los primeros dos cambios tendrán un efecto inmediato en los precios y los otros dos tendrán un efecto gradual a lo largo del año. Estos dos últimos cambios podrían darle un impulso importante a la competencia, pero es aún incierta la magnitud del efecto que podrían tener en las tarifas de telefonía móvil. Ante esta incertidumbre hemos optado por incorporar un efecto moderado.

En el cuadro 4 resumimos los efectos que estamos considerando en la revisión de nuestros pronósticos para 2015. La eliminación de los cobros de larga distancia tendrá un efecto inmediato en enero de -0.10pp sobre la inflación por su peso relativo en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). En el mismo mes, la eliminación del cobro de *roaming* a los clientes de telefonía móvil podría restarle 0.03pp adicionales a la inflación mensual. En lo que respecta a los posibles menores precios por la mayor competencia, para la revisión de nuestros pronósticos hemos considerado dos puntos: i) que estos cambios serán graduales y ocurrirán a lo largo de todo el año, y ii) que si bien tendrán un efecto favorable, podría ser moderado, de entre -0.11 y -0.21pp adicionales. En suma, estas modificaciones implicarían una inflación en 2015 menor en 0.20pp a la anteriormente prevista. No obstante, aún con la revisión a la baja en nuestras previsiones, consideramos que la mayor competencia podría traducirse en un efecto a la baja más intenso del previsto, por lo que aún tras la revisión, el sesgo de la inflación para 2015 sería a la baja.

Cuadro 4

Efecto estimado de la reforma de telecomunicaciones sobre la inflación de 2015

	Peso INPC	Efecto estimado en inflación	
		Moderado ¹	Alto ²
Larga distancia nacional	0.10	-0.10	-0.10
Telefonía móvil	2.11	-0.11	-0.21
Total (suma)		-0.20	-0.31

1 Asumimos que las tarifas de telefonía móvil bajarán 5% una vez eliminados los cobros de *roaming* y después de que la mayor competencia provoque una disminución en los precios.

2 Asumimos que las tarifas de telefonía móvil bajarán 10% una vez eliminados los cobros de *roaming* y después de que la mayor competencia provoque una disminución en los precios.

Fuente: BBVA Research

3.3 Inesperado recorte de la tasa de política monetaria ante datos de crecimiento económico por debajo de lo esperado en el primer trimestre

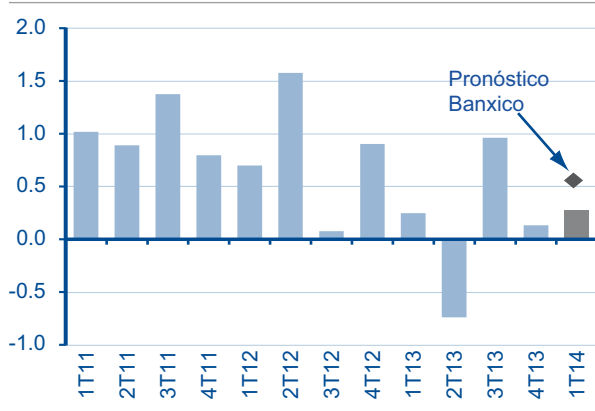
En una decisión inesperada por el mercado y los analistas, el banco central redujo la tasa de política monetaria en 50 puntos base en su reunión de junio, con lo cual la tasa se ubicó en 3.0%. Esta decisión se basó principalmente en un crecimiento de la actividad económica menor al esperado durante el primer trimestre. La economía creció a una tasa de 0.27% durante los primeros tres meses del año con datos ajustados por estacionalidad (ae), menos de la mitad del 0.6% que anticipaba la autoridad monetaria en su Informe de Inflación del primer trimestre (véase gráfica 39), el cual fue presentado dos días antes de darse a conocer el dato de PIB y dos semanas antes de la decisión de política monetaria. La argumentación a favor del recorte se apoyó en el buen desempeño mostrado por la inflación, y se dio énfasis a la expectativa de ausencia de presiones sobre los precios en el horizonte en que opera la política monetaria. En concreto, Banxico dejó en claro en su comunicado que la probabilidad de que la inflación anual se sitúe en niveles cercanos al 3.0% a partir del primer mes de 2015 se incrementó significativamente. De esta manera la argumentación se mantuvo alrededor del concepto de convergencia eficiente (i.e. reducción de la inflación hacia el objetivo con el menor costo posible en términos de actividad económica). Es decir, un recorte adicional en un entorno de crecimiento económico por debajo de lo esperado con una inflación que se reduce y se espera converja hacia el objetivo tan pronto como el próximo año.

