

Situación México

Cuarto Trimestre 2014

Análisis Económico

- El mejor desempeño económico el próximo año provendrá de un mayor crecimiento en EE.UU. y de mayor gasto público
- Las reformas económicas podrían generar un incremento en la tasa de crecimiento del PIB potencial para alcanzar niveles de 4.0% en los próximos años
- Adicionalmente, es importante impulsar la inversión, la seguridad y el estado de derecho para alcanzar una mayor actividad productiva y bienestar de la población
- La inflación se encuentra bajo control y los riesgos al alza que se perciben tendrían efectos acotados

Índice

1. En resumen	2
2. Lenta recuperación global con riesgos a la baja en Europa	4
3. El crecimiento económico se modera al cierre del año y se aceleraría en 2015.....	8
3.1 Mejoró la actividad económica en el segundo semestre, pero se desaceleró en el tercero.....	8
Recuadro 1: Efecto de las reformas estructurales en el PIB de largo plazo.....	20
Recuadro 2: Efectos sobre la economía mexicana de una caída en el precio del petróleo.....	22
3.2 Evolución reciente de la inflación: repunte asociado al incremento en los precios de productos cárnicos.....	24
Recuadro 3: Efecto sobre la inflación de un menor aumento en los precios de la gasolina.....	27
Recuadro 4: El riesgo al alza sobre la inflación por posibles incrementos al salario mínimo, de materializarse, tendría un efecto acotado y transitorio.....	28
3.3 Se espera pausa monetaria el resto del año ante datos mixtos de actividad económica y un tono neutral de la comunicación del banco central.....	29
3.4 La diferenciación positiva de los activos financieros de EE.UU. y la caída del precio del petróleo generan volatilidad en los mercados mexicanos.....	30
4. Determinantes del consumo privado en México	33
5. Previsiones	38

Fecha de cierre: 4 de diciembre de 2014

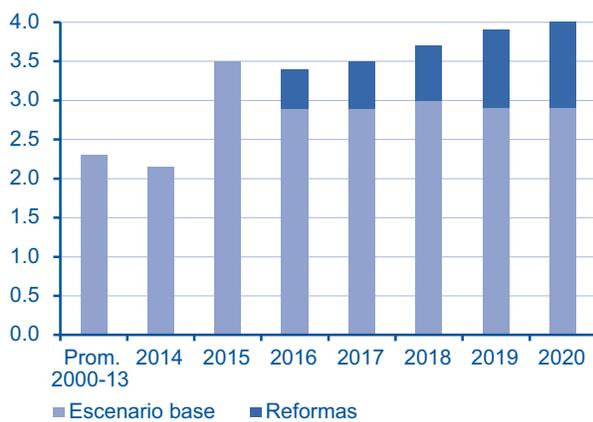
1. En resumen

Después de la desaceleración observada en el primer trimestre del año, la economía mexicana ha mostrado una mejora gracias al aumento de la demanda externa. No obstante, la recuperación ha estado por debajo de las expectativas. Por una parte se revisaron a la baja los crecimientos trimestrales del primer y segundo trimestres, y por otra, el crecimiento en el tercer trimestre fue más moderado de lo que se esperaba. Entre los factores que explican el moderado crecimiento se encuentran un menor precio y producción petrolera, un retraso en la ejecución de los grandes proyectos de inversión pública, y la debilidad de la demanda interna, la cual depende crucialmente de la creación de empleos formales. Como consecuencia del menor desempeño económico en los primeros nueve meses del año, revisamos el crecimiento del PIB para 2014 de 2.5% a 2.1%. Para 2015, se espera un crecimiento de 3.5% considerando que el buen desempeño de la demanda externa continua en un escenario en que EE.UU. crece 2.5% anual, la producción y el precio del petróleo dejan de caer, y se acelera el gasto público en obras de infraestructura.

El proceso de reformas estructurales impulsado en nuestro país ha continuado con su avance. En concreto se espera que la reforma energética sea uno de los detonantes de un mayor crecimiento económico debido a la importante inversión esperada en el sector y sus vínculos dinamizadores con otros sectores productivos del país. Las autoridades han estimado que esta reforma incrementará gradualmente la inversión privada en el sector para alcanzar los 25 mil millones de dólares (mmd) en el año 2020. Esos recursos ampliarán la infraestructura del sector y, por tanto, fortalecerán el abasto interno de energía, entre otros beneficios de largo plazo.

Considerando los flujos de inversión previamente descritos resultado de la reforma energética, además del cumplimiento de otras condiciones macroeconómicas indispensables, como es la presencia de una inversión pública vigorosa en diversos proyectos de infraestructura ya anunciados, y de un crecimiento económico estable en los Estados Unidos, las reformas económicas promulgadas recientemente en México generarían un incremento en la tasa de crecimiento del PIB potencial del país. De tal forma que ésta pasaría gradualmente de 2.9%, que estimamos como la tasa de crecimiento actual del PIB potencial, a 4.0% en 2020.

Gráfica 1
Crecimiento anual del producto interno bruto, 2014-2020 (Var. % a/a, ae)



a/a = tasa de variación anual. ae = ajustada por estacionalidad.
Fuente: BBVA Research, con datos del INEGI

Gráfica 2
Peso mexicano y precio de la mezcla mexicana de petróleo (Pesos por dólar y dólares por barril)



Fuente: BBVA Research con información de Bloomberg.

En relación con el riesgo de un menor precio del petróleo, estimamos que por cada 10 dólares de menor precio, el PIB caería en torno a -0.2 puntos porcentuales. Es conveniente mencionar que esta reducción se podría ver compensada en cierta medida por un crecimiento más fuerte en EE.UU. Por otra parte, no se espera una caída sustancial en los ingresos públicos presupuestados en 2015. Esto debido a que el gobierno ha adquirido coberturas petroleras para la mayor parte de la plataforma esperada de exportación, se cuenta con recursos provenientes del Fondo Mexicano del Petróleo, y los menores precios que se obtendrían en la gasolina que se importa. Ahora bien, si la caída en el precio del petróleo persiste más allá de 2015, se estima que el Estado obtendría ingresos por debajo de lo presupuestado originalmente en el orden de 0.6% del PIB.

La inflación ha retomado su tendencia a la baja, y se espera que termine el año en torno a 4.0%. La inflación anual disminuyó a 4.16% desde su máximo de 4.32% en octubre, mientras que la inflación subyacente se mantiene estable en 3.3%, lo que sugiere que no hay presiones por el lado de la demanda. A partir de enero de 2015, esperamos que la inflación caiga hacia niveles en torno a 3.6% como resultado de la absorción de efectos base al disiparse en la tasa anual los cambios fiscales implementados en enero de 2014 y la reducción de precios en servicios de telecomunicaciones resultado de la reforma en el sector. Adicionalmente será favorable para la inflación anual de 2015 que el aumento en el precio de la gasolina será menor este año en relación con los anteriores (3.0% vs.11% en promedio en 2010-2014). Para todo el año prevemos una inflación promedio de 3.56%.

La expectativa de una pausa prolongada en la tasa monetaria se mantiene considerando la holgura que existe en la economía, una tasa real de corto plazo por debajo de cero, y la mejora moderada en el ciclo económico. El tono neutral de la reciente comunicación de Banxico apoya este escenario. En el mediano plazo, en la medida que el crecimiento económico se acelere, la tasa de política monetaria comenzaría a subir de manera pausada y en sincronía con el ciclo monetario y económico en EE.UU. Se espera que la primera subida en la tasa monetaria ocurra a mediados de 2015.

Recientemente, la volatilidad en los activos financieros mexicanos ha aumentado como consecuencia de una mayor demanda por activos norteamericanos y la caída en el precio del petróleo. En un entorno en que la aversión global al riesgo se mantiene reducida y la economía de EE.UU. se diferencia positivamente de la zona del euro y de China gracias a un crecimiento por arriba de lo esperado, el dólar se ha fortalecido y las tasas de mediano y largo plazo en aquel país han bajado ante la demanda por sus activos financieros. En consecuencia las monedas de países emergentes se han depreciado en relación al dólar, incluido el peso mexicano. Adicionalmente, en la medida en que la preocupación sobre la fortaleza del ciclo global se redujo, la percepción de riesgo disminuyó favoreciendo los bonos de economías emergentes, por lo que las tasas de interés de los bonos gubernamentales de largo plazo en México volvieron a sincronizarse con las tasas en EE.UU. Adicionalmente, la reciente caída en el precio del petróleo ha contribuido a la depreciación de las monedas de los países productores de petróleo. En el caso del peso, la depreciación ha sido menor a la de países donde la producción petrolera tiene un peso importante en la producción total de la economía, y ha sido cercana a la depreciación promedio en los países de Latinoamérica.

Hacia adelante esperamos que se mantenga la volatilidad en el mercado cambiario influida por la fortaleza del dólar y el efecto sobre las monedas relacionadas con el sector petrolero. En lo que toca a las tasas de interés de largo plazo, es previsible que sus movimientos se mantengan altamente correlacionados con los de las tasas de interés de EE.UU. y su aumento sea gradual cómo se espera ocurra en aquel país en un contexto en que la Reserva Federal iniciará su ciclo alcista el próximo año.

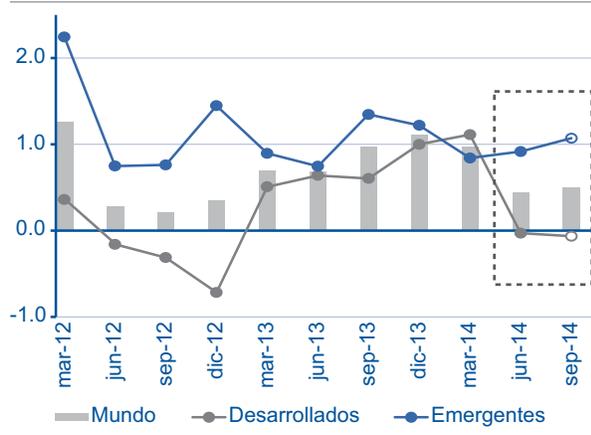
2. Lenta recuperación global con riesgos a la baja en Europa

La economía mundial siguió creciendo en el 3T14, como muestran las variaciones positivas del volumen de comercio mundial de bienes o de la producción industrial hasta agosto. Sin embargo, el crecimiento trimestral es muy moderado, con perfil al alza en el caso del comercio y a la baja en el de la industria. En ambos casos la moderación del comercio global y de la producción industrial es mayor en las economías más desarrolladas y, dentro de estas, más en Japón o la eurozona que en Estados Unidos (EE.UU.)

Los indicadores de confianza del mes de septiembre siguen siendo consistentes con la expansión de la actividad manufacturera, aunque hace algunos meses que, dejaron de mejorar en las principales áreas económicas. Una señal adicional de la fragilidad de la recuperación cíclica en marcha la da el repunte desde mediados de septiembre de los indicadores de tensiones en los mercados financieros (volatilidad), como son los calculados por BBVA Research, que se han situado en el caso de las economías emergentes en niveles no vistos desde mayo de 2013. En ese entonces el mercado descontó una rápida retirada de los estímulos de la Fed lo cual finalmente no se produjo. Al tiempo, en las últimas semanas se multiplican los eventos de riesgo geopolítico y se acumulan las sorpresas negativas sobre el consenso en los indicadores de actividad, especialmente en la eurozona y en América del Sur.

Gráfica 2.1

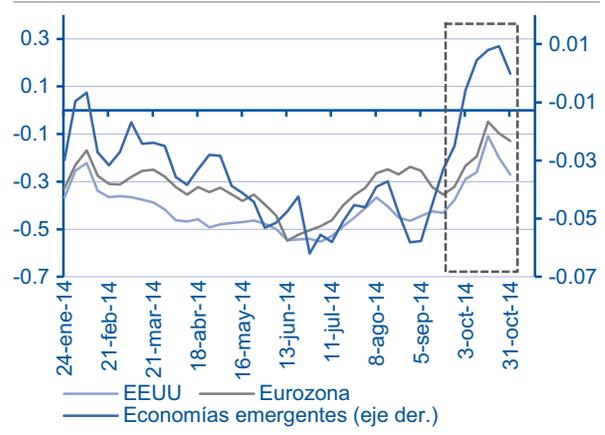
Producción industrial sin construcción (% t/t*)



* 3T14: hasta agosto, variación junio-agosto vs marzo-mayo
Fuente: CPB y BBVA Research

Gráfica 2.2

Índice de tensiones financieras BBVA Research



Fuente: BBVA Research

Con todo, lo más probable es que el crecimiento mundial haya mejorado en el 3T14 desde el 2T14. De acuerdo con nuestros cálculos, el PIB mundial habría crecido el 0.6% trimestral en el 2T14 y la previsión basada en nuestro indicador BBVA Research GAIN¹ es de un 0.8% en el 3T14. Estas cifras tendrían en todo caso un sesgo a la baja dado que los indicadores de actividad industrial y del comercio mundial en septiembre aún podrían moderarse y puede que los efectos de la volatilidad financiera sobre la confianza de los agentes sean más persistentes de lo que prevemos. Además, están también los riesgos geopolíticos asociados a la situación en Siria e Irak o al frágil acuerdo entre Ucrania y Rusia, que siguen viviendo entre sanciones que ya impactan la actividad de sectores relevantes como el energético ruso.

En este entorno, la política monetaria sigue orientada al soporte de la actividad, mientras que la política fiscal tendrá un tono menos restrictivo en 2014-15 que en el pasado reciente en EE.UU. y en la eurozona. Incluso en China junto a la consolidación presupuestaria en los gobiernos locales y regionales, se considera que a nivel nacional se pueden

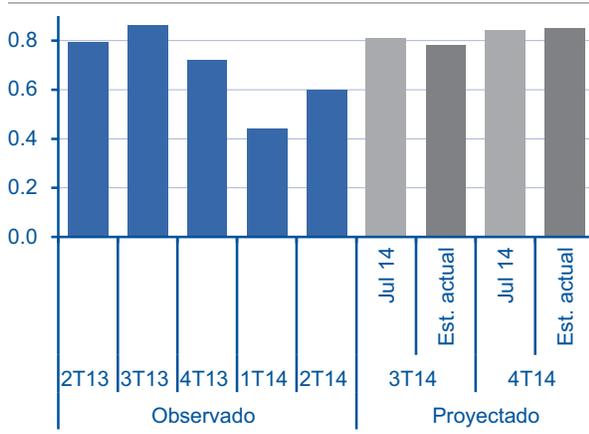
¹ Detalle metodológico de BBVA Research GAIN en: <http://bit.ly/1nl5Rln>

implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento en caso de ser necesario. En el caso de las economías más desarrolladas, el tono de la política fiscal es el resultado tanto de decisiones discrecionales y del margen que dan las más favorables condiciones de fondeo de los soberanos. Cabe mencionar que algunas economías europeas están preocupadas por los efectos de corto plazo sobre el crecimiento de consolidaciones fiscales rápidas e intensas. Las condiciones de fondeo son consecuencia directa del apoyo de los bancos centrales con sus políticas de anclaje de las expectativas de tasas de interés y de provisión de liquidez al sistema, es lo que permite la discrecionalidad mencionada de las autoridades en países con déficit públicos primarios y niveles de deuda creciente.

Finalmente, hay que destacar como factor favorable para las expectativas de crecimiento global el descenso de los precios del petróleo en la medida en la que sea resultado de un choque positivo de oferta, sobre todo por el aumento sostenido de la producción no convencional de petróleo.² La menor transferencia de ingreso desde importadores a productores deja más margen a aquéllos para poder atender sus decisiones de gasto, ahorro e inversión, lo que supone un balance netamente positivo para el escenario económico. Todo aumento de capacidad productiva de un recurso limitado y de demanda creciente, aun considerando un uso más eficiente, contribuye a frenar unos precios que en términos reales están en niveles similares a los de la crisis petrolera de final de los 70.

Gráfica 2.3

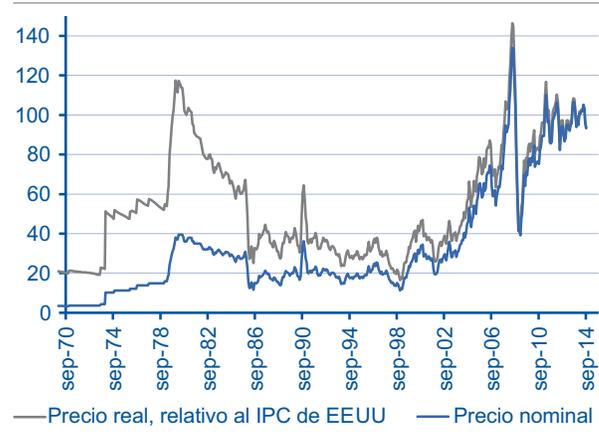
PIB mundial, crecimiento trimestral, previsiones basadas en BBVA Gain (% t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.4

Precio del petróleo (West Texas, dólares/barril)



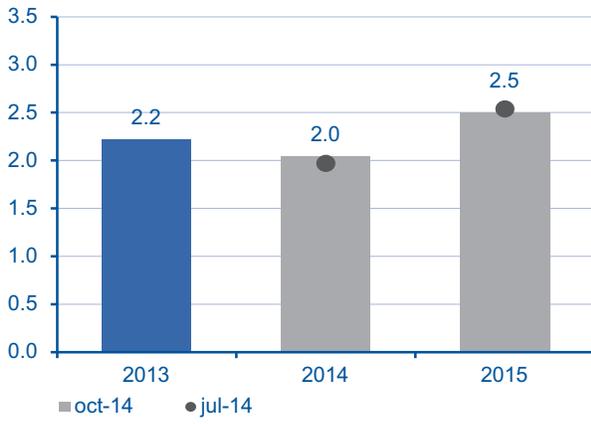
Fuente: BBVA Research, Haver

Las transferencias de ingreso a países consumidores tienen su reverso en los países productores de petróleo y, en general, de materias primas, cuyos precios también están cayendo con la moderación de la demanda procedente de Asia. En estos países se están registrando desaceleraciones de la actividad y ajustes a la baja de las perspectivas de crecimiento también para 2015, lo que afecta sin duda a algunas economías sudamericanas donde se ve un rezago en las inversiones productivas previstas.

El crecimiento en EE.UU. se mantiene en línea con lo esperado, siendo previsible que se alcance el 2,5% en 2015. Tras el inesperado y transitorio descenso de la actividad en el 1T14, los indicadores de actividad, gasto y empleo en ese país se han ido recuperando de modo que en el segundo semestre del año es previsible un ritmo de aumento del PIB cercano al 2,5%, que permitiría alcanzar el 2% promedio para el conjunto de 2014. Incluso, tomando en cuenta la primera estimación del PIB del 3T14, la previsión tendría un sesgo alcista de aproximadamente 0,2 pp. Sin embargo, el papel de la Fed, que enfatiza la cautela, la paciencia antes de actuar ante los signos de mejora de la economía, sigue siendo un soporte del escenario de recuperación cíclica en EE.UU. apoyado por la sólida creación de empleo y el aumento de la riqueza de las familias. El margen de maniobra de la Fed se ve favorecido por la falta de tensiones inflacionistas en un entorno de mayor fortaleza del dólar y caída de precios del petróleo, a lo que se une el moderado aumento salarial.

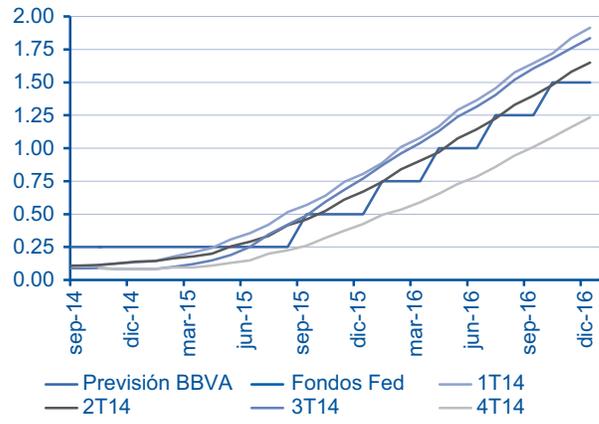
² El reciente descenso de precios del petróleo es resultado no sólo de la mayor oferta, sino también de la apreciación del dólar y de una moderación de las expectativas de demanda, tanto en desarrollados como emergentes.

Gráfica 2.5
Estados Unidos, crecimiento económico, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.6
Estados Unidos, expectativas de tasas de fondeo de la Fed, %

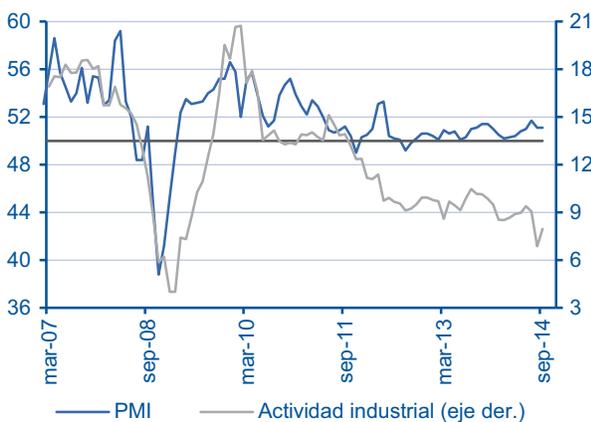


La fecha se refiere al último día del trimestre, excepto en el caso del 4T14, que es el 16 de octubre.
Fuente: BBVA Research

En China se mantienen las perspectivas económicas previas, pero con un sesgo bajista por el entorno externo y la posibilidad de apoyo de la política económica. En el 3T14 el PIB siguió desacelerándose, hasta 7.3%, resultado de la moderación de la actividad doméstica, sobre todo en la constructora e inmobiliaria, pero parcialmente compensada por un inesperado e intenso repunte de las exportaciones. Se mantienen las perspectivas de crecimiento de 2014 en el 7.2%, aunque no se descarta que el registro final pueda ser alguna décima superior. Con todo, los sesgos del escenario de crecimiento en China siguen siendo a la baja a partir de 2015, precisamente por el freno que puede suponer la demanda externa procedente de Europa y por el ajuste en marcha en el sector inmobiliario en un entorno de elevado apalancamiento y de medidas de control del sistema bancario menos regulado en ese país.

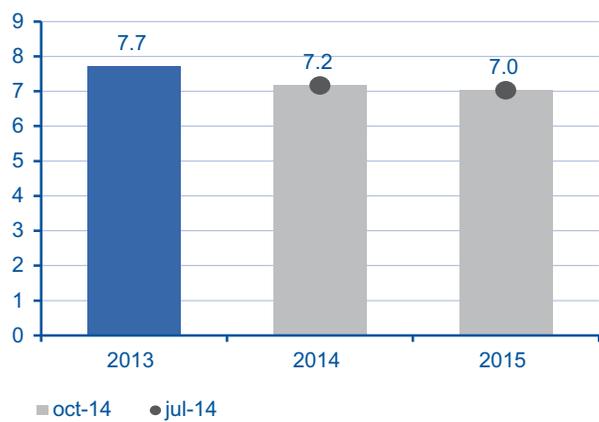
China se enfrenta a la gestión de la desaceleración en marcha mientras reduce los riesgos financieros y recompone el crecimiento hacia la demanda doméstica. En este escenario, las autoridades seguirán dispuestas a intervenir para que la desaceleración no se intensifique más de lo conveniente, por debajo de los objetivos establecidos. Así, es previsible una flexibilización adicional de la política monetaria (con recortes en la proporción de reservas o inyección de liquidez), una política fiscal expansiva en el gobierno central (aunque con consolidación en gobiernos locales) y la continuidad en la ejecución de reformas estructurales.

Gráfica 2.7
China, confianza y actividad industrial, nivel y % a/a



Fuente: Haver

Gráfica 2.8
China, crecimiento económico, % a/a



Fuente: BBVA Research

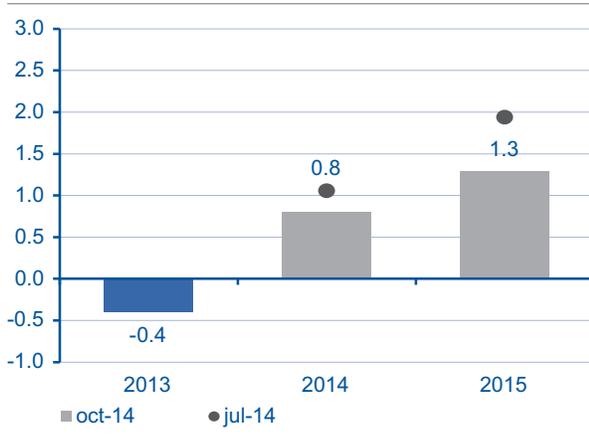
En la eurozona la recuperación será aún más lenta de lo previsto. El estancamiento del PIB en el 2T14, con comportamientos más débiles en general en las economías más grandes, ha supuesto la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015. El impacto de la crisis entre Ucrania y Rusia se está dejando sentir en el comercio y los indicadores de confianza de las economías más expuestas en el centro de Europa, y en el caso de Alemania esto se está trasladando a sorpresas negativas en inversión. En el conjunto de Europa, esta menor confianza coincide con datos débiles de actividad y con la escasa agilidad de las autoridades del área en la toma de medidas para atajar este deterioro de expectativas de bajo crecimiento e inflación. La falta de un diagnóstico coincidente entre las autoridades nacionales sobre las causas de los problemas, y por lo tanto, las diferencias en las medidas más apropiadas a implementar, junto con un sesgo tal vez más nacional que europeo en las decisiones, siguen dificultando la gobernabilidad del área del euro. Se debería terminar conjugando la profundización de las reformas con el mantenimiento de los estímulos monetarios y de liquidez y con una política fiscal que permita aprovechar el margen de las reglas para apoyar el crecimiento.

El Banco Central Europeo (BCE) ha seguido actuando, implementado la primera subasta de financiamiento bancario vinculada al balance de crédito, cuyos resultados fueron inferiores a lo previsto, y poniendo en marcha la adquisición de activos financieros en manos del sistema bancario respaldados por crédito. Todas las medidas, las implementadas, las anunciadas y las que se terminarán probablemente anunciando, de la compra de deuda soberana en el mercado secundario están orientadas a acercar las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios, del que se han venido alejando desde el segundo semestre de 2012. A este objetivo ha de contribuir, en el escenario más probable, la depreciación del euro, consistente con las diferentes expectativas de actuación de la FED y del BCE. Mientras que para el primero se espera una paulatina retirada de estímulos, para el segundo se espera lo contrario, es decir, un aumento de su balance.

Un elemento adicional positivo para las condiciones de crecimiento del área del euro es el ejercicio de revisión de calidad de los activos y de prueba de estrés de los balances bancarios que se acaba de anunciar. Este proceso ha dado al mercado más y más homogénea información sobre el sector bancario europeo y supone la implementación de la supervisión común bancaria en la eurozona. Todo esto es condición necesaria para que el flujo de crédito bancario sea capaz de atender la demanda solvente.

Gráfica 2.9

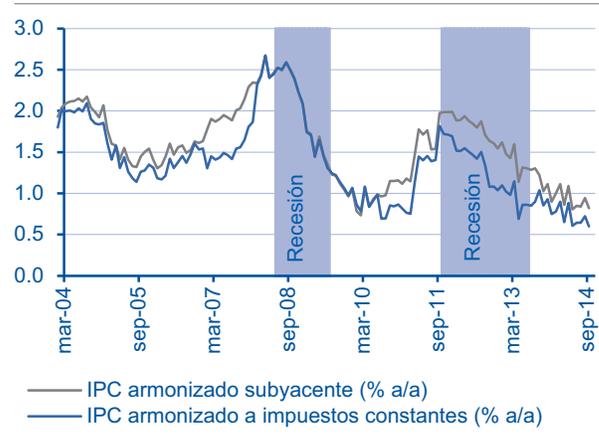
Eurozona, crecimiento económico, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.10

Eurozona, inflación subyacente, % a/a



Fuente: BBVA Research

3. El crecimiento económico se modera al cierre del año y se aceleraría en 2015

3.1 Mejoró la actividad económica en el segundo semestre, pero se desaceleró en el tercero

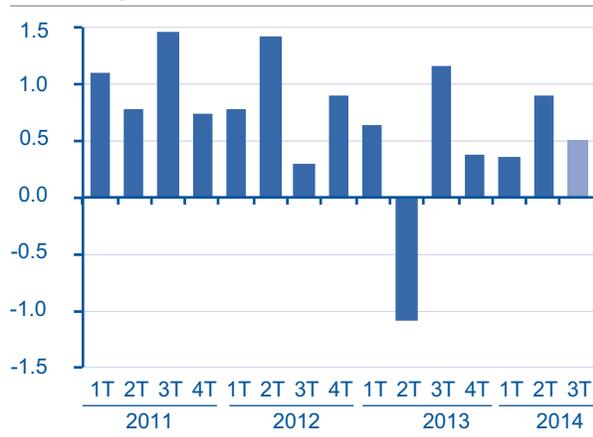
Durante el segundo trimestre de 2014 (2T14) México experimentó un mejor desempeño económico comparado con el arranque del año. La tasa de crecimiento trimestral (t/t) del PIB, ajustada por estacionalidad (ae), se ubicó en 0.90%. Esto fue resultado de un importante impulso del sector externo vinculado al crecimiento de la economía de los Estados Unidos (EE.UU.) en ese trimestre (1.13% t/t, ae). Todos los sectores crecieron casi de manera homogénea; a saber, el sector primario (agropecuarias) creció 2.0% t/t, ae; las actividades secundarias (industriales) aumentaron 0.9% t/t, ae, y las terciarias (servicios) aumentaron 0.9% t/t, ae.

Por otra parte, la tasa de crecimiento trimestral (t/t) del PIB del tercer trimestre de 2014 (3T14) fue de 0.50%, ajustado estacionalmente (ae), lo que equivale a un crecimiento anual (a/a) de 2.1%. Este crecimiento estuvo por debajo de las expectativas (BBVAe: 0.65% t/t; consenso: 0.60% t/t). En el tercer trimestre del año las actividades primarias fueron las que registraron el mejor desempeño, con una tasa de crecimiento trimestral de 2.5%. En segundo lugar se ubicaron las actividades terciarias con un crecimiento de 0.5%, mientras que las actividades secundarias registraron un aumento trimestral de únicamente 0.4%, todas en términos desestacionalizados. Adicionalmente, se revisó a la baja el crecimiento trimestral de los primeros dos trimestres del año (1T14: de 0.44% a 0.36% t/t ae; 2T14: de 1.04% a 0.90% t/t ae), lo que señala que la actividad económica ha tenido un desempeño pausado en los primeros nueve meses del año, con lo que revisamos el crecimiento anual de 2014 de 2.5% a 2.1%.

Este desempeño pausado del PIB estuvo vinculado a la debilidad de la demanda interna y a una escasa recuperación de la inversión. Aquí el sector externo fue el principal motor de crecimiento. Esperamos que en lo que resta del año el gasto del sector público en México se utilice de manera más eficiente; en concreto, con una mayor participación en infraestructura y desarrollo de proyectos productivos, y que se mantenga el desempeño positivo de la economía de los EE.UU. (véase la gráfica 3.2). Ambos factores son necesarios para que el país alcance un crecimiento económico del 2.1% en 2014.

Gráfica 31

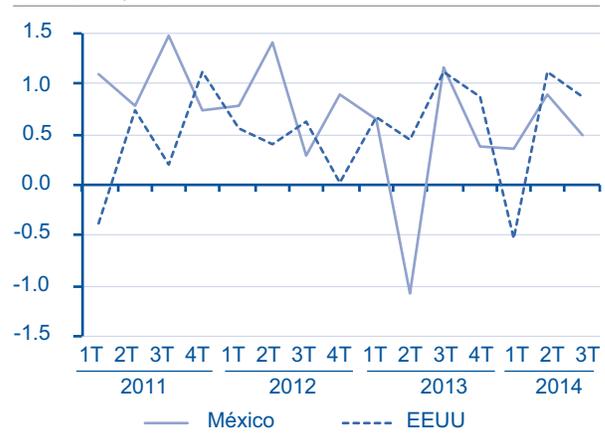
Producto Interno Bruto, 2011-2014
(Var. % t/t, ae)



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

Gráfica 3.2

PIB de México y EE.UU. 2011-2014
(Var. % t/t, ae)



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

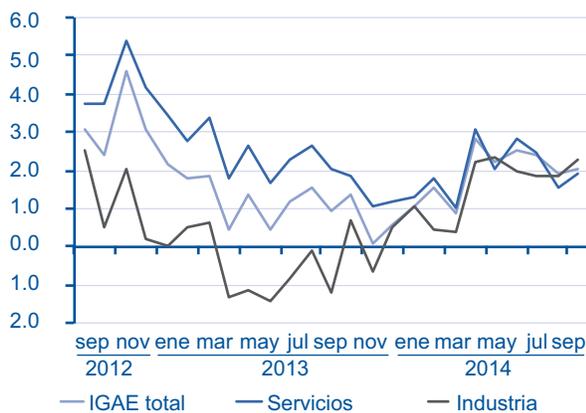
3.1.1 Sector interno: la demanda externa como principal motor de crecimiento de la economía mexicana. El consumo de mercancías se ha rezagado, aunque las mejoras recientes en empleo parecen sugerir una mejora en los siguientes meses.

La evolución de la actividad económica en el tercer trimestre de 2014 desaceleró su ritmo de expansión con respecto al trimestre anterior. Esto se debió a que la demanda externa es el principal factor que ha impulsado el crecimiento económico del país (para más detalle véase el apartado 3.1.2), pues el mercado interno, a pesar de sus mejoras recientes, ha permanecido débil ante la baja expansión del mercado laboral (ver la sección 4 Determinantes del consumo privado en México), todavía por debajo de lo observado en 2012.

La tasa de crecimiento anual (a/a) del Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) en septiembre fue de 2.0%, ae. Por componentes del IGAE, el sector agrícola creció 7.6% a/a, el industrial aumentó 2.3% a/a y el sector servicios se expandió 1.9% a/a, todo ajustado por estacionalidad (véase la gráfica 3.3). En términos mensuales el IGAE tuvo un decrecimiento de 0.1%, ae. Este resultado negativo se debió principalmente a las caídas de la industria (-0.1% m/m, ae) y de la agricultura (-1.0% m/m, ae). En tanto, los servicios aumentaron apenas 0.1% m/m, ae, lo cual estuvo vinculada a una desaceleración en casi todos los rubros, especialmente los servicios públicos (véase la gráfica 3.4). Estos resultados indican un desempeño económico pausado, ligado a la falta de dinamismo interno en el año.

Gráfica 3.3

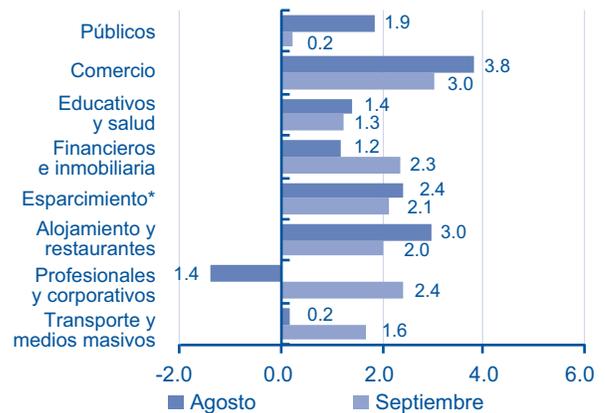
Indicador Global de Actividad Económica y sus componentes, 2012-2014 (Var. % a/a, ae)



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

Gráfica 3.4

Sector servicios: componente del IGAE, agosto-septiembre de 2014 (Var% a/a, ae)



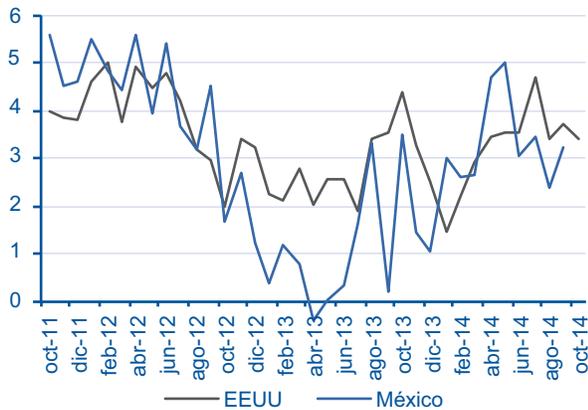
ae=ajustada por estacionalidad. a/a=año a año. *Datos estimados por BBVA.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Uno de los sectores que más se ha beneficiado de la demanda externa (especialmente de Estados Unidos) es el industrial, particularmente el relacionado con la producción manufacturera, con un crecimiento mensual (m/m) de 0.3% en septiembre, ae (véase la gráfica 3.5). El dinamismo de la demanda externa se aprecia en el caso de la aceleración de las exportaciones automotrices.

La favorable evolución de la producción y de las exportaciones de automóviles ha venido en aumento a lo largo del año. De acuerdo con la Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA), de enero a octubre de 2014 la producción acumulada de vehículos aumentó 8.5% con respecto a igual periodo de 2013 y las exportaciones de vehículos tuvieron una tasa de crecimiento también de 8.5% (véase gráfica 3.6). Mientras continúe creciendo la exportación de automóviles persistirá un importante factor de impulso al crecimiento de la industria manufacturera del país.