La decisión de recortar la tasa no fue unánime al interior de la Junta de Gobierno. La mayoría de los miembros de la Junta que votó por la reducción se apegó a la ya mencionada argumentación de la convergencia eficiente, que aparece en las minutas desde marzo de 2012 y que también fue utilizada para justificar los recortes del año pasado. Los dos miembros que votaron por mantener la tasa fundamentaron su decisión en los siguientes argumentos principalmente: 1) Preocupación sobre los efectos que podría generar mantener una tasa real negativa por un periodo prolongado. En particular, la reducción de incentivos para el ahorro formal y una posible adopción excesiva de riesgos. Y es que si bien la inflación ha venido a la baja, en lo que va del año ésta ha estado por encima de la tasa de política monetaria desde noviembre de 2013 (véase gráfica 40), lo que se espera continúe en lo que resta del año. En el anuncio de política monetaria, Banxico señaló que la inflación podría converger a niveles cercanos a 3.0% a partir de enero de 2015, lo que parece estar encaminado a señalar que la tasa real no se situaría en terreno negativo por un periodo prolongado; 2) Posibles costos en términos de credibilidad. Costos que se generan al considerar que tras el recorte de octubre pasado se mencionó explícitamente que no serían recomendables recortes adicionales en la tasa de referencia. Adicionalmente, en aquel momento un miembro de la junta aseveró que la situación económica en México no ameritaba una tasa real negativa; 3) La incertidumbre sobre el rezago con que opera la política monetaria. El posible efecto sobre la actividad económica que pudiera tener el recorte podría ocurrir cuando la economía ya esté en expansión. A esto se añade la idea de que el nivel de tasas antes del recorte no parece haber tenido un efecto negativo sobre el crecimiento; 4) Los efectos adversos sobre la inflación y la estabilidad financiera de posibles episodios de volatilidad. Del contraste de los argumentos a favor y en contra del recorte se desprende que la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno dio mayor peso a promover la reducción de los costos en términos de actividad económica al estimar factible la reducción de la inflación hacia el objetivo. Mientras que los dos miembros restantes parecen dar más ponderación a la incertidumbre sobre el cumplimiento del objetivo de inflación, dudan de la conveniencia de reducir la tasa ante los riesgos en los mercados internacionales o no consideran que el nivel de tasas prevaleciente inhiba el crecimiento.

Ante las circunstancias en que tuvo lugar este sorpresivo recorte se pueden extraer varias lecciones. Primero, como se mencionó en Situación México del cuarto trimestre de 2013, el criterio de la convergencia eficiente parece predominar entre la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno. Tras cuatro recortes sustentados en esta premisa y ante un entorno de inflación controlada, parece ser que la actividad económica ha tomado un lugar relevante en las decisiones del banco central. Segundo, ante la aparición de datos inesperados el banco central puede modificar la tasa de política monetaria aun sin incorporar un cambio de tono en una comunicación previa, de considerar que esta es la política más recomendable ante el cambio en el entorno. Ahora bien, es importante reconocer que tanto una alta volatilidad, como la falta de datos conclusivos o claridad en el entorno económico pueden generar que un banco central se vea imposibilitado para comunicar sus pasos posteriores, y no por esto debe renunciar a aplicar de forma oportuna la política que considere más adecuada.

Gráfica 39

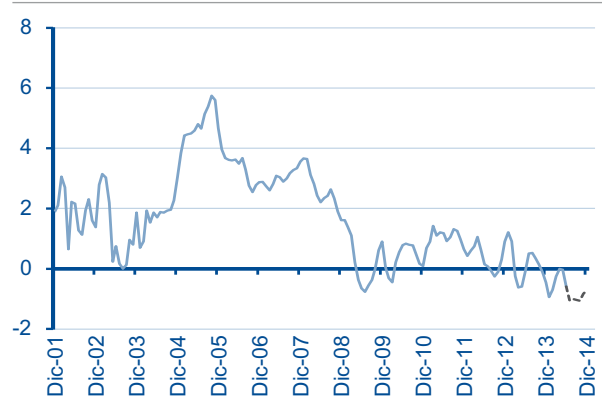
Crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 40

Tasa real de interés (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Hacia adelante consideramos que se mantendrá la pausa monetaria al menos durante el resto del año. Esto considerando el señalamiento en la comunicación del banco central acerca de que no considera necesario un recorte adicional en el futuro previsible y tomando en cuenta que el recorte sorpresivo obedeció a una moderación del crecimiento que no se anticipaba. Adicionalmente, en el escenario central de BBVA Research el crecimiento económico se acelerará en el segundo semestre del año para cerrar alrededor de 2.5% anual, mientras que se mantendrá la ausencia de presiones de demanda sobre los precios, todo lo cual es consistente con una pausa monetaria.

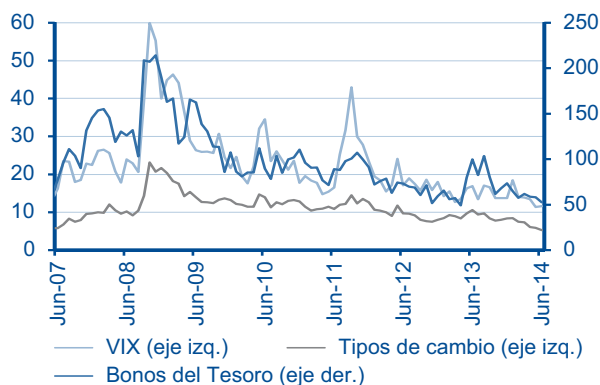
3.4 Volatilidad de las variables financieras en niveles previos a la crisis apoyada en la comunicación de la Reserva Federal