Gráfica 35

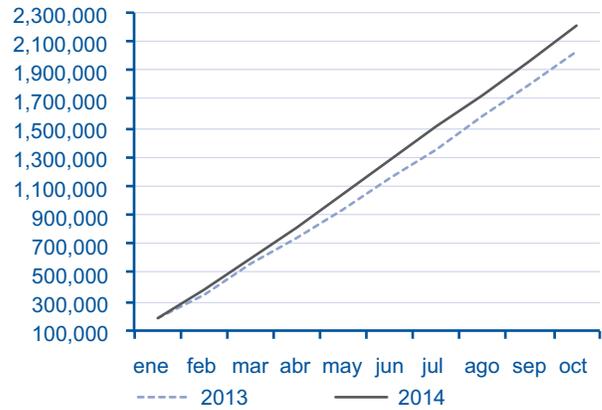
Producción manufacturera de México y de los Estados Unidos, 2011-2014 (Var % a/a, ae)



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

Gráfica 36

Exportaciones automotrices, 2013 y 2014 (Venta de unidades acumuladas)

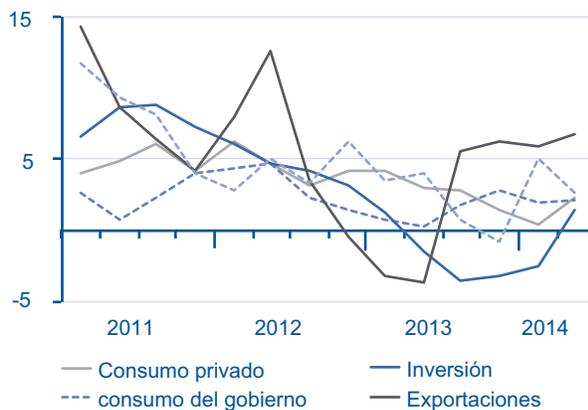


a/a=año a año.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Cabe mencionar que hasta el momento solo está disponible la información hasta el segundo trimestre de 2014 de los componentes de la demanda agregada del país. Éstos tuvieron un mejor desempeño que el registrado en el trimestre anterior (véase la gráfica 3.7). Y estimamos que en tercer trimestre su desempeño será más moderado. El factor que tuvo la mayor tasa de crecimiento anual fue el de exportaciones, con un aumento de 6.8% en el 3T14 vs 5.9% en el 2T14. El consumo registró un desempeño positivo, aunque moderado, debido a la insuficiente creación de empleo y al limitado aumento de los salarios reales durante el 2T14 (véase el apartado 3.1.3). El consumo privado creció 2.3% a/a, en tanto el consumo público lo hizo en 2.1% a/a, contra el 0.4% a/a y el 2.0% a/a, respectivamente, del trimestre anterior (véase el Recuadro 1). La formación bruta de capital fijo total creció 1.4% a/a durante el 2T14, luego de una caída de 2.5% a/a en el 1T14. Aquí destacó el aumento de la inversión privada en 3.3% a/a y la caída de la inversión pública en 8.4% a/a en el 2T14. Las importaciones crecieron 2.7% a/a durante el 2T14, más o menos la mitad de lo que crecieron el trimestre anterior (5.1% a/a), todo con cifras desestacionalizadas. Para el tercer trimestre, se espera que los componentes del PIB tengan un desempeño más moderado que en el trimestre anterior.

Gráfica 37

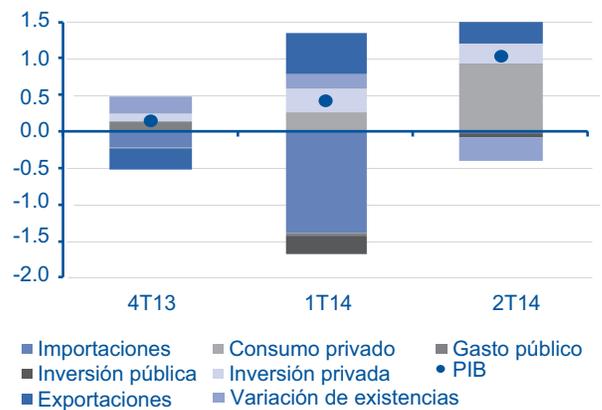
Demanda agregada: componentes, 2011-2014 (Var% a/a, ae)



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

Gráfica 38

Contribución al crecimiento del PIB, 4T13-2T14 (Puntos porcentuales, t/t, ae)



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

Con respecto a la contribución de estos componentes en el crecimiento del PIB, los rubros que contribuyeron de forma positiva en el 2T14 fueron, en primer lugar, las exportaciones, le siguió el consumo privado, luego estuvo la inversión privada y finalmente el gasto público. La aportación al crecimiento de la variación de existencias, la inversión pública y las importaciones fue negativa (véase la gráfica 3.8). Estos resultados hacen que continúe la incertidumbre sobre la marginal, e incluso negativa, contribución que tienen el gasto y la inversión pública al crecimiento trimestral del PIB, ya que son elementos clave para la recuperación económica del país, más aún si se considera la actual expansión del gasto público. Por ello, esperamos que la inversión pública se realice de forma eficiente y se focalice en proyectos de infraestructura productiva que tengan un efecto dinamizador y permanente sobre el crecimiento del PIB. Este factor y la puesta en marcha de las reformas económicas pueden ser los elementos detonantes de un mayor crecimiento potencial en el mediano plazo (véase el Recuadro 2). De hecho, entre otras cosas, gracias a estas reformas, en octubre se dio a conocer la evaluación internacional del reporte "Doing Business 2015: más allá de la eficiencia". En este reporte México mejoró su posición entre los países mejor ubicados en cuanto a las facilidades para hacer negocios. En este estudio México avanzó cuatro lugares, desde la posición 43 en el reporte para 2014 a la 39 en el de 2015. Lo anterior, si bien es un signo positivo, cabe mencionar que falta más camino por recorrer para aumentar la competitividad y productividad del país.

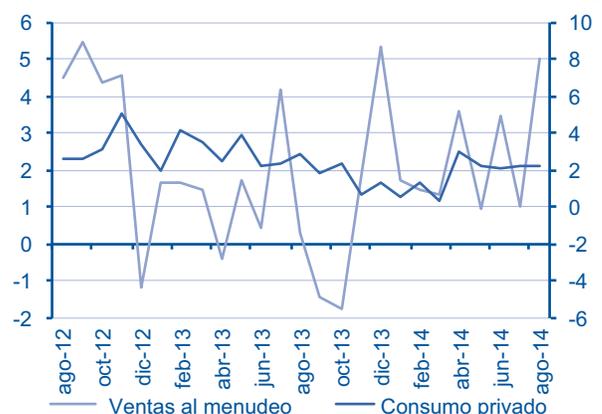
Para el tercer trimestre de 2014 se espera que la inversión fija bruta total y sus componentes sigan una senda positiva. Desde junio hay cifras que sustentan esta expectativa, ya que en ese mes, por primera vez desde noviembre de 2012, todos los componentes de la inversión tuvieron tasas de variación anual positivas en términos desestacionalizados. Además, en agosto estos componentes crecieron de manera importante. El componente de Maquinaria y Equipo creció 8.0% a/a, ae. El subcomponente nacional aumentó 5.9% a/a, ae, y el importado lo hizo en 9.0% a/a, ae. La Construcción aumentó 3.1% a/a, ae, una tasa no observada desde julio de 2012 (véase la gráfica 3.9). Sin embargo, estos datos aún parecen insuficientes para alcanzar un crecimiento económico dinámico y sostenido. Para ello se requiere mayor inversión privada y la complementariedad con los proyectos de inversión pública, los cuales se detallan en el Programa Nacional de Infraestructura 2014-2018. Esperamos que la ejecución de estos recursos públicos en los próximos meses se realice de manera productiva, eficiente y transparente y apoye la expansión económica de México.

Gráfica 3.9
Componentes de la inversión, 2012-2014
(Var % a/a, ae)



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

Gráfica 3.10
Ventas al menudeo y consumo privado, 2012-2014
(Var % a/a, ae)



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

Por su parte, los índices de ventas al menudeo durante el segundo trimestre y la mayor parte del tercero mostraron tasas de crecimiento positivas. Particularmente en agosto la tasa de variación anual fue de 5.0%, ae, la mayor desde diciembre de 2013. Sin embargo, el promedio de crecimiento de estas ventas de enero a agosto de 2014 fue de 2.3%, superior al 1.4% que este indicador registró en ese periodo en 2013, pero todavía inferior al 4.4% del mismo periodo de 2012. Esto indica una recuperación económica moderada, que se materializa en un bajo crecimiento del consumo de mercancías, cercano al 2%, de acuerdo con datos disponibles hasta julio de 2014 (véase la gráfica 3.10). Además, la debilidad del consumo también se pone de manifiesto si se tiene en cuenta que de acuerdo con el CONEVAL, hasta

el tercer trimestre de 2014 suman cuatro años de aumento en el porcentaje de la población mexicana que percibe ingresos insuficientes para comprar la canasta básica. Este porcentaje, con respecto al trimestre de cada año, ha pasado de 46.8% en 2010 a 48.9% en 2011, 51.1% en 2012, 52.9% en 2013 y 54.5% en 2014 (alrededor de 62 millones de mexicanos).

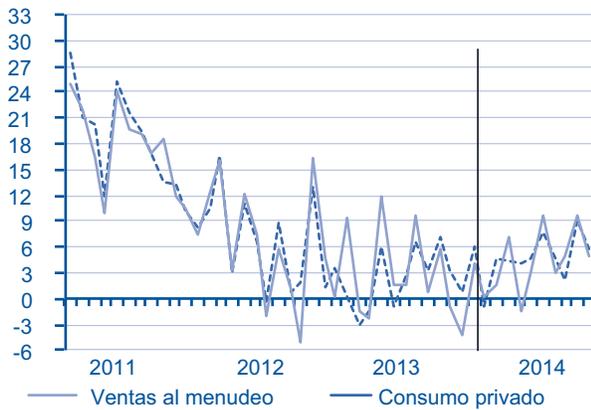
Adicionalmente, la confianza de los agentes económicos hasta el tercer trimestre del año muestra mejora, pero todavía con expectativas mixtas de un crecimiento dinámico en los próximos meses. Por ejemplo, el Índice de Confianza del Productor alcanzó los 53.2 puntos en septiembre de 2014, su nivel más alto desde agosto de 2013. Mientras, el Índice de Confianza del Consumidor alcanzó los 90.4 puntos en septiembre de 2014, dato que es inferior a los 92.7 puntos registrados en ese mismo mes de 2013. Es decir, este indicador señala que si bien se puede esperar una mejora del entorno macroeconómico en el futuro cercano, ésta se percibe limitada.

3.1.2 Sector externo

3.1.2.2 Exportaciones de mercancías

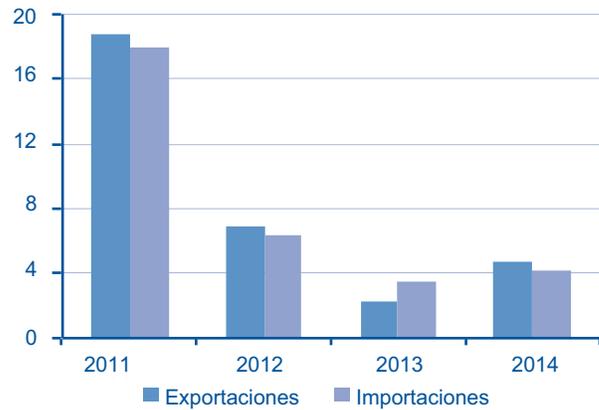
A lo largo de 2014 el sector externo del país ha registrado un mejor desempeño de lo que reportó en 2013. Por ejemplo, en 2013 la tasa de crecimiento de las exportaciones de mercancías fue negativa para los meses de enero, febrero, abril y diciembre. Por lo que respecta a los primeros diez meses de 2014 la tasa de crecimiento de las exportaciones ha sido positiva a partir de febrero (gráfica 3.11). Además, las exportaciones han sido más dinámicas en los primeros diez meses de 2014 de lo que lo fueron en los mismos meses de 2013, pues su tasa de crecimiento promedio anual en ese lapso de 2014 fue 4.6% en tanto que para 2013 fue de 2.3% (gráfica 3.12).

Gráfica 3.11
Exportaciones e importaciones de mercancías (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.12
Exportaciones e importaciones de mercancías: tasa de crecimiento promedio de enero a octubre (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Por otra parte, la tasa de crecimiento anual del monto de las exportaciones de mercancías acumuladas de enero a octubre de 2014 fue de 4.7%, y esta tasa fue mayor a la del mismo periodo en 2013 de 2.3%. Esto ha sido resultado de un mayor dinamismo que las exportaciones no petroleras, y en particular de las manufactureras (exportaciones automotrices y manufactureras no automotrices). Las exportaciones automotrices crecieron anualmente en el periodo de enero a octubre de 2014 en 11.5%, mientras que las exportaciones manufactureras no automotrices crecieron anualmente 4.5% en ese mismo periodo (ver gráfica 3.13).

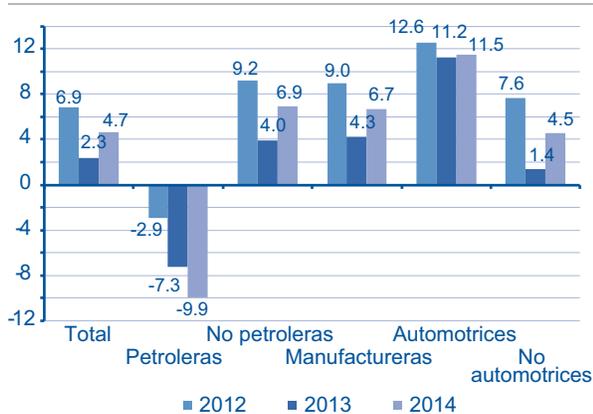
En contraste, las exportaciones petroleras registraron una contracción de 9.9% en los primeros diez meses de este año, siguiendo la contracción de -7.3% en 2013. La contracción de las exportaciones petroleras es consecuencia de un menor volumen de exportación y de un menor precio promedio del barril de exportación. Por ejemplo, y con base en la última información disponible hasta septiembre, se tiene que de enero a septiembre de 2013 se exportaron en promedio mensual 1,174.2 mil de barriles de petróleo crudo, y para los mismos meses de 2014 el volumen exportado promedio se redujo 4.3% debido a que el volumen exportado promedio bajó a 1,123.8 mil barriles al día. Por lo que

respecta al precio promedio del barril de la mezcla mexicana de exportación en los primeros nueve meses de 2013 éste fue de 100.7 dólares y para el mismo lapso de 2014 bajó 6.8% para ubicarse en 93.86 dólares.

Así, la contracción del valor de las exportaciones petroleras resultó en una contribución negativa al crecimiento de las exportaciones de mercancías de enero a octubre de 2014 de -1.3 puntos porcentuales (pp), mientras que las exportaciones de manufacturas contribuyeron con 5.5 pp (3.0 pp provenientes de las exportaciones automotrices y 2.6 pp del resto de exportaciones manufactureras) (ver gráfica 3.14). No hay que olvidar que el mejor desempeño de las exportaciones de manufacturas en lo que va de 2014 se debe en gran medida al mejor desempeño de la economía estadounidense, en particular de su rama industrial.

Gráfica 3.13

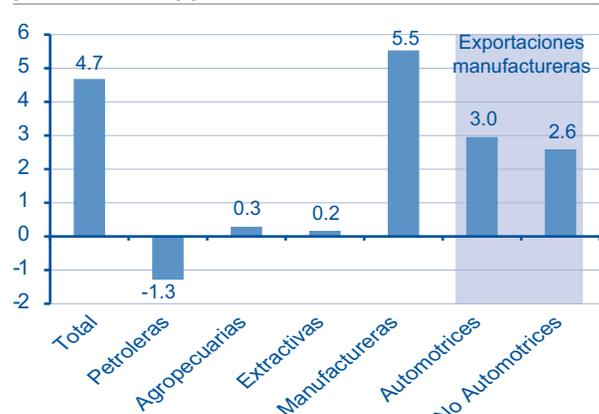
Exportaciones de mercancías acumuladas de enero a octubre (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.14

Exportaciones de mercancías acumuladas de enero a octubre (Aportación al crecimiento, puntos porcentuales, pp)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Por último, cabe mencionar que en octubre de 2014 las exportaciones de mercancías registraron una tasa de crecimiento anual de 5.7%, la cual es más alta de lo que es la tasa promedio que las exportaciones han registrado en los primeros diez meses del año de 4.7%. Al favorable desempeño de las exportaciones en octubre contribuyeron de forma relevante las exportaciones manufactureras no automotrices, pues la tasa de crecimiento anual que éstas registraron en octubre fue de 18.6%. Por su parte, la tasa de crecimiento anual de las exportaciones manufactureras en ese mes fue de 5.1%.

Las cifras anteriores indican que en la medida en que se sostenga la tasa de crecimiento actual de las exportaciones manufactureras no automotrices y además de que ésta aumente en el futuro cercano, se tendrá entonces que el dinamismo del sector exportador del país podrá aumentar de manera importante y, por lo mismo, contribuir en mayor medida al crecimiento económico del país. Este punto surge de considerar que las exportaciones manufactureras no automotrices representan casi 57% de las exportaciones totales y 68% de las exportaciones manufactureras.

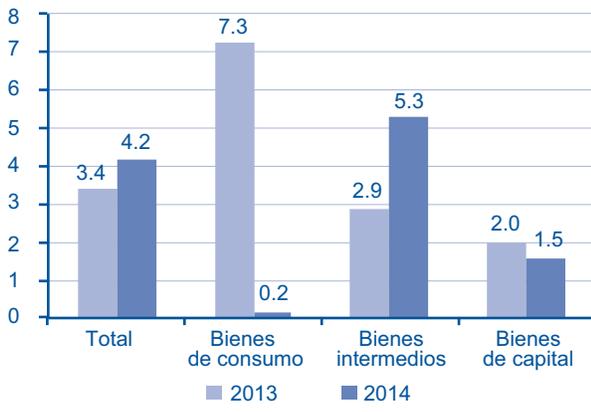
3.1.2.3 Importaciones de mercancías

Por lo que respecta al comportamiento de las importaciones de mercancías se tiene que la tasa de crecimiento promedio anual que su monto acumulado registró en los primeros diez meses de 2014 fue de 4.2%, la cual fue mayor a la tasa de 3.4% observada en el mismo periodo de 2013 (ver gráfica 3.15). Destaca el hecho de que en los primeros diez meses de 2014 las importaciones de bienes de consumo han registrado una reducida tasa de crecimiento (0.2%), en tanto que las importaciones de bienes de capital solo han crecido de manera limitada (1.5%).

Las importaciones de bienes intermedios han sido las más dinámicas, pues la tasa de crecimiento promedio anual de su monto para los primeros diez meses de 2014 ha sido la más alta de las tres categorías consideradas (5.3%). Lo anterior ha tenido como resultado que este tipo de importaciones hayan contribuido casi en su totalidad con la expansión de las importaciones totales en los primeros diez meses de 2014 (ver gráfica 3.16).

Gráfica 315

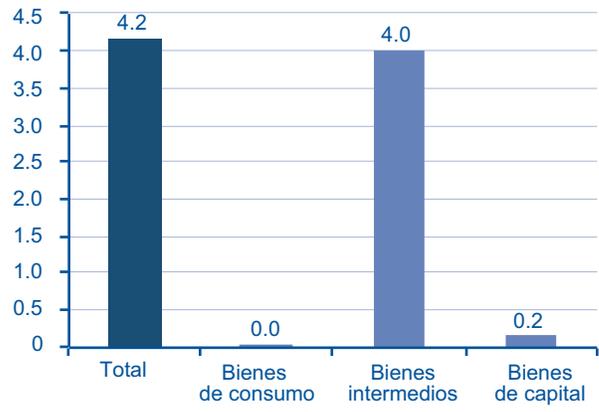
Importaciones de mercancías acumuladas de enero a octubre (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 316

Importaciones de mercancías acumuladas de enero a octubre (Aportación al crecimiento, pp)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

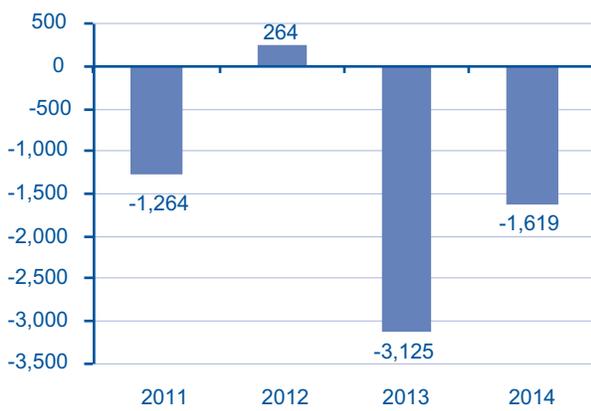
Cabe mencionar que las importaciones de bienes de uso intermedio en gran medida están relacionadas con las propias exportaciones de bienes terminados y con la producción para bienes de consumo interno. En este sentido, es de esperar que un mayor dinamismo de la economía estadounidense se refleje tanto en mayores exportaciones como en mayores importaciones de bienes de uso intermedio. En la medida en que el dinamismo del sector exportador del país aumente y se consolide, también se observará una mayor tasa de crecimiento de las importaciones de bienes de capital.

3.1.2.4 Déficit de la balanza comercial

A lo largo de los primeros diez meses de 2014 el saldo acumulado de la balanza comercial ha sido deficitario por poco más de 1.6 mil millones de dólares (mmd), el cual es menor al déficit de 3.1 mmd que esta cuenta reportó en los mismos meses de 2013 (ver gráfica 317). Cabe mencionar que en los primeros diez meses de 2014 el saldo de la balanza comercial solo ha sido deficitario en los meses de enero (-3.2 mmd), julio (-1 mmd) y agosto (-1.1 mmd), en tanto que en 2013 en ese mismo lapso se registró déficit en un número mayor de meses, los que fueron: enero, abril, mayo, julio, agosto (ver gráfica 318).

Gráfica 317

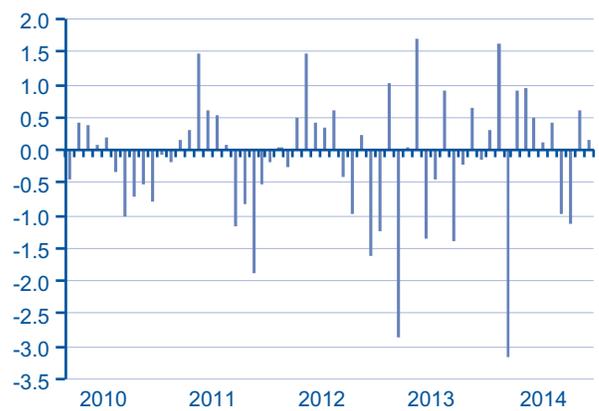
Saldo acumulado de la balanza comercial de enero a octubre (Millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 318

Saldo de la balanza comercial por mes (Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Cabe mencionar que si el ritmo de crecimiento de la economía estadounidense es alto, en el futuro cercano es probable que la alta demanda de exportaciones mexicanas implique una balanza comercial superavitaria. Esto último también se verá reflejado en un mayor ritmo de crecimiento de la actividad económica del país.

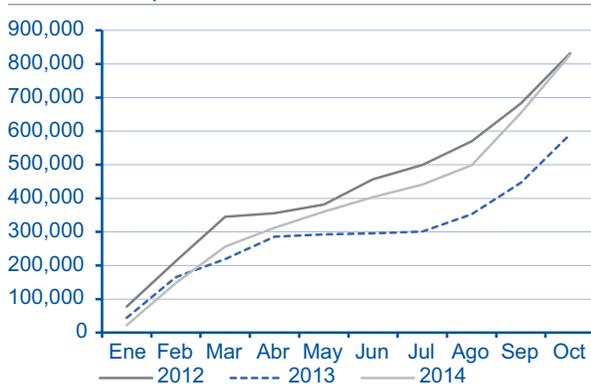
3.1.3 Empleo

3.1.3.1 Empleo en el IMSS: sigue aumentando el empleo formal

La evolución del número total de trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) está asociada de manera importante con el comportamiento de diversas variables macroeconómicas, como es el consumo privado (ver sección 4 Determinantes del consumo privado en México). Además, el número total de trabajadores afiliados al IMSS representa al empleo del sector formal generado por el sector privado.

Gráfica 3.19

Aumento del número total de trabajadores afiliados al IMSS diciembre a octubre (Número de personas)



Fuente: BBVA Research con información del IMSS.

Gráfica 3.20

Acumulado 12 meses del número total de trabajadores afiliados al IMSS: octubre - octubre (Miles de personas)



Fuente: BBVA Research con información del IMSS.

Si bien el aumento del empleo formal ha sido mayor en los primeros diez meses de 2014 en comparación con el mismo periodo de 2013, hasta el momento éste se encuentra por debajo del incremento que el empleo formal IMSS reportó en los primeros diez meses de 2012 (ver gráfica 3.19).

Considerando la creación de empleo en un lapso de 12 meses, se tiene que de octubre de 2014 al mismo mes de 2013 se habían creado 48.9% más empleos que entre septiembre de 2013 a igual mes de 2012 (ver gráfica 3.20). Este segundo indicador corrobora un mejor desempeño del empleo formal IMSS en 2014 en relación a 2013.

3.1.3.2 Programa de Formalización del Empleo en el IMSS

A partir de la segunda mitad de 2013 la Secretaría del Trabajo y Previsión Social (STPS) comenzó un favorable programa de formalización del trabajo. Este programa consiste en hacer que los trabajadores que tienen un empleo informal en el sentido que no cuentan con seguridad social se formalicen y, por tanto, se afilien al IMSS. Como resultado, parte del aumento en el número de trabajadores afiliados al IMSS que se registró a partir de agosto de 2013 se debe a este programa. La autoridad laboral estima que en 2013 se formalizaron alrededor de 300 mil empleos.¹

Las cifras anteriores sugieren que si bien el aumento total en los registros de empleo en el IMSS en 2013 fue de 463,018 personas, al sustraer el efecto del programa de formalización de empleo, se habrían creado solo 163 mil empleos como resultado de la expansión de la actividad económica de ese año. Vale la pena recordar que el PIB en ese año creció 1.4%. Estas cifras indican que en 2013 el 65% del aumento en el empleo registrado en el IMSS provino del programa de formalización del empleo y el 35% restante de la expansión de la actividad económica.

¹ El artículo titulado "Se formalizan 40 mil empleos en el Estado de México", publicado en El Financiero del 7 de febrero de 2014 indica que el titular de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social señaló: "Datos preliminares de la STPS indican que en 2013 se formalizaron en todo el país, a través del Seguro Social, alrededor de 300 mil puestos de trabajo, que no son nuevos empleos porque no son producto del crecimiento económico, sino son producto de la formalización del empleo". En el Boletín de Prensa del 7 de febrero de 2014 de la STPS se dice que el titular de la STPS "... destacó que en las metas que se firmaron ante el Presidente de la República en el programa para migrar a la formalización del empleo, fue la del Estado de México de las más altas, 40 mil, y 'la cumplió a cabalidad el Gobierno del doctor Eruviel Ávila'".

3.1.3.3 Evolución del Empleo Formal IMSS en 2014

Cabe mencionar que el programa de formalización de empleo continúa por lo que es de esperar que en 2014 una proporción relevante del aumento del número de trabajadores afiliados al IMSS provenga de este esfuerzo.² Vale la pena mencionar que de acuerdo con señalamientos de las autoridades, el proceso de formalización se ha caracterizado por aumentar el número de trabajadores eventuales con salarios bajos.

En relación a los registros mensuales de empleo en el IMSS, tenemos que en los primeros meses del año se observa un aumento importante, luego se modera de mayo a julio, y vuelve a aumentar hasta noviembre. En este sentido, destaca que en octubre de 2014 se presentara un importante aumento de registros en el IMSS, con poco más de 172 mil plazas, el cual representa el mayor aumento mensual para ese mes en los últimos años. De este incremento, el 28% provino de trabajadores eventuales. Esto puede ser un indicador del efecto del mayor gasto público en la construcción de infraestructura, pues una parte muy importante del empleo formal que se genera bajo el esquema de empleo eventual es el que proviene de la industria de la construcción. De igual forma, también es posible que una parte importante de dicho aumento haya sido consecuencia del programa de formalización del trabajo. El restante 72% se dio en trabajadores que tienen contratos de trabajo permanentes.

Los avances en la formalización del empleo del país son muy importantes porque detrás de éstos se encuentra un mayor porcentaje de la población que tiene cobertura de seguridad social y, por tanto, se trata de una población que reduce su vulnerabilidad, aumenta su bienestar, y mejora su calidad de vida. Por otra parte, con el fin de conocer el éxito del programa y mantener un seguimiento más claro de las variables económicas que dependen crucialmente de la creación de empleo, como por ejemplo es el caso del consumo privado (ver sección 4 sobre Determinantes del consumo privado en México), sería favorable contar con estadísticas sobre los registros de trabajadores en el IMSS que provienen de la formalización del empleo.

3.1.4 Finanzas públicas

De enero a octubre de 2014 los ingresos totales del sector público presupuestario registraron una tasa de crecimiento real anual de 2.5%. Esta expansión fue consecuencia de una contracción anual de 1.8% de los ingresos petroleros y de una expansión de 4.7% de los ingresos no petroleros. Los primeros representaron 31.7% de los ingresos totales en el periodo referido y los segundos el 68.3% restante (ver cuadro 31).

Cuadro 31

Ingresos del sector público presupuestario (Cifras acumuladas en miles de millones de pesos)

	Enero-Octubre 2014		
	Monto	Var. % real	Estruc. %
Total	3,182.3	2.5	100.0
Petroleros	1,008.3	-1.8	31.7
No Petroleros	2,173.9	4.7	68.3
Gobierno Federal	2,337.3	3.6	73.4
Tributarios	1,492.6	11.2	46.9
No Tributarios	844.7	-7.7	26.5
Organismos y Empresas	844.9	-0.1	26.5

Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

Cuadro 32

Gasto del sector público presupuestario (Cifras acumuladas en miles de millones de pesos)

	Enero-Octubre 2014		
	Monto	Var. % real	Estruc. %
Total	3,635.7	8.4	100.0
Gasto Programable	2,902.5	9.3	79.8
Gasto Corriente	2,172.9	7.3	59.8
Gasto de Capital	729.6	15.7	20.1
Gasto No Programable	733.3	5.0	20.2
Participaciones a Estados	494.7	5.7	13.6
Costo Financiero	217.5	4.0	6.0
Adefas y otros	21.1	-0.8	0.6

Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

Como ya se mencionó, la contracción de los ingresos petroleros del sector público se debe, en gran medida, a la disminución de la plataforma de exportación de petróleo crudo. En cambio, detrás del mejor desempeño de los ingresos no petroleros del sector público está el crecimiento de los ingresos tributarios (tasa de crecimiento anual real de 11.2%

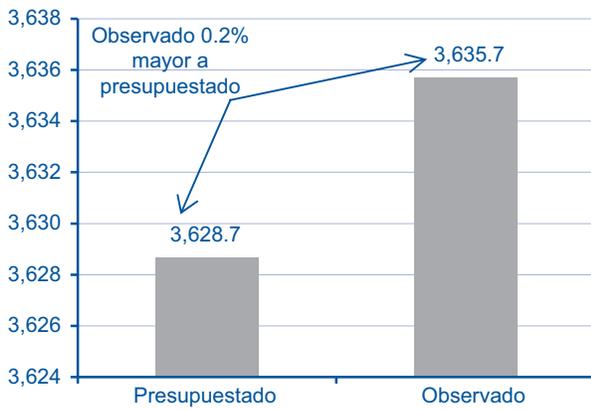
² En entrevista que se hizo al titular de la STPS que fue publicada por El Financiero el 15 de octubre de 2014 bajo el título "Empleo eventual y con minisalarario, primer escalón", el Secretario del Trabajo dijo con respecto a la evolución de las altas de trabajadores afiliados al IMSS que "...debemos partir de que hay un buen número de altas que obedecen a la formalización en el empleo y que el corte de caja lo podremos hacer después de octubre y principios de noviembre, porque tendremos una perspectiva de la caída de diciembre".

en el acumulado de enero a octubre de 2014), los cuales fueron impulsados por los aumentos de impuestos en el marco de la reforma fiscal. Durante los diez primeros meses del año destaca de manera particular el dinamismo que han registrado tanto el impuesto especial a la producción y servicios (IEPS) como el impuesto al valor agregado (IVA), pues la tasa de crecimiento real anual del primero es de 49.1% y la del segundo de 16.9%. Cabe mencionar que los ingresos acumulados del impuesto sobre la renta (ISR) en el mismo periodo de referencia se redujeron 2.6% real anual.

Por lo que respecta al gasto acumulado del sector público presupuestario, se tiene que de enero a octubre de 2014 éste registró una tasa de crecimiento real anual de 8.4%. En el lapso referido el gasto programable, que representan casi el 80% del gasto total, creció en 9.3% anual real (el componente de gasto corriente lo hizo en 7.3% y el de gasto de capital en 15.7%). Por su parte, el gasto no programable, que representa el 20% del gasto total restante, aumentó a un menor ritmo con 5% (ver cuadro 3.2).

Gráfica 3.21

Gasto presupuestario del sector público acumulado de enero a octubre: programado y observado (Miles de millones de pesos)



Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

Cuadro 3.3

Situación financiera del sector público acumulada de enero a octubre (Miles de millones de pesos)

	2013	2014	Var. % real
Balance público	-218.1	-437.1	ns
Bal. púb. sin inversión de Pemex	-23.6	-16.4	ns
Balance presupuestario	-241.7	-453.5	ns
Ingreso presupuestario	2,983.9	3,182.3	ns
Gasto neto presupuestario	3,225.7	3,635.7	ns
Gobierno Federal	239.4	-405.9	ns
Organismos y empresas	-2.3	-47.5	ns
Pemex	-62.2	-143.4	ns
Otras entidades	59.9	95.9	54.0
Entidades bajo control indirecto	23.6	16.3	-33.6
Balance primario	-24.9	-217.4	ns
Balance presupuestario	-40.6	-236.0	ns
Gobierno Federal	-71.7	-230.4	ns
Organismos y empresas	31.1	-5.6	ns
Pemex	-38.1	-111.4	ns
Otras entidades	69.2	105.8	47.1
Entidades bajo control indirecto	15.7	18.6	13.9

ns=no significativo

Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

Por otra parte, en lo que va del año el gasto ejercido está en línea con el presupuestado, y la diferencia es mínima (ver gráfica 3.21).

Como lo indican las cifras de los ingresos y del gasto del sector público presupuestario del país para los primeros diez meses del año, el mayor dinamismo del gasto que de los ingresos del sector público se ha traducido en ese lapso en un déficit del sector público mayor al de 2013. Además, éste ya alcanza magnitudes importantes (ver cuadro 3.3) sin considerar el déficit que proviene de la inversión realizada por Pemex, como es el caso del déficit registrado en el balance primario.

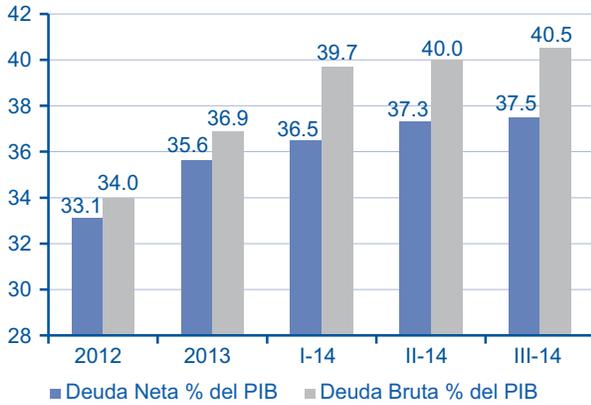
De esta forma, si se considera al déficit que incluye la inversión en Pemex se tiene que la magnitud del déficit acumulado en los primeros diez meses del año es 2 veces mayor al caso en que se considera al déficit fiscal sin la inversión de Pemex. Dada la magnitud de la inversión que se ha realizado en Pemex a lo largo de los primeros diez meses de este año, es de esperar que en un futuro razonablemente próximo se puedan ver los frutos de la misma en aspectos como el aumento del nivel de producción de crudo de esta empresa.

La posición deficitaria del sector público se ha reflejado en un aumento de su deuda como proporción del PIB, independientemente de que se considere la deuda neta o la deuda bruta (gráfica 3.22). Por ejemplo, entre el final de 2013 y septiembre de 2014, último dato disponible, la deuda bruta aumentó en 3.6 puntos porcentuales del PIB pasando de 36.9% del PIB a 40.5%.

Considerando que la deuda del sector público genera un costo financiero de mediano plazo, cuyo servicio se cubre con recursos públicos, se tiene entonces que la deuda bruta no solo refleja un mayor endeudamiento del país, sino también una mayor carga financiera. En este sentido la rápida expansión de la deuda bruta debe ser motivo de reflexión ante las obligaciones financieras futuras que ésta conlleva.

Gráfica 3.22

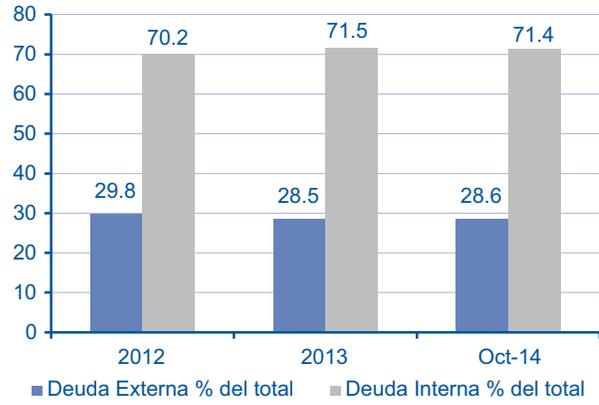
Deuda total neta y bruta del sector público como proporción del PIB (% del PIB)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

Gráfica 3.23

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



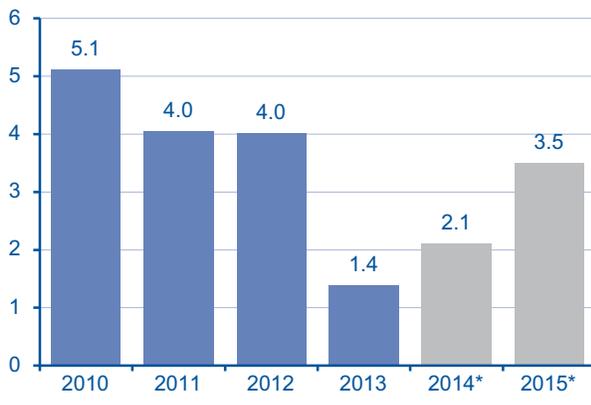
Fuente: BBVA Research con información de la SHCP

3.1.5 Perspectivas: la economía avanza en su proceso de recuperación y aumento del PIB potencial, aunque persisten la pausada actividad económica e importantes riesgos al crecimiento

La evolución positiva de la demanda externa, particularmente proveniente de la economía de EE.UU., ha favorecido el desempeño económico de México a lo largo del año. Sin embargo, el consumo y la inversión han mostrado un desempeño muy débil. Por ello, estimamos que el crecimiento económico para 2014 estará en 2.1% y en 3.5% para 2015. Estos crecimientos dependen en su mayor parte de que se mantenga la aceleración del crecimiento de la economía de los Estados Unidos (2.0% para 2014 y 2.5% para 2015) y del uso eficiente y productivo del gasto público en México.