Un año después de que Ben Bernanke sacudiera a los mercados al anunciar la posible reducción de la compra de activos por parte de la Fed (Reserva Federal), los niveles de volatilidad han caído a niveles no vistos desde 2007. Ya sea en divisas, bonos o acciones, los movimientos de los precios se mantienen acotados, e incluso han sido moderados en los períodos de aumento de riesgos geopolíticos. ¿Cuál es el principal factor detrás de este fenómeno? Primordialmente la comunicación de la Reserva Federal, que además se desarrolla en un entorno de crecimiento moderado. Después de que en marzo la presidenta de la Fed señalara que entre el final de la compra de bonos y el inicio del ciclo de aumento de tasas monetarias podría haber alrededor de seis meses, en reuniones subsiguientes la comunicación de la Fed se modificó al centrarse en garantizar que aun cuando se termine la compra de activos, la tasa de fondos federales se mantendrá en los niveles actuales por un tiempo considerable. Más aun se ha reiterado que aun cuando la inflación y el empleo se ubiquen cerca de los niveles consistentes con el mandato de la Fed, las condiciones económicas podrían garantizar que la tasa de fondos federales se mantenga por debajo de los niveles que el Comité de Mercado Abierto considera como normales en el largo plazo. De esta manera, este tono de relajamiento ha llevado al índice de vulnerabilidad VIX (una medida de aversión global al riesgo) a niveles ligeramente por encima de 10%, nivel no visto desde 2008 y más de 10% por debajo de su promedio de los últimos 7 años. De manera similar, en México la volatilidad implícita a un mes del tipo de cambio ronda el 5.5%, nivel no observado desde 2008 (véase gráfica 41).

Ante esta reducción en los niveles de volatilidad, de manera concomitante se ha observado un alza en los mercados accionarios en EEUU a niveles máximos históricos (véase gráfica 42), y se ha reavivado la discusión sobre una posible toma excesiva de riesgo por parte de los inversionistas. En su informe anual el BIS (Banco de Pagos Internacionales) advirtió que la euforia de los mercados financieros se ha desligado de la realidad económica, debido, en buena medida, a la laxitud monetaria en todo el mundo. Añadió que si bien las medidas macroprudenciales han probado ser útiles para incrementar la resistencia del sistema financiero, no son un sustituto de una política monetaria restrictiva para evitar la formación de desequilibrios. En una postura contraria, la presidenta de la Fed se pronunció por no utilizar la política monetaria para limitar la toma excesiva de riesgos. De hecho en su comparecencia ante el congreso de EEUU señaló que las valuaciones en el mercado accionario se encuentran cerca de sus niveles históricos, aunque llamó la atención sobre el incremento de la deuda de empresas que no cuentan con grado de inversión (llamados de alto rendimiento o *high yield*) y los precios de las acciones de algunas empresas de biotecnología y de redes sociales.

Gráfica 41

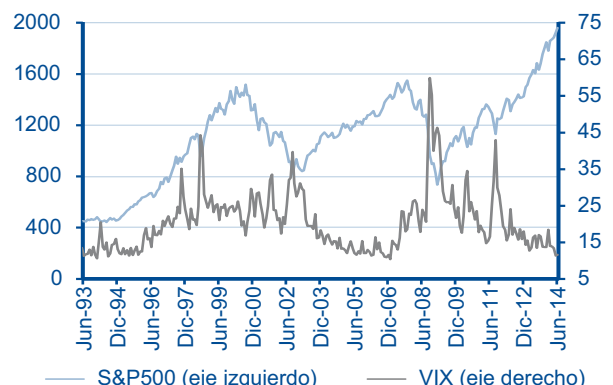
Aversión global al riesgo y volatilidad implícita de divisas y bonos del Tesoro (%,% , índice)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 42

Aversión global al riesgo y mercado accionario EEUU (% , puntos)



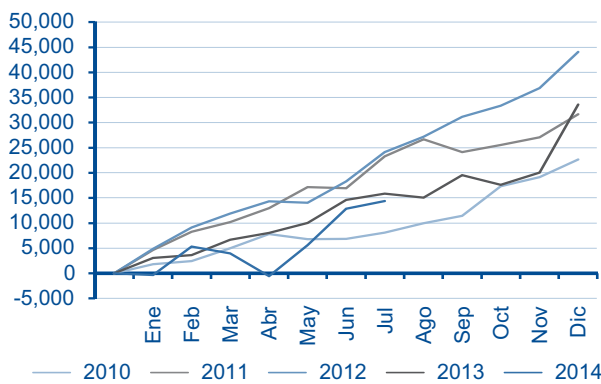
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

No obstante estos niveles de baja volatilidad, en México el sorpresivo recorte de la tasa de política monetaria del 6 de junio pasado contribuyó al movimiento de los mercados mexicanos. La reacción inmediata al recorte fue una depreciación del peso de 0.48%, la mayor depreciación entre las monedas emergentes, que lo llevó por encima de los 13 pesos por dólar. Las tasas de interés cayeron 42 y 31pb en la parte media y larga de la curva, respectivamente.

En los días subsecuentes el peso retomó su relación con la baja volatilidad global y se ha movido por debajo de los 13.20 pesos por dólar. Por su parte el rendimiento a vencimiento del bono a 10 años se incrementó inicialmente por encima de 5.8% para después caer nuevamente a niveles registrados después del recorte de alrededor de 5.6%.

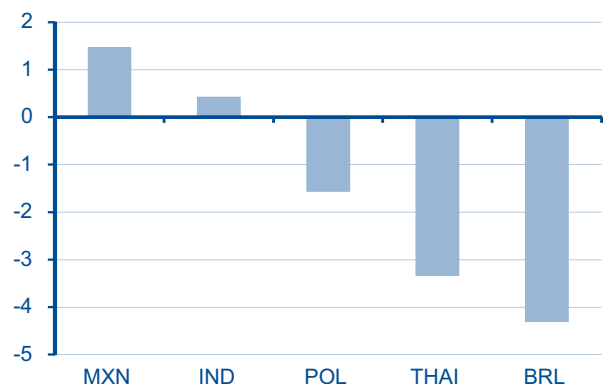
En materia de la tenencia de instrumentos de renta fija por parte de extranjeros, ésta registró su mayor crecimiento del año en el mes de junio gracias a un incremento de más de 6 mil millones de dólares en Cetes; mientras que la tenencia de bonos M se incrementó sólo en 762 millones de dólares, la segunda ocasión en el año en que esta cifra es menor a mil millones de dólares (véase gráfica 43). Una posible explicación de la alta demanda de deuda de corto plazo por parte de extranjeros, aun cuando Banxico recortó la tasa de política monetaria, parece estar en la baja volatilidad de la paridad cambiaria. Esto es, al calcular los rendimientos anualizados en dólares de la inversión en Cetes ajustados por riesgo se puede observar que la deuda mexicana continúa siendo atractiva en comparación con otros países emergentes (véase gráfica 44). Adicionalmente, el riesgo de crédito de la deuda mexicana medida por el derivado de incumplimiento crediticio a 5 años (CDS por sus siglas en inglés) alcanzó el nivel mínimo de los últimos 7 años al ubicarse en 64 puntos base.

Gráfica 43
Cambio acumulado de la tenencia de bonos M y cetes por parte de extranjeros (USD millones)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 44
Rendimiento de la estrategia de carry-trade ajustados por riesgo* (%)



*Rendimiento anualizado por unidad de volatilidad implícita. Se calcula como el rendimiento neto en dólares de una inversión en un instrumento a descuento en el país foráneo dividido por la volatilidad implícita a un mes de la divisa correspondiente.
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

Hacia adelante la variable a seguir continuará siendo la comunicación de la Reserva Federal. Con el final de la compra de activos estimado para la reunión del FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed) de octubre, consideramos que si los datos económicos lo permitieran, la reunión previa, en septiembre, podría marcar el inicio de un cambio en la comunicación y con ello un incremento en la volatilidad de los mercados. Cabe recordar que en la reunión de septiembre, además del comunicado se presentarán las proyecciones económicas de todos los miembros del FOMC y tendrá lugar una conferencia de prensa de su presidenta. No obstante, habrá que seguir con atención la reunión de política monetaria del Banco de la Reserva Federal de Kansas City a finales de agosto, en donde en años previos se han adelantado diversos cambios en la comunicación de la Fed. Con este panorama en mente, esperamos que el tipo de cambio registre una depreciación en la medida que se acerque el final de la compra de activos de la Fed (estimada en octubre de 2014) y los mercados centren toda su atención en el inicio del ciclo de alza de la tasa de fondos federales, no obstante, consideramos que el movimiento al alza será moderado. En concreto, esperamos que el peso se sitúe alrededor de 13.30 pesos por dólar hacia el final del 2014.

Recuadro 3: El desempeño relativo de las variables financieras en episodios de estrés financieros depende de las vulnerabilidades económicas de los países

Desde inicios de 2013, se pueden identificar dos periodos en los que las tensiones financieras en las economías emergentes experimentaron un repunte importante. El primero de ellos se desarrolló entre mayo y septiembre de 2013 (véase gráfica 45). Las condiciones financieras en las economías emergentes se estabilizaron en general después de septiembre, pero las tensiones financieras repuntaron nuevamente en enero de este año. En estos periodos de repunte en la percepción de riesgo, los mercados financieros de las economías emergentes experimentaron salidas de flujos de capital, depreciaciones de sus divisas frente al dólar, y una caída relevante en el precio de los bonos gubernamentales, reflejada en significativos aumentos de las tasas de interés.

Gráfica 45

Tipos de cambio frente al dólar de algunas divisas de mercados emergentes Enero 2, 2013=100



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Las tensiones que surgieron en mayo de 2013 respondieron a las comunicaciones de la Reserva Federal que indicaban que ésta probablemente empezaría a reducir sus compras de activos a gran escala a fines de ese año. Dichas señales provocaron un repunte en la incertidumbre y la volatilidad en los mercados financieros globales. Hasta entonces, las extraordinariamente bajas tasas de interés en Estados Unidos (EE.UU.) y la gran liquidez en los mercados globales había propiciado que los inversionistas tomarán ventaja de esta situación, invirtiendo en economías emergentes (EMEs) con tasas más altas que las que prevalecían en las economías avanzadas, llevando a cabo operaciones de inversión de

corto plazo o *carry trade*. Estas operaciones tienen una expectativa de mayores rendimientos cuando se espera que las monedas de las EMEs se mantengan estables o se aprecien. Pero cuando la anticipación de una disminución en el ritmo de compras de activos de la Reserva Federal llevó a mayores tasas de interés en Estados Unidos, los inversionistas revirtieron rápidamente estas operaciones, las cuales vinieron acompañadas de importantes depreciaciones de las monedas de las EMEs frente al dólar y caídas relevantes de los precios de los activos.