Gráfica 3.24

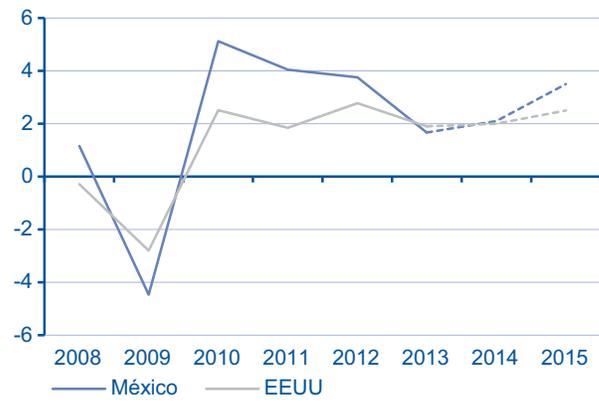
Crecimiento anual del PIB de México, 2010-2015 (Var. % a/a)



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

Gráfica 3.25

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

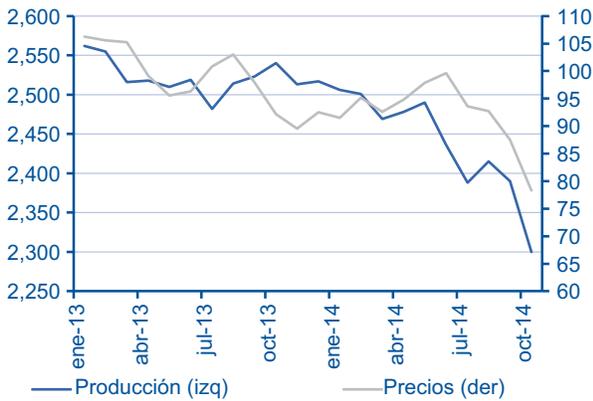
Además, prevalecen ciertos riesgos sobre este escenario. Por un lado, el desempeño económico de los Estados Unidos podría no ser lo suficientemente robusto, pues se siguen reportando indicadores mixtos que generan cierta incertidumbre sobre su fortaleza económica. Por ejemplo, en el tercer trimestre de 2014 la economía de EE.UU. creció 0.9% t/t, ae (apoyada por un déficit comercial menor a lo esperado y un aumento considerable del gasto en defensa), pero existe debilidad en el consumo. Es más, aún cuando se materialice una recuperación sostenida en esa economía, en México tenemos el reto de aprovechar las ventajas que nos da la cercanía a EE.UU., acelerando los procesos

de reducción de los costos de la energía eléctrica y generando políticas de encadenamiento productivo y de proveeduría integral a la cadena exportadora de nuestro país. Por otro lado, otro tema que hay que tener en mente es que 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.

También existen otros riesgos que pueden atentar contra el crecimiento económico del país. Uno de estos es la disminución de los precios internacionales de la mezcla mexicana de petróleo y de la plataforma de producción y su efecto sobre las finanzas públicas del país (véase la gráfica 3.26 y el Recuadro 2. Efectos sobre la economía mexicana de una caída en el precio del petróleo). Otro riesgo, no menor, es el relacionado con la evolución del delito y la criminalidad en el país. De acuerdo con el INEGI, el costo económico del delito ha disminuido desde 1.6% del PIB en 2010 hasta 1.4% del PIB en 2012 (véase la gráfica 3.27). Sin embargo, esto representa un limitante importante para alcanzar un mayor desarrollo y crecimiento económico de largo plazo, el cual tiene que ser superado para evitar que se obstaculice la expansión económica del país.

Gráfica 3.26

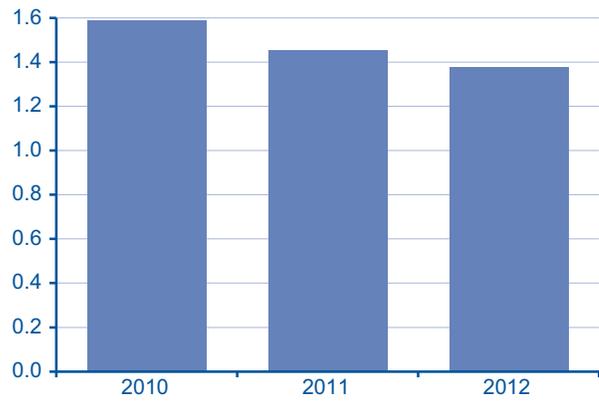
Producción y precios internacionales de la mezcla mexicana de petróleo, 2013-2014 (Barriles de petróleo y dólares por barril, fin de periodo)



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

Gráfica 3.27

Costo económico del delito (Porcentaje del PIB)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Por otra parte, Enrique Peña Nieto, presidente de México, recientemente presentó el mensaje “Por un México en Paz con Justicia, Unidad y Desarrollo” en Palacio Nacional a dos meses de la desaparición de 43 estudiantes de la Normal Rural de Ayotzinapa. En este discurso se dio a conocer un plan con el objetivo de reducir la violencia, fortalecer el marco institucional del Estado y establecer pautas y normas que protejan en mayor grado los Derechos Humanos de los ciudadanos. Esto se da en un ambiente de reciente aumento de la inseguridad, factor que de no reducirse podría minar de manera importante el desempeño económico del país. Si bien se redujo el costo del delito hacia 2012, éste sigue representando un costo alto para el país si se consideran las carencias de la población mexicana, además del rezago en que se encuentran diversos elementos institucionales relacionados con la seguridad pública y la administración de justicia. Para que las medidas anunciadas sean exitosas y alcancen sus objetivos será crucial la capacidad de ejecución del ejecutivo en un ambiente complejo como es la procuración de justicia y la seguridad pública y en un entorno de importantes pendientes de implementación de las reformas aprobadas previamente.³

En conclusión, aún cuando la demanda externa ha impulsado el crecimiento económico del país, es importante tomar medidas para dejar atrás un consumo débil y una inversión que resulta insuficiente. Por ello, creemos necesario un vigoroso impulso en inversión y la seguridad desde el Estado, la complementariedad con el sector privado y la participación ciudadana para impulsar los cambios que México requiere para alcanzar una mayor actividad productiva y el aumento del bienestar de los mexicanos en el mediano y largo plazo.

³ Véase el Flash México. El Plan de Justicia impulsado por el gobierno Federal es un paso clave para mejorar la condición de vida de las y los mexicanos, en https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2014/11/141127_FlashMexico_PlanJusticia.pdf

Recuadro 1: Efecto de las reformas estructurales en el PIB de largo plazo

El proceso de reformas estructurales que está viviendo nuestro país tiene como uno de sus principales objetivos potenciar el crecimiento económico de largo plazo. Se busca que estas reformas reduzcan los obstáculos existentes que limitan el desarrollo económico del país, además de que permiten la inversión del sector privado en actividades que antes estaban reservadas solo para el sector público.

De manera particular, la reforma energética será uno de los detonantes del mayor crecimiento económico del país debido a la importante inversión esperada en el sector y sus vínculos dinamizadores con un gran número de sectores productivos del país. Esta reforma fue promulgada por el Ejecutivo Federal el 20 de diciembre de 2013 y publicada al día siguiente en el Diario Oficial de la Federación. También se han publicado ya las leyes secundarias que la respaldan, y que proporcionan el marco de referencia para esta reforma empiece a operar que en el futuro cercano y genere los resultados esperados. En concreto, con la reforma energética se espera que la inversión privada en el sector, tanto nacional

como extranjera, tenga un incremento gradual para alcanzar los 25 mil millones de dólares (mmd) en el año 2020. Esos recursos ampliarán la infraestructura del sector y, por tanto, fortalecerán el abasto interno de energía, entre otros beneficios de largo plazo que la reforma energética traerá al país.

Considerando los flujos de inversión previamente descritos resultado de la reforma energética, además del cumplimiento de otras condiciones macroeconómicas indispensables, como es la presencia de una inversión pública vigorosa en diversos proyectos de infraestructura ya anunciados, y de un crecimiento económico estable en los Estados Unidos,¹ las reformas económicas promulgadas recientemente en México generarían un incremento en la tasa de crecimiento del PIB potencial del país. De tal forma que ésta pasaría gradualmente de 2.9%, que estimamos como la tasa de crecimiento actual del PIB potencial, a 4.0% en 2020. En la tabla y gráfica siguientes se presenta cómo aumentaría gradualmente la tasa de crecimiento del PIB potencial del país.

Cuadro 3.4

Crecimiento anual del Producto Interno Bruto, 2014-2020 (Var. % a/a, ae)

	Escenario base	Escenario con reformas	Reformas*
Prom. 2000-13	2.3		
2014	2.1		
2015	3.5	3.5	0.0
2016	2.9	3.4	0.5
2017	2.9	3.5	0.6
2018	3.0	3.7	0.7
2019	2.9	3.9	1.0
2020	2.9	4.0	1.1

ae=ajustada por estacionalidad. a/a=año a año.

*Reformas consideradas: sector energético e inversión pública en infraestructura.

Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.28

Crecimiento anual del Producto Interno Bruto, 2014-2020 (Var. % a/a, ae)



ae=ajustada por estacionalidad. a/a=año a año.

Fuente: BBVA Research con información del INEGI

¹ Un supuesto relevante es que se considera que el sector público invierte los montos de recursos que se presentan en los Criterios Generales de Política Económica 2015 que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) dio a conocer en septiembre de 2014, además de que se cumple con el Programa Nacional de Desarrollo. Otro supuestos de gran importancia consisten en considerar que el precio de la mezcla mexicana de petróleo crudo de exportación sea de 82 dólares de 2016 en adelante, y que el PIB de Estados Unidos crezca de manera estable y sostenida 2.5% y 2.8% por año para el periodo 2015-2020.

Para obtener los resultados anteriores se estimaron varios modelos,² y en cada uno de éstos se supuso que la entrada anual de flujos de inversión generados por la inversión en el sector de energía iniciaba con 2 mmd y alcanzaba 25 mmd en 2020, además de los supuestos descritos previamente. La inversión generada en el sector energético se traduciría en un aumento de la capacidad de producción del sector, mayores ingresos fiscales para el país y, por tanto, mayor nivel de gasto e inversión pública. Todo esto se traduce en un mayor nivel de empleo, lo cual permite que también aumente el bienestar de las familias del país.

Las conclusiones más relevantes que se desprenden de los resultados de las estimaciones sobre el incremento de la tasa de crecimiento del PIB potencial a causa de las reformas son las siguientes: i) existen efectos positivos y significativos de las reformas sobre el crecimiento económico en

el país, de tal forma que la tasa de crecimiento potencial de la economía podría llegar a 4.0% en el mediano plazo; ii) en todo momento sigue siendo necesario impulsar la actividad económica a través de una mayor inversión pública y un uso eficiente de los recursos utilizados para llevarla a cabo; iii) y finalmente, no obstante la importancia de los puntos anteriores, también se requiere de un entorno económico internacional positivo dado por el crecimiento sostenido de la economía de Estados Unidos.

En suma, dado que las reformas estructurales aprobadas son una condición indispensable para lograr un mayor ritmo de crecimiento económico del país, es momento de aprovechar su aprobación para pasar a una implementación transparente y eficaz para iniciar un aumento sostenido del ingreso de las familias.

² Los modelos utilizados fueron: 1) Cobb-Douglas: este modelo toma la estructura tradicional de una función de producción Cobb-Douglas. La inversión adicional resultante de la reforma afecta el nivel del capital (K); 2) Matriz de insumo-producto: utilizando los coeficientes técnicos de producción de una matriz de insumo-producto se obtiene el efecto sobre el PIB de la inversión adicional; 3) Importaciones-inversión: Este modelo estima el impacto de la inversión adicional en el PIB, teniendo en cuenta los efectos negativos de un aumento en las importaciones de la economía mexicana, y 4) Modelo macroeconómico de los componentes del PIB: se refiere a un sistema de ecuaciones de los distintos componentes del PIB asumiendo ciertos niveles de inversión, gasto público y exportaciones para cada año con base en los planteamientos que están señalados en la sección "Perspectivas Económicas de Mediano Plazo 2016-2020" de los Criterios Generales de Política Económica correspondientes al ejercicio fiscal de 2015 publicados por la Secretaría de Hacienda. Los distintos modelos mostraron resultados similares.

Recuadro 2: Efectos sobre la economía mexicana de una caída en el precio del petróleo

En México, el petróleo representa alrededor del 10% de las exportaciones totales del país. Si bien este porcentaje ha bajado de manera importante en las últimas décadas (en los años 70 este porcentaje llegó a ser de alrededor del 75%), nuestro país sigue siendo un exportador relevante de esta materia prima, aunque mucho menos dependiente. No obstante, en el aspecto presupuestal del sector público, el petróleo mantiene una gran relevancia con 30% de los ingresos fiscales proviniendo de esta fuente.

Los dos factores anteriores implican que una caída en el precio del petróleo tendría efectos negativos en la economía del país. Sin embargo, también existen consecuencias positivas de una reducción en los precios del petróleo para México que mitigan los efectos negativos antes mencionados. La primera de ellas es que menores precios de petróleo resultan en un impulso para la economía de los Estados Unidos. Esto ya que los precios de la gasolina en ese país están directamente relacionados a los precios de petróleo (como es de esperar cuando éstos se determinan por mecanismos de mercado), con lo que al caer el precio de la gasolina aumenta el ingreso disponible de las familias con lo que sube el consumo y también, aunque en menor medida, la inversión. Como sabemos, un mejor desempeño de la economía de Estados Unidos se traduce en mayores exportaciones de México a ese país, y, por tanto, un mejor desempeño en la economía de nuestro país. La segunda es que México se ha

ido convirtiendo en un importador de gasolinas con 50% del consumo total proviniendo del exterior. Esto implica que al caer el precio del petróleo, la gasolina que importamos es más barata, lo cual es positivo para las finanzas públicas. Esto es, la reducción en el precio de la gasolina en el mercado externo ahora tendrá efectos positivos en las finanzas públicas ya que actualmente el precio de la gasolina en México es entre 13% y 16% superior al que se observa en Estados Unidos. Mientras más caiga el precio del petróleo, mayores serán los ingresos fiscales por el hecho de vender la gasolina a un precio mayor al que se importa. Esto significa que el Estado Mexicano cuenta con una fuente de cobertura o *hedge* automático ante reducciones en el precio del petróleo.

Todo lo anterior implica que la economía mexicana se ve afectada negativamente cuando se observa una caída en el precio del petróleo, pero en menor medida que en el pasado. En particular, nuestro estimado es que por cada 10 dólares de reducción en el precio del petróleo, se observa una caída de -0.2 puntos porcentuales en el PIB. Es decir, si el precio de la mezcla mexicana de petróleo bajará de un nivel promedio de 90 dólares a un nivel de entre 50 y 60 dólares por barril, la economía crecería entre un 0.6% y un 0.8% menos. Es importante mencionar que estos estimados no incorporan la posibilidad de que la economía de EE.UU. se acelere por la caída en el precio del petróleo.

Gráfica 3.29

**Exportaciones de petróleo crudo de México
(Millones de barriles por día)**



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.30

**Precio de la mezcla mexicana de petróleo
(Dólares por barril)**



Fuente: BBVA Research con información de Bloomberg.

En relación con las finanzas públicas no se esperan efectos negativos sustanciales en el año 2015. Esto debido a que el gobierno ha adquirido coberturas petroleras a precios de alrededor de 76 dólares por barril, mientras que el precio en el presupuesto de la Federación es de 79 dólares. Esta cobertura aunado a los recursos en el Fondo Mexicano del Petróleo y el tema de la importación de gasolinas ya comentado, significa que no debe haber motivo de preocupación para los ingresos públicos el año entrante.

Ahora bien, si la caída en el precio del petróleo persiste más allá de 2015, sí podrían observarse efectos fiscales negativos. Si en 2016 el precio se mantuviera entre 60 y 70 dólares por barril, el gobierno percibiría entre 6,000 y 9,000 millones de dólares menos en ingresos. Esto significa alrededor de 0.6% del PIB. En las condiciones actuales esto se podría financiar con un déficit adicional, que dado el bajo nivel de deuda pública bruta actual de 41% del PIB no debería afectar los fundamentales macroeconómicos ni la calificación soberana del país.

En caso que la caída en el precio fuera permanente, en algún momento se tendría que realizar una reforma fiscal adicional que compensara los menores ingresos. Afortunadamente, el bajo nivel de deuda en relación al PIB permite al Estado margen de maniobra para que esta reforma no se tenga que hacer de manera precipitada y se enfoque en las fuentes de la debilidad tributaria del país como son la evasión y la elusión fiscal.

Finalmente, vale la pena preguntarse si debemos preocuparnos por los efectos que la caída en el precio del petróleo tenga sobre la recientemente aprobada reforma energética. En general, las empresas petroleras más eficientes en el mundo saben que extraer petróleo en aguas profundas en el Golfo de México es rentable siempre y cuando su precio se encuentre entre 40 y 50 dólares por barril, dependiendo de las características del proyecto. En la medida que el precio no caiga por debajo de esos niveles se esperaría que la reforma energética pueda traer favorables montos de inversión.

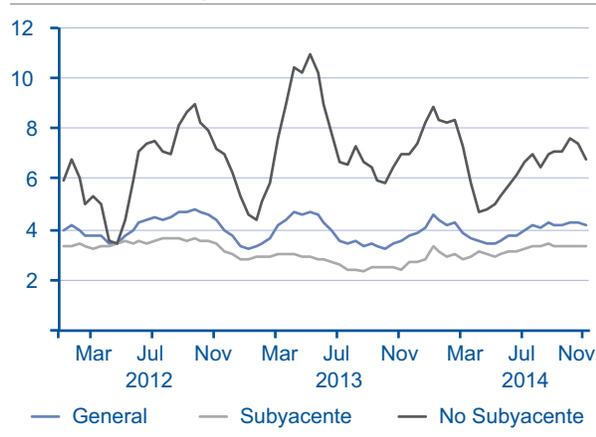
3.2 Evolución reciente de la inflación: repunte asociado al incremento en los precios de productos cárnicos

A partir de junio y hasta la primera quincena de octubre la inflación presentó una tendencia alcista que estuvo asociada principalmente a dos factores: i) una base de comparación desfavorable resultado de caídas significativas en los precios de productos agropecuarios durante junio y julio de 2013; y ii) el importante incremento en los precios de la carne de res y la de cerdo, como consecuencia de choques de oferta sobre estos productos. De esta manera, la inflación general anual aumentó de 3.51% en mayo hasta alcanzar su pico en octubre cuando se ubicó en 4.30%. La inflación general anual promedio aumentó de 3.59% en el segundo trimestre de 2014 a 4.15% en el tercero.

La inflación anual del subíndice no subyacente, que contiene los productos agropecuarios y la energía y tarifas públicas, aumentó de 5.29% a 6.89% en promedio entre el segundo y tercer trimestre, teniendo un repunte adicional en octubre al ubicarse en 7.51%. El repunte responde a los precios de los productos agropecuarios que fue contrarrestado parcialmente por la disminución del subíndice de precios energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno cuya tasa anual promedio disminuyó de 8.09% a 7.11% entre el segundo y tercer trimestre, y registró un descenso adicional en octubre cuando se ubicó en 6.93%. El componente de energéticos fue favorecido por menos incrementos en el precio del gas doméstico, mientras que el de tarifas autorizadas por el gobierno se benefició este año al no repetirse con la misma intensidad el aumento en las tarifas de transporte colectivo. En contraste, el subíndice de precios agropecuarios tuvo un importante repunte desde junio hasta octubre. La variación anual promedio aumentó de 0.94% a 6.53% entre el segundo y tercer trimestre, y alcanzó 8.46% en octubre. Dos factores explican esta tendencia alcista. Por un lado, no se repitió el favorable comportamiento de los subíndices de precios de frutas y verduras y precios pecuarios observados el año pasado durante este mismo periodo, y por el otro, condiciones adversas de oferta en EE.UU. provocaron aumentos importantes en los precios de la carne de res y la de cerdo (véase gráfica 3.32).

Gráfica 3.31

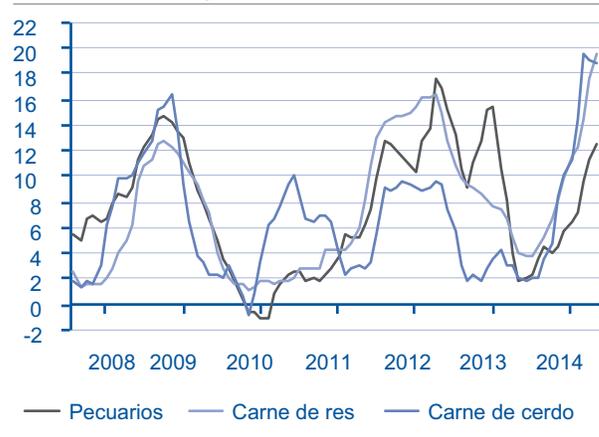
Inflación y componentes
Var. % a/a, serie quincenal



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.32

Inflación de precios pecuarios
Var. % a/a, serie quincenal



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

La inflación subyacente anual también aumentó pero se mantuvo baja y sin ninguna señal de presiones de demanda sobre los precios. La inflación subyacente anual promedió aumentó de 3.07% en el segundo trimestre a 3.32% en el tercero, ubicándose en ese mismo nivel en octubre. Tanto el subíndice de mercancías como el de servicios aumentaron, si bien el segundo lo hizo en menor medida. La inflación anual promedio de las mercancías repuntó de 3.10% en el segundo trimestre a 3.46% en el tercero, principalmente por el incremento en los precios de las mercancías alimenticias, al trasladarse el incremento de los precios de la carne a algunos alimentos procesados como los embutidos. Así, la inflación anual promedio del subíndice de alimentos procesados aumentó de 4.81% en el segundo trimestre a 5.32% en el tercero, y se ubicó en 5.33% en octubre. Por su parte, la inflación anual promedio de las mercancías no alimenticias se mantuvo baja, aumentando ligeramente de 1.72% a 1.96% entre el segundo y tercer trimestre, y se ubicó en 2.07% en octubre. La inflación anual promedio del subíndice de servicios también aumentó ligeramente de 3.04%

a 3.21% entre el segundo y tercer trimestre, y disminuyó a 3.14% en octubre. El componente de servicios distintos a educación y vivienda explica el repunte. Entre el segundo y tercer trimestre, la inflación anual promedio de este subíndice se incrementó de 3.54% a 4.06%, descendiendo a 3.86% en octubre. El incremento respondió principalmente a mayores precios de transporte aéreo, mientras que la reducción observada en octubre estuvo asociada a menores precios de telefonía móvil por la introducción de promociones y nuevos planes de renta mensual.

Perspectivas para la inflación: la inflación anual se encuentra en una tendencia a la baja; cerrará el año alrededor de 4.0% y disminuirá considerablemente en enero de 2015

Considerando que los factores que han explicado la tendencia alcista de la inflación son choques de oferta que no han tenido efectos de segundo orden en la formación de precios, anticipamos que la tendencia a la baja de la inflación que inició en la primera quincena de noviembre continuará durante diciembre y se intensificará en enero de 2015 al desaparecer el efecto aritmético asociado a los cambios en precios relativos observados en enero de 2014 por la introducción de impuestos indirectos en algunos productos y al eliminarse los cobros por larga distancia telefónica nacional.

Como esperábamos, el dato de inflación de la primera quincena de noviembre confirmó que la inflación retomó una tendencia descendente. En diciembre, la tendencia bajista debiera intensificarse. A pesar de que los precios agropecuarios siguen aumentando, no anticipamos que se repita la intensidad de las presiones sobre estos precios que se observaron el año pasado (los precios de las frutas y verduras se incrementaron 11% en los últimos dos meses de 2013). En consecuencia, prevemos que la inflación cerrará el año alrededor de 4.0%. No obstante, tras continuar las presiones sobre los precios de la carne en los últimos meses, ahora pensamos que es complicado que la inflación cierre el año dentro intervalo de tolerancia de Banxico de 3.0% +/- 1pp. En concreto, prevemos una inflación de 4.02% en diciembre de 2014.

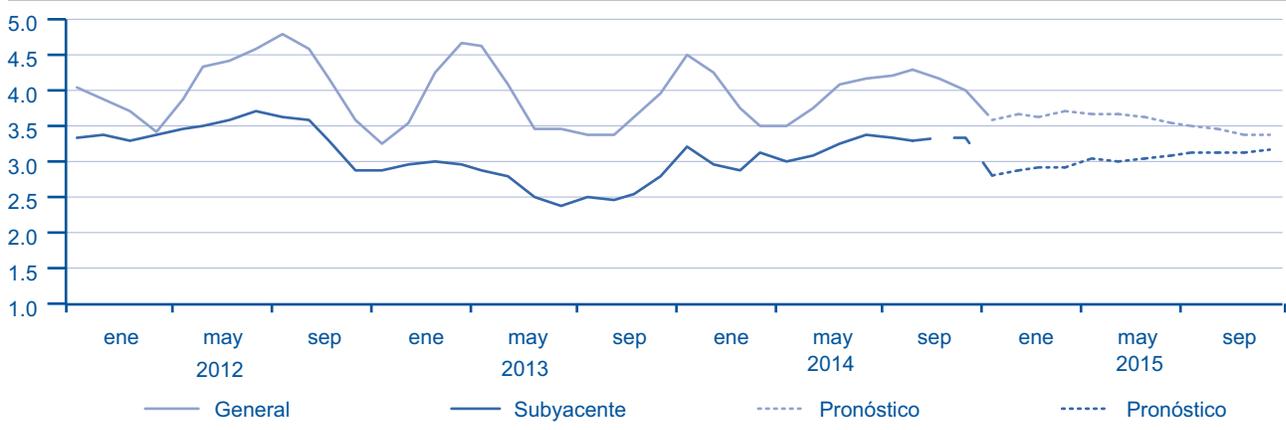
Para enero de 2015 estimamos que la inflación anual se reducirá considerablemente, principalmente por dos factores: i) un efecto aritmético favorable al no haber cambios fiscales adicionales y por tanto, disiparse los efectos de las modificaciones fiscales de enero de 2014; y ii) la eliminación de los cobros por larga distancia telefónica nacional. De esta manera, prevemos que la inflación anual se ubicará en 3.58% en enero, que promediará 3.56% durante todo 2015, y que cerrará el año en 3.36%. Los menores niveles de inflación esperados para el próximo año están asociados a los dos factores antes descritos y al menor incremento anunciado en los precios de las gasolinas (véase Recuadro 3). El menor aumento en el precio de las gasolinas (de 3.0% en 2015 frente a un promedio anual de 11.0% para el periodo 2010-14) no sólo propiciará una menor inflación a partir de 2015 por sus efectos directos sobre la canasta del INPC sino que también debiera favorecer el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta de 3.0% en la medida que llegue a tener efectos indirectos sobre otros precios. Además, en el momento que los agentes económicos perciban que este menor ritmo de aumento anual será permanente, podría también contribuir a un anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo en niveles más bajos. En suma, el componente no subyacente debiera tener un comportamiento más favorable en 2015 en comparación con los años previos por la incidencia de los precios de la gasolina.

Por su parte, ante la perspectiva de recuperación gradual de la economía no anticipamos presiones sobre los precios. La evolución de la inflación subyacente, la que mejor indica el comportamiento de mediano plazo de la inflación, sigue favorecida por la debilidad del ciclo económico y la consecuente holgura que se ha traducido en ausencia de presiones de demanda sobre los precios. Para 2015, la brecha del producto permanecerá negativa, lo que nos permite anticipar que el comportamiento de los precios subyacentes seguirá siendo favorable en 2015. Para la inflación subyacente anual, nuestros pronósticos son de 3.34% para el cierre de 2014 y de 3.18% para el cierre de 2015. Esperamos que la inflación subyacente anual se ubique por debajo de 3.0% en enero de 2015 al disiparse el efecto del choque en precios relativos por las modificaciones fiscales de 2014 y al beneficiarse de la eliminación de cobros de larga distancia en la los servicios de telefonía. Asimismo, anticipamos que en promedio se ubicará por debajo de 3.0% durante la primera mitad de 2015 antes de subir ligeramente en la segunda mitad del año con un promedio de 3.13% durante ese periodo.

Gráfica 3.33

Perspectivas de inflación

Var. % a/a



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Nuestras previsiones están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza. Los principales riesgos a la baja están relacionados con la inflación subyacente y son un menor dinamismo al esperado de la economía que aumente la brecha del producto en lugar de reducirla, y la posibilidad de mayores disminuciones en los servicios de telefonía móvil si los cambios de la reforma de telecomunicaciones le dan un impulso importante a la competencia en el sector¹. Por su parte, los principales riesgos al alza son mayores ajustes al alza en el tipo de cambio (aunque nuestro traspaso estimado es bajo) y posibles incrementos al salario mínimo. El efecto de este último debiera ser transitorio, similar al de otro choque de oferta como fueron las modificaciones fiscales de este año, si los agentes económicos perciben que el aumento está acotado al universo de trabajadores que ganan el salario mínimo y que no será una política recurrente.

¹ Ver "Recuadro 2: Revisión a la baja en nuestras previsiones de 2015 por los efectos favorables sobre los precios de la reforma de telecomunicaciones". Situación México Tercer Trimestre 2014, pp. 22.

Recuadro 3: Efecto sobre la inflación de un menor aumento en los precios de la gasolina

Es previsible que el anuncio del gobierno federal respecto a un menor aumento en los precios de la gasolina para 2015 (igual a la meta de inflación de 3.0%) se traduzca en una menor inflación anual durante el próximo año. La disminución en el ritmo de aumento anual en el precio de las gasolinas tendrá un efecto aritmético directo sobre la inflación de 2015 y podría favorecer la convergencia de la inflación con su meta permanente hacia delante.

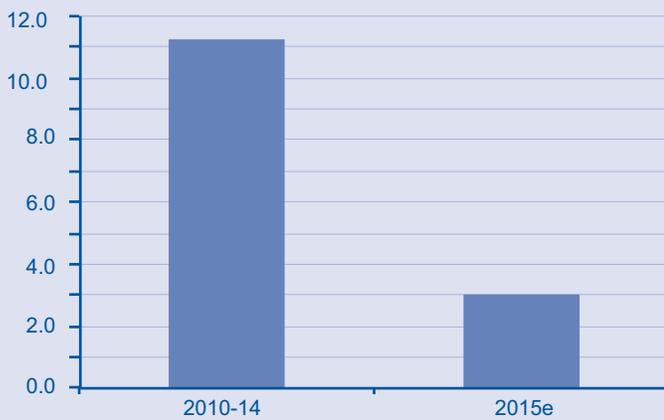
En cuanto al efecto aritmético directo que se observará el próximo año, el menor incremento en el precio de las gasolinas tendrá un efecto importante a la baja sobre la inflación del próximo año por las siguientes razones: i) la importante disminución en el ritmo de aumento anual; y ii) la fuerte incidencia de los aumentos en los precios de la gasolina sobre la inflación general por su relevante peso relativo en la canasta del INPC. Como se observa en la gráfica 3.34, debido a que en los últimos cinco años la variación anual en el precio de las gasolinas ha sido en promedio superior a 11%, se ha generado una presión al alza sobre la inflación general proveniente del componente no subyacente. De hecho, como se observa en la gráfica 3.35, durante el periodo 2010-14 el pre-

cio de la gasolina ha contribuido con más de 0.43 pp (puntos porcentuales) al aumento anual de la inflación. En este sentido, el aumento de 3.0% anunciado para el próximo año tendrá una incidencia de sólo 0.13pp sobre la inflación general anual, es decir, 0.30pp menos que la incidencia promedio de los cinco años previos.

Por su parte, los efectos indirectos del menor aumento en los precios de la gasolina son más inciertos y están asociados a menores costos de transporte que podrían incidir en menores aumentos en los precios de otros productos y servicios (e.g., aumentos de tarifas de transporte colectivo, costos de transporte de empresas, etc.), y al posible efecto favorable sobre las expectativas de inflación de mediano y largo plazo que favorecería la convergencia de la inflación general con su meta permanente. Estos efectos indirectos posiblemente serán más notorios a partir de 2016, una vez que los agentes económicos perciban que el menor ritmo de aumento anual en estos precios será permanente. Por ello, y ante esta incertidumbre hemos optado por no incorporar la posibilidad de estos efectos indirectos en nuestra previsión de inflación para 2015.

Gráfica 3.34

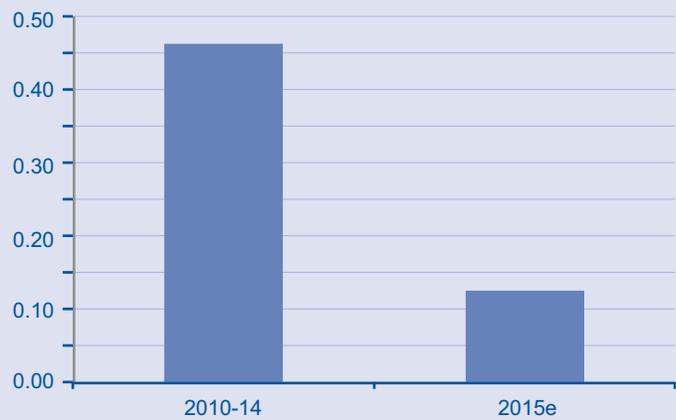
Aumento promedio anual del precio de las gasolinas %



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.35

Incidencia sobre la inflación general del aumento promedio anual del precio de las gasolinas, pp



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Recuadro 4: El riesgo al alza sobre la inflación por posibles incrementos al salario mínimo, de materializarse, tendría un efecto acotado y transitorio

Uno de los principales riesgos al alza sobre la inflación para 2015 es un posible incremento al salario mínimo. Además de la discusión sobre el tema en los últimos meses, dos hechos hacen suponer que un aumento al salario mínimo en algún momento del próximo año es posible. El primero es la decisión de la ALDF (Asamblea Legislativa del Distrito Federal) de desvincular el salario mínimo de diversas sanciones. Esto considerando que el primer paso para propiciar un aumento del salario mínimo es dicha desindexación. Para hacerlo la ALDF aprobó la creación de la Unidad de Cuenta como una medida de valor, en sustitución del salario mínimo, para determinar sanciones administrativas, conceptos de pago y montos de referencia previstos en las normas locales. El segundo hecho lo constituye el anuncio del presidente de México respecto a que enviará al Congreso una iniciativa para desvincular el salario mínimo de diversos precios y tarifas en la economía, “para fomentar un debate serio y amplio sobre las medidas que permitan elevar el ingreso de los mexicanos”. No obstante, consideramos que un aumento del salario mínimo sólo tendría efectos directos sobre el aumento del nivel de precios, similar al de otros choques de oferta como fueron las modificaciones fiscales de este año. Lo anterior es previsible si consideramos que lo más probable es que los agentes económicos perciban que el aumento está principalmente acotado al universo de trabajadores que ganan el salario mínimo y que no será una política recurrente. Es decir, que el traslado será acotado y que se limitará a trabajadores de bajos salarios. De ser así, el efecto sobre la inflación sería acotado y transitorio.

Para estimar el efecto directo sobre los precios de un aumento al salario mínimo consideramos que el incremento se limitaría a los trabajadores formales que perciben entre uno y tres salarios mínimos, aunque el traslado de un incre-

mento significativo al salario mínimo sería sólo parcial en los trabajadores que perciben dos y tres salarios mínimos. De esta manera y considerando el porcentaje de trabajadores en cada uno de estos niveles de salario¹ podemos calcular un aumento ponderado estimado del nivel de salarios en la economía. Para hacer un ejercicio partimos de nuestro supuesto en el escenario base de que los salarios aumentarían 4.0% nominal -0.6% real-en promedio. A continuación, para medir el potencial impacto sobre la inflación de un aumento al salario mínimo, suponemos un aumento de 10% al salario mínimo y asumimos que del incremento al salario mínimo adicional al del escenario base (i.e., 10% - 4.0% = 6.0%), se traslada una quinta parte y una décima parte de dicho incremento a los trabajadores que perciben dos y tres salarios mínimos, respectivamente. Con ello obtenemos que un aumento de 10% al salario de los trabajadores que perciben un salario mínimo, podría corresponder con un incremento de 5.3% para los que perciben dos salarios mínimos y de 4.7% para los que perciben tres. Mantenemos incrementos de 4.0% (i.e., el incremento que asume nuestro escenario base) para el resto de trabajadores que tienen ingresos superiores a tres salarios mínimos. De ser así, el aumento ponderado de los salarios en la economía para 2015 sería de 4.80%.