En diciembre de 2013, cuando finalmente la Reserva Federal anunció una reducción de las compras de activos, la reacción de los mercados financieros en las economías emergentes fue moderada. La razón principal es que desde septiembre de 2013 la comunicación de la Reserva Federal eliminó la incertidumbre que había persistido hasta entonces ante la dificultad para explicar la separación entre las decisiones que se tomarían con respecto a los estímulos monetarios no convencionales y las decisiones referentes al futuro inicio de la normalización de la política monetaria convencional (i.e. el ciclo de subidas de la tasa monetaria objetivo) que todavía se encontraba alejado en el tiempo, más alejado de lo que en ese momento anticipaban los mercados. Luego, en enero de 2014, la volatilidad en estos mercados regresó. A diferencia del primer episodio, en éste no hubo cambios relevantes en las expectativas respecto a la política monetaria de EE.UU. Más bien, este segundo episodio de aversión al riesgo estuvo caracterizado por una serie de acontecimientos adversos como fueron una lectura más débil de lo esperado en la industria manufacturera de China, una devaluación del peso argentino, la intervención de Turquía para apoyar su moneda, y las tensiones geopolíticas por la crisis en Ucrania.

En ambos episodios de aversión al riesgo, las condiciones financieras en las EMEs se vieron afectadas aunque de forma diferenciada entre países, lo que sugiere que, aun cuando la ola de ventas de activos de EMEs fue en parte impulsada por factores comunes, las decisiones de los inversionistas también respondieron a las diferencias en las condiciones particulares de estas economías. En la gráfica 45 se puede observar que aunque todas las monedas fueron afectadas, hubo unas más resistentes que otras. Lo mismo sucedió con los rendimientos de los bonos. Lo anterior sugiere que la diferenciación pudiera responder a la percepción de los inversionistas sobre las vulnerabilidades económicas de las EMEs.

Índice de vulnerabilidad relativa de economías emergentes

Para tener más clara esta diferenciación y poder anticipar el grado de resistencia de los mercados financieros de las EMEs en episodios futuros de tensiones financieras, se replica el índice de vulnerabilidad construido por la Reserva Federal (publicado en su Informe de Política Monetaria en febrero de este año) y se relaciona con el desempeño de diversas variables financieras durante períodos de estrés.

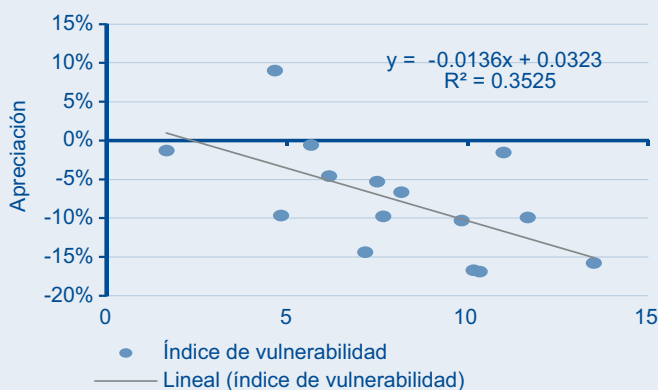
El índice de vulnerabilidad relativa para EMEs se elabora con una muestra de 15 EMEs¹ y se basa en seis indicadores: (1) el saldo de la cuenta corriente como porcentaje del producto interior bruto (PIB), (2) la deuda pública bruta como porcentaje del PIB, (3) la inflación promedio anual en los últimos tres años, (4) el cambio en los últimos cinco años del crédito bancario al sector privado como porcentaje del PIB, (5) la relación entre la deuda externa total y las exportaciones anuales, y (6) las reservas internacionales de divisas como porcentaje del PIB. Para construir el índice, se ordenaron las 15 EMEs para cada uno de los seis indicadores, colocándolos de menor vulnerabilidad (ranking de 1) a mayor vulnerabilidad (ranking de 15). Después se calculó el ranking promedio de cada EME para obtener el valor del índice para cada EME. Así, por construcción, los valores más altos del índice indican un mayor grado de vulnerabilidad.

Como se puede observar en las gráficas 46 y 47, las economías emergentes que son relativamente más vulnerables según el índice, experimentaron depreciaciones más intensas y subidas de tasas de interés de la deuda gubernamental más grandes. De lo anterior se desprenden dos conclusiones: (1) que si bien las EMEs seguirán expuestas a variaciones futuras en la percepción de riesgo, (2) aquellas más vulnerables seguirán siendo menos resistentes a los choques externos. Por lo tanto, reducir las vulnerabilidades económicas es importante para que las economías sean más resistentes a los choques externos.

México tiene una posición favorable en el índice con un valor de 8.17, ubicándose en el segundo lugar entre las EMEs de Latinoamérica, tan sólo un punto por debajo de Chile, la economía mejor posicionada de esta región. Esta posición ha sido posible por el permanente esfuerzo para mantener la estabilidad macroeconómica, mejorar las condiciones estructurales de la economía, y reducir la vulnerabilidad a los choques externos. Estos esfuerzos que ya llevan muchos años incluyeron el control de la inflación, el acotamiento de la deuda pública total, la reducción del endeudamiento externo, y la acumulación de reservas internacionales. Como resultado de ello, el grado de vulnerabilidad de México es ahora más bajo y deja a nuestro país mejor posicionado que en el pasado para absorber choques externos y acotar la volatilidad en los mercados financieros.

Gráfica 46

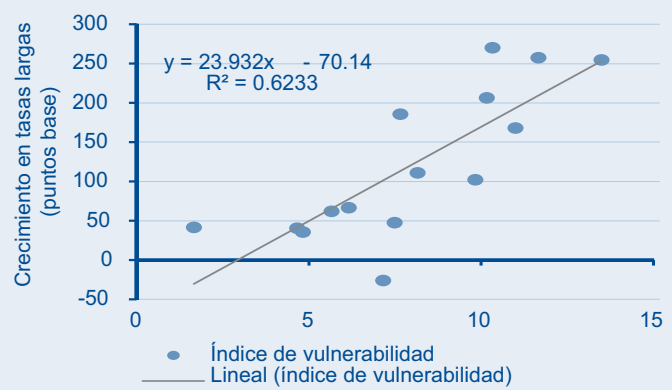
Apreciación(+)/depreciación(-) de monedas frente al dólar e índice de vulnerabilidad relativa de economías emergentes



Nota: la apreciación porcentual de las monedas de EMEs frente al dólar se mide desde el 30 de abril de 2013 hasta el 7 de julio de 2014
Fuente: Haver Analytics y cálculos de BBVA Research

Gráfica 47

Aumento de las tasas de interés a 10 años e índice de vulnerabilidad relativa de economías emergentes



Nota: el cambio en puntos base de las tasas de interés se mide desde el 30 de abril de 2013 hasta el 7 de julio de 2014
Fuente: Haver Analytics y cálculos de BBVA Research

¹ Brasil, China, Chile, Colombia, Indonesia, India, Corea del Sur, Malasia, México, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía.

No obstante, México aún está lejos de las economías emergentes asiáticas que son con diferencia las mejor posicionadas según el índice, lo cual han confirmado los mercados financieros con movimientos más moderados durante los recientes episodios de tensiones financieras. Por ello, adquieren relevancia los cambios de largo plazo en los que está envuelto nuestro país con la agenda de reformas aprobadas y en vías de aprobación. Estas medidas de cambio estructural no sólo aumentarían el crecimiento potencial de la economía, también reducirían las vulnerabilidades económicas, permitiendo a México estar en una posición relativa más fuerte, lo que le permitiría reducir el nerviosismo de los inversionistas en futuros eventos de elevada volatilidad en los mercados financieros.

Del índice también se pueden desprender lecciones adicionales. Considerando el número de variables que caracterizan el índice de vulnerabilidad, se desprende que una posición de fortaleza relativa es difícil de alcanzar pero quizás más fácil de perder. A final de cuentas, la fortaleza económica del país es la base de la confianza que los inversionistas tienen en dicho país. Por ello, parece claro que es una tarea permanente y todas las variables económicas tienen influencia en la posición relativa de un país, en la confianza que se le tiene.

Para ser más ilustrativos con este punto, se puede considerar un ejemplo. De acuerdo al índice de vulnerabilidad de economías emergentes, si en los próximos años la deuda pública bruta de México como porcentaje del PIB creciera 10 puntos porcentuales (pp), nuestra ubicación en el índice empeoraría de 8.17 a 8.83 puntos. Si aumentara 15 pp, la posición de México se deterioraría hasta 9.5 puntos. ¿Cuál se-

ría la implicación en futuros episodios de aversión al riesgo? Este deterioro relativo en una sola variable implicaría una depreciación adicional del peso de 1% y 2%, respectivamente, y aumentos adicionales en las tasas de 16 y 32 puntos base, en cada caso. Estos incrementos podrían ser bastante mayores si tomamos en cuenta los siguientes elementos: (1) esto se basa en una estimación para todo el periodo (i.e. del 30 de abril de 2013 al 7 de julio de 2014) y no en los lapsos de aumento abrupto en la aversión al riesgo en los que los movimientos son más acusados; (2) con alta probabilidad el deterioro vendría acompañado también en otras variables incluidas en el índice; y (3) el efecto podría no ser lineal, sino creciente con el deterioro de la variable, es decir, podría haber umbrales de deuda que el mercado percibiera como mucho más riesgosos, o que el deterioro en una sola variable estructural pudiera provocar pérdida de confianza mayores si se percibiera que este cambio podría anticipar modificaciones en la conducción de la política económica del país.

En definitiva, el seguimiento de este índice será útil para anticipar cambios en la intensidad relativa de los movimientos de las variables financieras en episodios futuros de volatilidad, y permitirá alertar sobre los riesgos cuando alguna variable indique un debilitamiento en nuestra posición relativa o congratularnos cuando movimientos favorables en alguna variable nos permitan seguir fortaleciendo dicha posición.

Referencias

“Financial Stress and Vulnerabilities in the Emerging Market Economies”, Informe de Política Monetaria de la Reserva Federal, febrero 11, 2014, páginas 28 y 29.

4. Previsiones

Cuadro 5

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	1.8	2.8	1.9	2.0	2.5
UEM	1.6	-0.6	-0.4	1.1	1.9
Alemania	3.4	0.9	0.5	1.9	2.0
Francia	2.1	0.4	0.4	0.7	1.4
Italia	0.6	-2.4	-1.8	0.3	1.3
España	0.1	-1.6	-1.2	1.3	2.3
Reino Unido	1.1	0.3	1.7	2.9	2.5
América Latina *	4.1	2.6	2.4	1.6	2.5
México	3.9	3.8	1.1	2.5	3.5
Brasil	2.7	1.0	2.5	1.3	1.6
EAGLES **	7.3	5.5	5.3	5.1	5.4
Turquía	8.9	2.4	3.8	2.5	4.2
Asia-Pacífico	6.1	5.2	5.2	4.1	4.1
Japón	-0.5	1.5	1.5	1.1	1.3
China	9.3	7.7	7.7	7.2	7.0
Asia (exc. China)	3.8	3.5	3.4	1.8	2.0
Mundo	4.0	3.2	3.0	3.3	3.8