Después de obtener este cálculo, aplicamos los rangos de elasticidades de salarios sobre la inflación obtenidos de distintos modelos de determinantes de la inflación. De esta manera, estimamos que un aumento en los salarios mínimos de 10% con el traslado a otros salarios descrito previamente tendría un efecto sobre la inflación del próximo año de entre 0.3 y 0.6 puntos porcentuales. Es decir, de confirmarse un aumento como el que describimos, la inflación cerraría 2015 en un rango de entre 3.7 y 4.0%.

¹ El 3.37% del total de trabajadores formales en la economía percibe un salario mínimo, el 35.33% gana dos, el 20.55% percibe tres, mientras que el 40.74% tiene ingresos superiores a tres salarios mínimos, con datos a octubre de 2014.

3.3 Se espera pausa monetaria el resto del año ante datos mixtos de actividad económica y un tono neutral de la comunicación del banco central

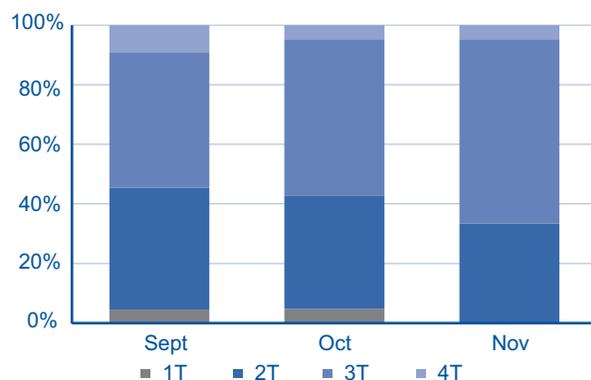
Después del sorpresivo recorte de la tasa de política monetaria en junio, la comunicación del banco central se tornó neutral en sus últimos comunicados. Este cambio de tono se puede atribuir a los siguientes factores: 1) El incremento de los riesgos de inflación de corto plazo. El alza de los precios pecuarios y su persistencia, en particular de la carne, generaron un deterioro del balance de riesgos de inflación de corto plazo que influyó en la modificación de las perspectivas de inflación del banco central para fin de año y para 2015. Así, para fin de 2014 el banco central espera que la inflación termine “alrededor de 4.0%” y no “por debajo de 4.0%” como lo señaló en su informe trimestral de inflación en junio pasado, mientras que las expectativas de convergencia al 3.0% se retrasaron al pasar de enero de 2015 a algún punto a partir de mediados de 2015. 2) Las perspectivas favorables para la actividad económica en EE.UU. A pesar de que los datos de actividad doméstica para el tercer trimestre resultaron por debajo de lo esperado (crecimiento de 0.5% t/t) y aun cuando los riesgos a la baja de la actividad mundial se han intensificado, Banxico consideró en su último comunicado que las perspectivas de la evolución de la economía de EE.UU. junto con las reformas estructurales mantienen el balance de riesgos de actividad económica sin cambios. Esto es, se puede afirmar que las mejores perspectivas en el ciclo económico estadounidense compensan, hasta cierto punto, los riesgos a la baja del entorno económico mundial. 3) La mayor volatilidad de los mercados financieros. Después de registrar niveles históricamente bajos de volatilidad durante el verano, el señalamiento por parte de la Reserva Federal de los riesgos de una desaceleración en EE.UU. influida por la debilidad de la economía mundial, trajeron de vuelta la volatilidad a los mercados y con ello, alzas en las tasas de interés y depreciación del peso. Si bien estos movimientos han sido ordenados en términos de liquidez, el banco central considera estas depreciaciones como un riesgo al alza para la inflación.

Cabe señalar que este cambio hacia un tono neutral del banco central y, en particular el hecho de haber mantenido sin cambios el balance de riesgos de actividad días después de que se diera a conocer la caída del IGAE de agosto, influyó en el aumento de la perspectiva que tiene el mercado sobre la tasa de política monetaria que habría en 12 meses, la cual se había venido reduciendo durante el mes de octubre. Posteriormente, esta perspectiva de la tasa monetaria futura se redujo ante los datos de crecimiento económico por debajo de lo esperado, aunque sin tocar los niveles bajos del mes de octubre. De esta manera los mercados esperan que el próximo movimiento de Banxico sea al alza y tenga lugar hacia mediados del próximo año, en línea con lo esperado por el consenso de los analistas (véase gráfica 3.36).

La confianza por parte del banco central de que los datos por encima de lo esperado de la economía norteamericana (véase gráfica 3.37) se reflejen en un mayor dinamismo de la economía doméstica hacia finales de año, junto con nuestra perspectiva de inflación a la baja en 2015 sugiere que la tasa de política monetaria se mantendrá sin cambios en 3.0% al menos durante el resto del año.

Gráfica 3.36

Expectativa del trimestre del año 2015 en que ocurrirá la próxima alza de la tasa de política monetaria (% analistas)



Fuente: BBVA Research con datos de Encuesta de Expectativas de analistas de mercados financieros.

Gráfica 3.37

Índice de sorpresas de actividad EEUU (2009=100)



Fuente: BBVA Research

3.4 La diferenciación positiva de los activos financieros de EE.UU. y la caída del precio del petróleo generan volatilidad en los mercados mexicanos

El crecimiento económico por encima de lo esperado de los EE.UU. en un entorno de riesgos de deflación en la zona del euro y de un menor crecimiento económico en China ha traído consigo una mayor demanda por activos financieros norteamericanos. Esta mayor demanda ha estado influida por dos factores. Primero, el mayor rendimiento esperado en comparación con otros países. A diferencia de lo observado en meses anteriores, ahora existe la expectativa entre los participantes de los mercados de que el ritmo de crecimiento de la economía norteamericana puede sostenerse aun en un entorno de alza gradual de las tasas de interés. Así, al ser los EE.UU. la única región del mundo con perspectivas de crecimiento y de tasas de interés al alza, los inversionistas han reducido la toma de riesgos adicionales en mercados emergentes para incrementar sus posiciones en activos seguros con mayor rendimiento esperado. Segundo, el bajo nivel de inflación en la economía norteamericana y la percepción de que la posibilidad de un abrupto incremento de la aversión al riesgo es reducida. A diferencia de lo ocurrido en otros periodos de recuperación, ahora la inflación de EE.UU. se ubica alrededor de 1.4% a/a, por debajo del objetivo de la FED de 2.0%, aunque alejado de los temores de deflación que ahora padecen Europa y Japón. Esta combinación de mayor crecimiento y una inflación contenida ha influido en la mayor demanda de bonos del Tesoro, lo que a su vez ha detenido el incremento en las tasas a tal grado que el nodo de 10 años registra niveles de 2.2%. No obstante este nivel aún resulta mayor al que se observa en los bonos alemanes cuya tasa en Euros se ubica apenas en 0.7 %. Adicionalmente, existe la percepción, al momento, de que los riesgos geopolíticos que se han desarrollado durante el año no representan una amenaza generalizada para los mercados financieros. De hecho el índice VIX, una medida de aversión global al riesgo, regresó a niveles de 14% desde un nivel de 26% a mediados de octubre, luego de que la desaceleración en Europa y China no mostraran efectos adversos significativos sobre la actividad económica de EE.UU.

Gráfica 3.38

Índice del valor del dólar con respecto a las principales 16 monedas a nivel mundial* (índice)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.39

Mercados accionarios (índice enero 2014=100)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Como reflejo de este contexto el dólar se ha apreciado alrededor de 10% en lo que va del año (véase gráfica 3.38) frente a las principales monedas y se ubica en su mayor nivel de los últimos cuatro años. La apreciación promedio del dólar frente a las monedas del G10 durante 2014 es de alrededor de 8.3%, mientras que frente a las emergentes es de 7.8%. En este último caso las magnitudes van desde el 0.02% del dólar de Hong Kong hasta el 36% del rublo ruso. El peso registra una depreciación de 6.82% en el año, la segunda menor entre las monedas LATAM, que lo ha llevado a sobrepasar los 1390 pesos por dólar, nivel no visto desde 2012. Cabe señalar que esta depreciación se ha exacerbado en las últimas semanas ante la caída del precio del petróleo, que se ubica en torno a 60 dólares por barril. La negativa de la OPEP para reducir los niveles de producción generó una expectativa de precios bajos durante un tiempo más

prolongado, lo que generó una venta generalizada de monedas de países exportadores de petróleo, sobre todo en días de bajos volúmenes de operación como el fin de semana de acción de gracias en EE.UU.

En los mercados accionarios también se ha observado una diferenciación positiva a favor del capital estadounidense. El índice accionario S&P500 reporta ganancias de más de 12% en lo que va del año y se ubica en un nuevo máximo histórico, luego de que durante el tercer trimestre el 80% de las empresas que pertenecen al índice reportaran ingresos por encima de lo esperado por los analistas. Este comportamiento contrasta con lo observado en el resto de los mercados, pues el índice MSCI de mercados emergentes registra una ganancia de apenas 1.0% en 2014, mientras que el MSCI Europa registra un avance marginal de alrededor de 0.05% en el mismo periodo. En México, el principal indicador del mercado accionario ha avanzado 1.50% en el año, similar al 1.49% que ha crecido el índice Bovespa de Brasil (véase gráfica 3.39).

En lo que toca a los mercados de deuda gubernamental, la curva de los bonos del Tesoro ha registrado un aplanamiento adicional en los últimos meses particularmente en la parte media y larga de la curva. Como se mencionó anteriormente, la inflación por debajo del objetivo de la FED en un contexto de recuperación económica ha generado una mayor demanda que se refleja en una caída de alrededor de 10 puntos base (pb) en el rendimiento a vencimiento del nodo de 10 años respecto a su nivel de inicios de septiembre. En el caso del nodo de 30 años la caída en este periodo alcanza los 13pb. En contraste, en la parte corta se registra un incremento en la pendiente dado que la expectativa de la primer alza de la tasa de fondos federales se aplazó del segundo al tercer trimestre de 2015, luego de que la FED mencionara en la minuta de la reunión de septiembre que prefería retrasar el inicio del ciclo de normalización que adelantarla y con ello poner en riesgo la recuperación económica (véase gráfica 3.40). En México los movimientos de las tasas de interés de largo plazo se han disociado de las de EE.UU. en dos momentos durante el año (véase gráfica 3.41). A principios de año cuando los riegos a la baja sobre el ciclo económico global, principalmente por los temores de una desaceleración brusca en China, y los riesgos geopolíticos afectaron el sentimiento en los mercados, afectando el precio de los activos financieros de economías emergentes. Así, durante enero de este año y hasta los primeros días de febrero las tasas de interés de largo plazo en México mostraron una marcada tendencia alcista que contrastó con la disminución en las tasas de EE.UU. En los siguientes meses los movimientos nuevamente mostraron una relación estrecha hasta que en junio, sorpresivamente, Banxico decidió recortar la tasa de referencia 50 puntos base. Durante esos días, las tasas de interés en México disminuyeron a lo largo de toda la curva, pero después de este evento sorpresivo, los movimientos de las tasas de interés en México volvieron a estar estrechamente ligados a los de EE.UU. Lo anterior se mantuvo hasta que entre mediados y finales de septiembre las preocupaciones por la revisión al alza en las previsiones del futuro ciclo alcista de tasas en EE.UU. por parte de la Reserva Federal aunado a la sorpresa alcista en el dato de PIB en ese país provocó un aumento en la percepción de riesgo y nuevamente los inversionistas incrementaron sus posiciones en bonos del Tesoro de EE.UU., reduciendo su exposición en bonos de emergentes. No obstante, la disminución de las preocupaciones sobre la fortaleza del ciclo global acotó la percepción de riesgo en los mercados, favoreciendo a los bonos de emergentes, entre ellos los de México. A partir de entonces las tasas de interés de largo plazo de México se han movido en sintonía con las de EE.UU. Hasta ahora además no han sido afectadas por los movimientos del tipo de cambio, en parte porque no ha aumentado el riesgo percibido para los bonos mexicanos como lo refleja el hecho de que la percepción de riesgo medida por los derivados de incumplimiento crediticio (credit default swaps) no ha aumentado.

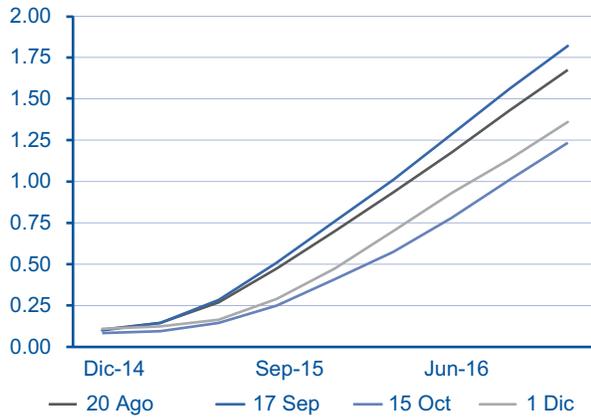
En materia de flujos de extranjeros a Bonos M, estos reanudaron su crecimiento desde septiembre y suman en el periodo septiembre-noviembre un incremento de 5,662 millones de dólares, poco menos de la mitad de los casi 12,400 millones acumulados en el periodo enero-agosto de este año. En lo que respecta a Cetes, la demanda por parte de los extranjeros se incrementó de manera significativa en noviembre al registrarse un incremento en la tenencia de 5,074 millones de dólares. Este monto es la segunda mayor entrada de flujos en lo que va del año y coloca en terreno positivo el cambio de la tenencia de extranjeros durante el 2014. Con estos recientes incrementos, la acumulación de flujos de extranjeros a Cetes y Bonos M en lo que va del año supera ligeramente a lo observado durante 2013.

Hacia adelante esperamos que se mantenga la volatilidad en el mercado cambiario influido por la fortaleza del dólar y la depreciación de monedas relacionadas con la exportación de crudo. En lo que toca a las tasas de interés, es previsible que sus movimientos se mantengan altamente correlacionados con los de las tasas de interés de EE.UU. En tanto las tasas de interés de largo plazo en aquel país no aumenten de forma considerable, debiéramos esperar que suceda algo similar con las de México. Dicho esto, un escenario de aumento gradual en las tasas de interés de largo

plazo de ambos países sigue siendo el escenario más probable en un contexto en que la Reserva Federal iniciará su ciclo alcista el próximo año. El ritmo de aumento estará marcado por la velocidad de subida de la tasa de interés de fondos federales. Lo más probable es que ésta sea lenta, y por tanto, no esperamos aumentos abruptos en los rendimientos de largo plazo el próximo año.

Gráfica 3.40

Expectativas de mercado de la tasa de fondos federales de EEUU (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.41

Rendimientos de bonos gubernamentales a 10 años, México y EEUU (%)



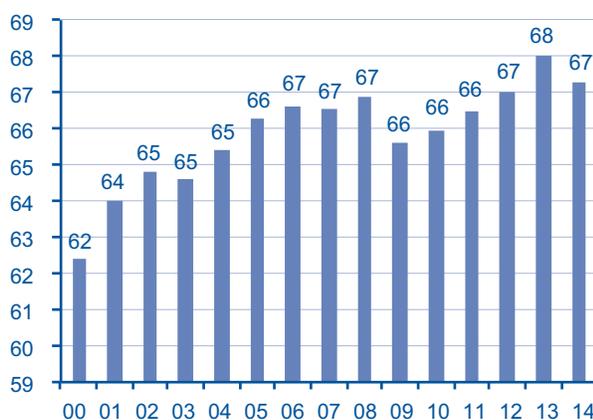
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

4. Determinantes del consumo privado en México

El consumo privado es el componente más importante del PIB y con una participación cercana al 70%. Así, el consumo que realiza el sector privado representa una mayor proporción del PIB que el consumo del sector público, la formación bruta de capital fijo total (pública más privada), las exportaciones y las importaciones. Cabe mencionar que de 2000 a la fecha ha aumentado el peso relativo del consumo privado dentro del PIB. En concreto, en el 2000 el consumo privado representó 62% del producto y en 2013 ese porcentaje aumentó al 68% (ver gráfica 4.1). En la medida en que el consumo esté adquiriendo mayor importancia absoluta y relativa en la actividad económica, se tiene entonces que su aportación al crecimiento del PIB será mayor. En este sentido resulta conveniente conocer cuál es la estructura del consumo privado y cuáles son los factores que determinan su comportamiento.

Gráfica 4.1

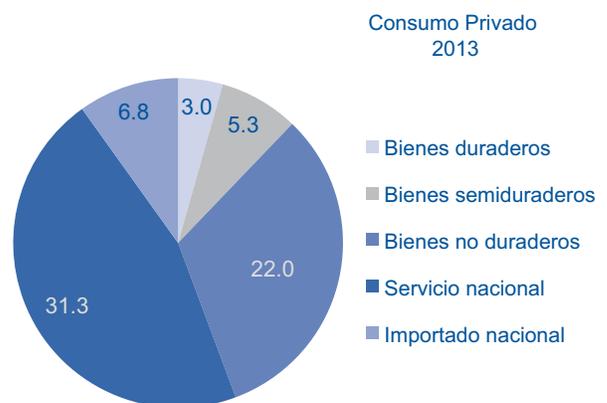
Consumo privado, % del PIB



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 4.2

Componentes del consumo privado, % del PIB



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

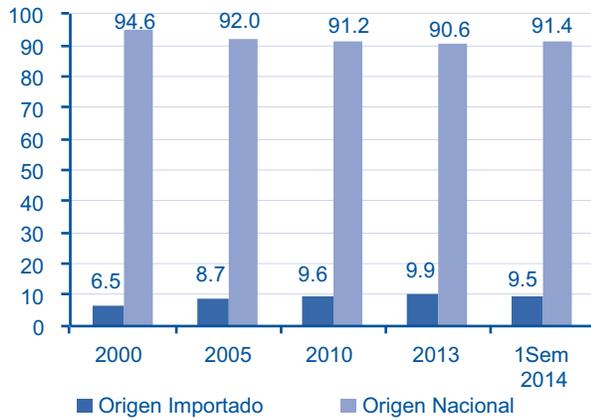
Estructura del consumo privado

El consumo privado se divide en la parte que corresponde al consumo de bienes y la que corresponde al consumo de servicios. Unos y otros pueden ser de origen nacional e importado. De esta forma se tiene que la principal categoría de consumo es la que corresponde a servicios de origen nacional, los cuales representan 31.3% del PIB. En segundo lugar está el consumo de bienes no duraderos (22% del PIB); en tercero, el consumo de bienes y servicios importados (6.8%); en cuarto, el consumo de bienes semiduraderos (5.3%); y en quinto lugar está el consumo de bienes duraderos (3% del PIB).

En términos del origen de la producción, se tiene que el consumo de bienes y servicios de origen importado aumentó su importancia relativa pasando de 6.5% del consumo privado total en 2000 a 9.9% en 2013 (ver gráfica 4.3). En contraparte, el consumo de bienes y servicios de origen nacional pasó de 94.6% en el 2000 a 90.6% en 2013. Por lo que respecta al consumo de bienes y servicios de origen nacional, se tiene que en 2000 el componente de bienes predominaba sobre el de servicios, lo cual dejó de suceder a partir de 2010 (ver gráfica 4.4).

Gráfica 4.3

Consumo privado, bienes y servicios nacionales e importados, estructura %



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 4.4

Consumo privado de origen nacional, estructura %



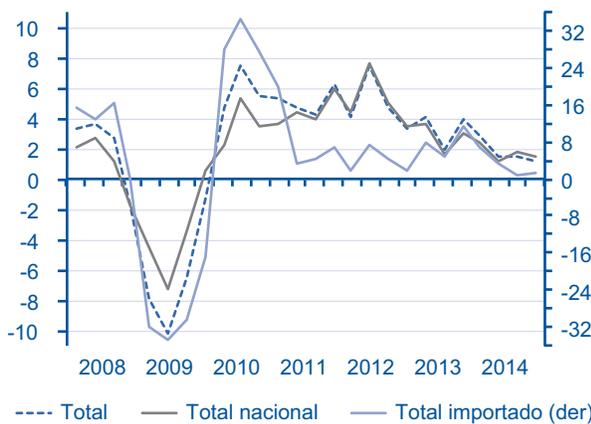
Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Comportamiento reciente del consumo privado

El consumo privado total fue afectado de manera importante por la recesión de 2009, pues en ese año su tasa de crecimiento anual fue de -6.5% (ver gráfica 4.5). Al siguiente año retomó su expansión con tasas de crecimiento de 5.7%, 4.8%, y 4.9% en 2010, 2011 y 2012, respectivamente. En contraste, en 2013 y el primer semestre de 2014 el consumo sufrió una importante desaceleración con crecimientos de 2.6% y 1.4% en esos periodos. Cabe mencionar que desde el segundo trimestre de 2012 el consumo en servicios de origen nacional ha estado registrando una mayor tasa de crecimiento que el consumo de bienes también de origen nacional.

Gráfica 4.5

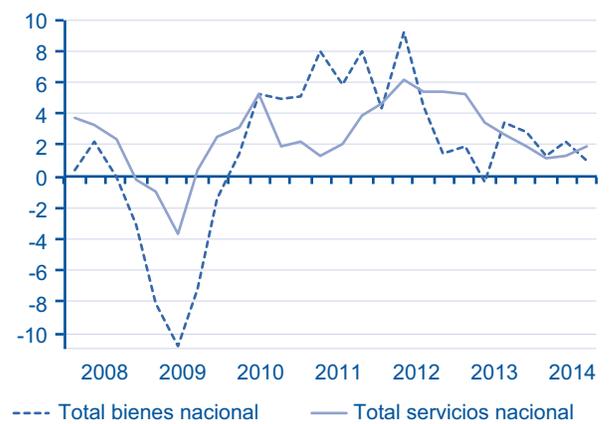
Tasa de crecimiento anual del consumo privado: nacional e importado



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 4.6

Tasa de crecimiento anual del consumo nacional bienes y servicios, %



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Identificación de los determinantes del consumo privado

Con el fin de entender el comportamiento del consumo privado y evaluar su posible evolución futura, se buscó identificar mediante métodos estadísticos los principales determinantes de las distintas categorías del consumo privado (i.e. consumo de bienes duraderos, consumo de bienes semiduraderos, consumo de bienes no duraderos, consumo de servicios, y consumo de bienes y servicios de origen importado).¹

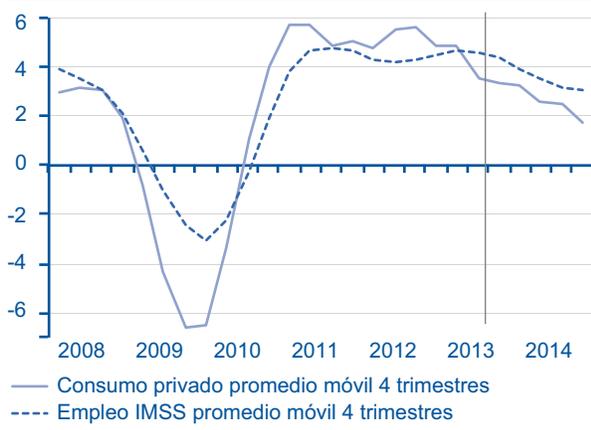
Entre las variables explicativas que determinan el comportamiento de las distintas categorías del consumo privado destacan: a) con un efecto positivo sobre el consumo privado, 1) el número total de trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), símil del empleo formal; y 2) el salario medio de cotización en el IMSS en términos reales; y b) con un efecto negativo, 3) la inflación anual. Mientras que el tipo de cambio tiene un efecto positivo o negativo dependiendo de la categoría de consumo privado considerada. Por ejemplo, para el caso del consumo de bienes duraderos, el efecto del tipo de cambio es negativo, posiblemente debido a que éstos tienen un alto componente de partes importadas o se pueden exportar fácilmente, como es el caso de los automóviles. En el caso de los bienes de consumo duradero el tipo de cambio tiene signo positivo, lo cual podría indicar que ese tipo de bienes nacionales sustituyen a los de la misma categoría que son importados.

Los resultados de las estimaciones indican que el empleo formal, en este caso recogido por el número de trabajadores registrados en el IMSS, es la variable explicativa más importante de todas las consideradas. Esto sucede debido a la magnitud del coeficiente estimado para esta variable en las diferentes categorías del consumo privado. Esto significa que un incremento en el empleo formal se verá reflejado en el aumento del consumo privado en sus diversas categorías y, por tanto, en su agregado, lo que se puede apreciar en la importante relación positiva entre estas dos variables (ver gráfica 4.7).² En concreto, estimamos que un incremento de 100 mil trabajadores afiliados al IMSS aumenta el consumo privado en alrededor de 0.7% anual.

Por otra parte, el aumento en el salario medio real de cotización al IMSS influye positivamente en el consumo privado al reflejar mayor poder de compra de bienes y servicios por parte de los trabajadores formales del sector privado. En cambio, un aumento de la inflación reduce la capacidad de compra de los consumidores en general al aumentar el precio de los productos en relación a los ingresos de las familias. Cabe mencionar que en los últimos años la variable de salario real pierde peso para explicar el consumo privado. Esto probablemente suceda porque desde el inicio de 2012 el salario real, en promedio móvil de 12 meses, no ha aumentado (ver gráfica 4.8).

Gráfica 4.7

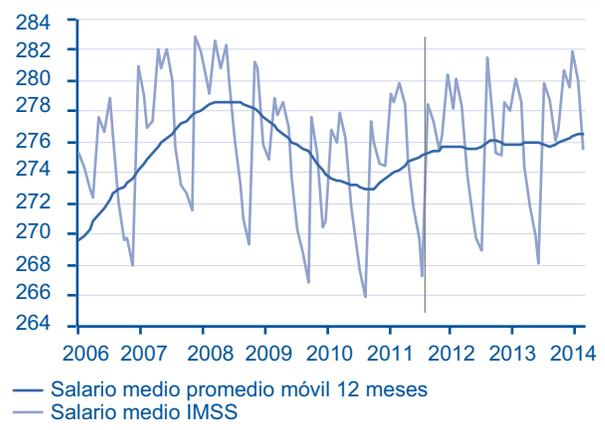
Tasa de crecimiento anual del consumo privado y del empleo IMSS, %



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI e IMSS

Gráfica 4.8

Salario medio de cotización en el IMSS en términos reales, pesos por día



Fuente: BBVA Research con datos del IMSS

¹ La fuente de información de las diferentes categorías del consumo privado provienen de las Cuentas Nacionales que el INEGI publica trimestralmente. Las estimaciones econométricas se realizaron para una muestra que va del primer trimestre de 2004 al segundo trimestre de 2014 y todas las variables incluidas se transforman a primeras diferencias para asegurar la estacionariedad de las series. En la estimación se incluyeron algunas variables ficticias (dummy) para capturar eventos específicos como es el caso de la recesión de 2009.

² La correlación que existe entre la tasa de crecimiento anual del consumo privado total trimestral y del empleo total trimestral del IMSS de promedio móvil de cuatro trimestres que se calculó del primer trimestre de 2006 al segundo de 2014 fue de 0.94. Si solo se consideran las tasas de crecimiento sin medias móviles para estas dos variables, el coeficiente de correlación se sitúa en 0.89. Además, si se realiza la prueba de cointegración entre el consumo privado y el empleo formal IMSS se tiene que no se puede rechazar la existencia de esta relación de largo plazo entre estas dos variables para el lapso que va del primer trimestre de 2001 al segundo de 2014.

Relación entre el consumo y los registros de empleo en un contexto de aplicación de un programa de formalización de empleo

Considerando el gran tamaño de la economía informal en la economía, donde se estima que alrededor de dos tercios de la fuerza laboral se encuentra en la informalidad, es muy positiva la implementación de un Programa de Formalización del Empleo que la Secretaría del Trabajo y Previsión Social (STPS) ha llevado a cabo. De acuerdo con cifras oficiales, este programa parece estar siendo exitoso al haber logrado que alrededor de 300 mil trabajadores en el 2013 pasaran de tener un empleo informal a uno formal, de tal manera que los trabajadores ahora cuentan con servicios de seguridad social, entre ellos su registro en el IMSS.³

En términos de la relación entre los trabajadores registrados en el IMSS y el consumo privado, el Programa de Formalización del Trabajo de la STPS modifica la relación histórica entre estas variables. Esto sucede porque previo a la implementación del Programa de Formalización del Trabajo, prácticamente todos los incrementos en el número de trabajadores afiliados al IMSS representaban nuevo empleo y, por tanto, el aumento en el ingreso de las familias. En contraste, una vez que entró en vigor este programa de formalización, los nuevos registros en el IMSS no necesariamente representan un ingreso monetario adicional que se genera, pues los trabajadores informales que se beneficiaron de este programa ya contaban con una remuneración previa. Lo anterior significa que, en términos estadísticos, los aumentos recientes en el número de registros laborales observados en el IMSS tienen un menor efecto en el incremento del consumo de lo que sucedió antes de que existiera el programa de formalización del trabajo de la STPS. Para ilustrar numéricamente el punto anterior, se tiene que si bien la tasa de crecimiento anual de los registros de empleo en el IMSS observado entre el 3T13 y el 2T14 fue de 3% en promedio durante esos cuatro trimestres, entonces en ese periodo, de acuerdo con la estimación econométrica histórica, el consumo privado habría crecido en promedio 2.8% y no 1.8% como lo hizo.

Gráfica 4.9

Consumo personal, observado y estimado con IMSS observado y ajustado, millones de pesos de 2008



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI e IMSS

Gráfica 4.10

Empleo IMSS: observado y ajustado (disminución) para reproducir consumo privado, miles de trabajadores



Fuente: BBVA Research con datos del IMSS

Para ilustrar el punto de que actualmente ha disminuido el efecto del empleo formal en el IMSS sobre el consumo privado debido al programa de formalización del trabajo, se realizó un ejercicio estadístico adicional. En este ejercicio se procedió de manera inversa y se buscó estimar el nivel de empleo formal IMSS nuevo que sería compatible con los niveles de consumo privado observados desde finales de 2013 hasta el segundo trimestre de 2014. Esto es, como primer paso se ajustó a la baja el empleo observado en el IMSS del cuarto trimestre de 2013 hasta el segundo trimestre de 2014. Como segundo paso, se pronosticó el consumo privado con estos datos ajustados del empleo formal en el IMSS. Con este procedimiento se obtuvo como resultado un nivel de consumo privado estimado prácticamente igual al observado (gráfica 4.11).

³ El dato de 300 mil trabajadores formalizados mediante el Programa de Formalización del Empleo se puede consultar en el artículo publicado por El Financiero el 7 de febrero de 2014 titulado "Se formalizan 40 mil empleos en el Estado de México". En esta fuente se indica que el titular de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social señaló que: "Datos preliminares de la STPS indican que en 2013 se formalizaron en todo el país, a través del Seguro Social, alrededor de 300 mil puestos de trabajo, que no son nuevos empleos porque no son producto del crecimiento económico, sino son producto de la formalización del empleo".

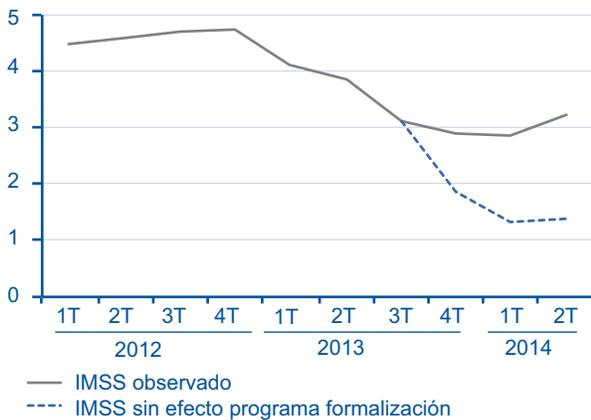
Los resultados estimados muestran que en el cuarto trimestre de 2013 un número menor en 170 mil trabajadores afiliados al IMSS en ese periodo que el observado es el que reproduce puntualmente el valor histórico del consumo privado en ese trimestre. Para los trimestres 1T14 y 2T14 el número menor de trabajadores que permite reproducir casi puntualmente el consumo privado en esas fechas fue de 247 mil y 304 mil, respectivamente (gráfica 4.12).⁴ De acuerdo con estos cálculos, el dato del nivel del empleo formal en el IMSS ajustado para el segundo trimestre de 2014 que surgió del ejercicio anterior y que reproduce puntualmente al consumo privado observado en ese periodo fue de 16,580,000 personas, y de no 16,884,000, pues este último incluye a 304 mil trabajadores que fueron formalizados y que no aportaron ingreso nuevo a la economía. Es decir, la cifra de 16,580,000 trabajadores referida implica la posibilidad de que el aumento en el número de trabajadores afiliados al IMSS que tuvieron una remuneración nueva en los trimestres referidos fue de alrededor de 227 mil personas.

Los resultados del ejercicio anterior indican que la principal causa del débil crecimiento anual del consumo privado en el segundo trimestre de 2014 de 1.4% sería el escaso dinamismo del empleo formal que aporta ingreso nuevo a la economía. De esta forma, una vez que se ajusta el efecto de la formalización del trabajo y se tiene que el empleo formal en el IMSS creció también 1.4% anual en la primera mitad del año (y no 3% como lo dicen los datos del empleo formal IMSS sin ajustar), entonces parece haber mayor congruencia entre las tasas de crecimiento del empleo formal ajustado y la del consumo privado (ver gráfica 4.12).

Por otra parte, cabe mencionar que en el mediano plazo el programa de formalización de empleo podría representar un impulso al consumo al generar mayor seguridad y permanencia en el empleo y una red de seguridad que aumentaría el ingreso disponible de los trabajadores. Esto último les reduce los gastos imprevistos en salud y les permite obtener otros beneficios sociales. Los puntos anteriores se reflejarían en el aumento de la confianza de los consumidores que se beneficiaron del programa de formalización del trabajo, lo cual permitiría que éstos aumentaran su nivel de consumo en el futuro.

Gráfica 4.11

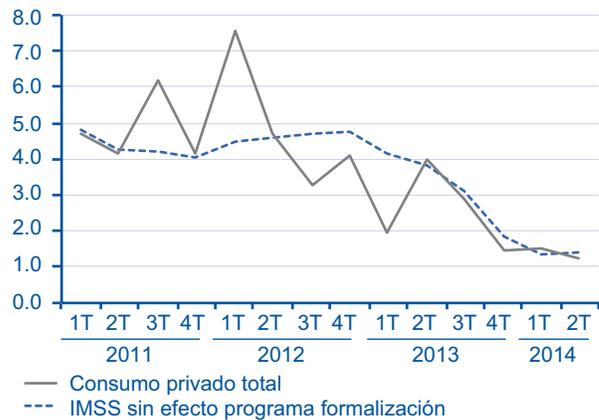
Tasa de crecimiento anual del empleo IMSS observado y ajustado, %



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI e IMSS

Gráfica 4.12

Tasa de crecimiento anual del empleo IMSS y consumo privado, %



Fuente: BBVA Research con datos del IMSS

Conclusión

Considerando que los nuevos empleos son la principal fuente de la expansión del consumo privado, sería deseable contar con estadísticas claras y homogéneas a lo largo del tiempo que permitieran conocer qué porcentaje de los nuevos trabajadores que se han afiliado al IMSS representan nuevas contrataciones inducidas por el mayor nivel de actividad económica y cuáles son resultado de los esfuerzos de formalización. Esta distinción y claridad de las cifras permitiría entender de mejor manera la evolución del consumo privado y de otras variables macroeconómicas que están estrechamente relacionados con el empleo formal.

Por último, cabe mencionar que los ejercicios de estimación que se presentaron en este artículo si bien pueden ser perfectibles, representan un esfuerzo para tener una idea más clara sobre las razones por las cuales el consumo privado ha crecido de manera moderada desde 2013.

⁴ Cabe mencionar que el dato de 304 mil empleos en promedio trimestral que con la metodología descrita se estima que no aportan ingreso nuevo y por tanto no influyen en el nivel de consumo observado es similar al dato que el titular de la STPS mencionó la entrevista de prensa que concedió en febrero de 2014.

5. Previsiones

Cuadro 5.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	1.6	2.3	2.2	2.0	2.5
UEM	1.6	-0.6	-0.4	0.8	1.3
Alemania	3.7	0.6	0.2	1.3	1.4
Francia	2.1	0.4	0.4	0.4	1.1
Italia	0.6	-2.4	-1.8	-0.3	0.8
España	-0.6	-2.1	-1.2	1.3	2.0
Reino Unido	1.1	0.3	1.7	3.1	2.7
América Latina *	4.1	2.6	2.4	0.9	1.8
México	4.0	3.7	1.3	2.1	3.5
Brasil	2.7	1.0	2.5	0.2	1.3
EAGLES **	7.0	5.4	5.3	4.9	5.3
Turquía	8.8	2.1	4.1	2.5	3.9
Asia-Pacífico	6.1	5.2	5.2	5.0	5.2
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	3.5	3.9
Mundo	4.1	3.4	3.2	3.2	3.7

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	3.2	2.1	1.5	1.8	2.2
UEM	2.7	2.5	1.4	0.5	1.0
Alemania	2.5	2.1	1.6	0.9	1.5
Francia	2.3	2.2	1.0	0.7	0.9
Italia	2.9	3.3	1.3	0.3	0.7
España	3.2	2.4	2.4	0.0	1.0
Reino Unido	4.5	2.8	2.6	1.5	1.6
América Latina *	7.0	6.3	7.8	13.1	14.2
México	3.4	4.1	3.8	4.0	3.6
Brasil	6.6	5.4	6.2	6.3	6.2
EAGLES **	6.6	5.1	5.3	4.8	4.6
Turquía	6.5	8.9	7.5	8.8	7.0
Asia-Pacífico	4.9	3.4	3.5	3.4	3.6
Japón	-0.3	0.0	0.4	2.2	1.5
China	5.4	2.6	2.6	2.2	2.3
Asia (exc. China)	4.6	4.0	4.2	3.9	3.7
Mundo	5.2	4.2	4.0	4.2	4.4

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.3

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2012