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	3.2	2.1	1.5	1.9	2.2
UEM	2.7	2.5	1.4	0.6	1.1
Alemania	2.5	2.1	1.6	0.9	1.5
Francia	2.3	2.2	1.0	0.7	1.0
Italia	2.9	3.3	1.3	0.4	0.9
España	3.2	2.4	1.4	0.1	0.9
Reino Unido	4.5	2.8	2.6	1.7	1.7
América Latina *	8.0	7.6	8.9	12.2	10.9
México	3.4	4.1	3.8	3.9	3.3
Brasil	6.6	5.4	6.2	6.4	6.1
EAGLES **	6.5	4.9	5.2	4.8	4.8
Turquía	6.4	8.7	7.6	8.3	5.8
Asia-Pacífico	4.9	3.4	3.5	2.9	3.0
Japón	-0.3	0.0	0.4	2.2	1.5
China	5.4	2.6	2.6	2.6	3.3
Asia (exc. China)	4.6	4.0	4.2	3.1	2.7
Mundo	5.1	4.2	3.8	3.9	4.0

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

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	2.0	2.5	1.1	2.5	4.1	2.6	-2.9	4.8	3.8	3.5
Consumo personal (var. % real)	2.2	2.0	2.1	1.7	2.3	1.8	2.0	3.3	1.0	2.3	2.5	2.4
Consumo gobierno (var. % real)	-1.0	-2.2	-1.0	0.1	-4.2	-0.4	0.4	-5.2	-0.8	0.4	0.4	0.0
Inversión fija bruta (var. % real)	8.3	4.5	4.6	5.9	-1.5	6.5	5.9	2.8	-1.8	10.7	8.1	7.4
Construcción	3.4	3.1	4.5	4.2	3.8	-1.5	5.7	4.0	6.3	4.1	4.1	4.5
Producción industrial (var. % real anual)	3.8	2.9	4.0	3.9	3.0	2.5	2.7	3.3	3.3	4.2	4.4	4.0
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.7	-2.3	-2.2	-2.0	-2.6	-2.6	-2.4	-2.0	-2.6	-2.2	-2.2	-2.2
Inflación anual (fin de periodo)	1.7	1.5	2.1	2.2	1.5	1.8	1.2	1.5	1.5	2.1	2.1	2.1
Inflación anual (promedio de periodo)	2.1	1.5	1.9	2.2	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4	2.1	2.1	2.1
Balance fiscal primario (% del PIB)	-6.8	-4.1	-3.0	-2.7				-4.1				-3.0

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research

Cuadro 8

Indicadores y Pronósticos México

	2012	2013	2014	2015	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14
Actividad Económica												
PIB (series desestacionalizadas)												
Variación % real anual	3.8	1.1	2.5	3.5	2.6	0.2	1.1	0.5	0.7	2.4	2.8	4.1
Por habitante en dólares	10,134	10,600	10,713	11,366	10,459	10,623	10,469	10,850	10,394	10,775	10,794	10,889
Miles de millones de dólares	1,186.2	1,255.0	1,282.5	1,375.4	1,238.3	1,257.8	1,239.4	1,284.6	1,244.3	1,289.9	1,292.2	1,303.6
Inflación (% prom.)												
General	4.1	3.8	3.9	3.3	3.7	4.5	3.4	3.7	4.2	3.6	4.0	3.8
Subyacente	3.4	2.7	3.2	2.9	3.0	2.9	2.5	2.6	3.0	3.1	3.2	3.3
Mercados Financieros (% fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	4.5	3.5	3.0	3.5	4.0	4.0	3.8	3.5	3.5	3.0	3.0	3.0
Cetes 28 días	3.9	3.2	3.0	3.5	4.2	3.9	3.5	3.2	3.3	2.8	2.8	3.0
TIIE 28 días	4.8	3.8	3.4	3.9	4.4	4.3	4.0	3.8	3.8	3.4	3.4	3.4
Bono 10 años (% prom.)	5.7	5.7	6.1	6.6	5.1	5.3	6.2	6.2	6.3	6.1	6.0	6.2
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	12.9	13.0	13.3	13.2	12.3	12.9	13.1	13.0	13.2	13.0	13.3	13.4
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-3.1	-2.3	-3.5	-3.0	-	-	-	-2.3	-	-	-	-3.5
Sector Externo³												
Balanza comercial (mmd)	0.0	-1.2	2.7	6.3	-1.1	-0.9	-1.0	1.8	-1.3	1.1	1.9	1.0
Cuenta corriente (mmd)	-15.1	-25.9	-22.2	-26.4	-7.1	-5.5	-5.7	-7.5	-4.5	-8.0	-4.7	-5.0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.2	-2.1	-1.7	-1.9	-2.3	-1.8	-1.8	-2.3	-1.5	-2.5	-1.4	-1.5
Petróleo (mezcla mex., dpb, prom.)	102.0	98.6	98.4	98.8	103.0	98.6	100.5	92.1	92.3	100.1	101.0	100.2
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	4.6	3.5	3.0	3.5	4.1	3.8	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9	3.1
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	5.0	4.9	4.9	4.9	5.0	5.0	4.9	4.7	4.9	5.0	5.0	4.9

Continúa en la siguiente página

Indicadores y Pronósticos México

	2012	2013	2014	2015	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14
Demanda Agregada ⁴ (Var % anual, desestacionalizada)												
Demanda Agregada Total	3.9	1.1	2.8	3.8	2.9	1.0	0.9	-0.1	0.9	2.1	3.6	4.7
Demanda interna	3.3	1.1	2.4	3.8	4.9	2.4	-0.5	-2.2	-0.8	1.6	3.9	4.8
Consumo	4.4	2.2	2.7	3.6	3.2	2.1	2.3	1.4	1.2	2.5	3.0	3.9
Privado	4.6	2.4	1.6	3.0	3.7	2.4	2.4	1.1	0.3	1.5	1.9	2.7
Público	3.2	1.4	9.1	6.9	0.7	0.1	1.8	2.9	6.4	8.8	9.6	11.4
Inversión	4.0	-1.0	1.1	6.1	3.3	-0.6	-3.4	-3.3	-3.2	-0.4	3.4	4.9
Privada	8.1	-0.1	-1.1	6.1	6.2	0.9	-3.2	-4.0	-4.9	-2.7	0.7	2.7
Público	-9.3	-4.5	10.1	6.1	-7.1	-6.4	-4.0	-0.4	3.6	8.9	14.2	13.8
Demanda Externa	5.9	1.3	4.3	4.0	-3.2	-3.4	5.4	7.0	6.2	3.6	2.9	4.4
Importaciones	4.4	1.3	3.9	4.8	3.9	3.5	0.2	-2.2	1.4	1.4	6.2	6.9
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	6.7	0.2	4.6	3.7	-2.2	2.8	0.7	-0.4	4.9	3.9	3.4	6.3
Secundario	2.8	-0.7	1.5	2.3	-0.1	-1.8	-0.5	-0.4	-0.1	1.6	1.8	2.4
Minería	1.3	-2.0	0.0	-0.6	-1.5	-2.3	-2.6	-1.6	-0.1	-0.4	-0.6	1.3
Electricidad	2.4	0.1	2.4	2.7	-1.0	0.3	0.8	0.5	1.6	2.7	1.3	3.8
Construcción	2.1	-4.4	n.d.	n.d.	-1.1	-5.3	-6.4	-4.8	-4.7	n.d.	n.d.	n.d.
Manufactura	3.5	1.9	3.5	3.8	2.1	0.6	2.8	2.1	2.6	3.9	3.7	4.0
Terciario	4.3	2.3	3.0	4.2	3.7	1.9	2.5	1.2	1.0	2.7	3.4	4.9
Comercio	4.1	3.4	3.2	5.4	4.9	1.8	4.5	2.4	0.1	2.7	3.7	6.3
Transporte, correos y almacenamiento	3.9	1.6	3.8	5.5	2.3	1.2	1.9	1.0	0.9	3.3	4.3	6.9
Información en medios masivos	16.5	5.4	4.4	6.5	10.6	6.9	4.7	0.0	2.9	4.7	4.4	5.8
Servicios financieros y de seguros	8.6	3.9	5.1	6.2	4.2	7.1	3.0	1.4	2.0	5.0	7.3	6.2
Serv. inmob. y de alquiler de bienes muebles e int.	2.6	1.5	3.0	3.1	1.7	1.7	1.4	1.1	2.2	2.8	3.1	4.0
Servicios profesionales, científicos y técnicos	1.1	-1.2	1.6	2.0	2.2	-1.3	-3.9	-1.8	-1.4	2.2	2.3	3.4
Dirección de corporativos y empresas	6.8	-5.4	2.5	3.0	1.4	-5.3	-3.6	-13.6	0.4	1.6	2.4	6.0
Servicios de apoyo a los neg., serv. de remediación	4.3	3.9	0.3	3.5	6.5	3.9	3.2	2.0	-0.4	-0.7	1.5	0.8
Servicios educativos	2.2	1.1	1.5	1.6	0.9	0.8	1.3	1.4	1.4	1.2	1.3	2.0
Servicios de salud y de asistencia social	2.2	2.0	1.3	1.6	3.5	2.7	0.9	1.0	0.2	1.4	1.4	2.1
Servicios de esparcimiento, culturales y deportivos	2.8	0.2	1.1	2.2	3.4	-1.4	-0.8	-0.5	-3.4	2.0	3.0	2.7
Serv. de alojamiento temp. y prep. de alim. y beb.	5.5	2.1	2.8	2.9	4.1	1.3	1.6	1.6	1.9	3.3	2.5	3.6
Otros Servicios excepto actividades del gobierno	2.1	1.7	0.7	1.5	2.4	2.0	1.6	0.7	-0.6	0.4	1.0	2.1
Actividades del gobierno	3.8	0.8	4.2	4.3	-0.1	-1.3	2.8	1.9	3.7	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".

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

Economista Jefe

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Economista Principal

Arnoldo López
arnoldo.lopez@bbva.com

Javier Amador

javier.amador@grupobbva.com

Iván Martínez

ivan.martinez.2@bbva.com

Juan Carlos Rivas

juancarlos.rivas.valdivia@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

Xia Le

xia.le@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
rdomelech@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

Oscar de las Peñas

oscardelaspenas@bbva.com

BBVA Research Mexico

Avda. Universidad 1200

Colonia Xoco

C.P. 03339 México D.F.

Publicaciones:

E-mail: bbvaresearch_mexico@bbva.com

Estas y otras publicaciones de BBVA Research

están disponibles en inglés y en español en: www.bbvaresearch.com

Otras publicaciones:

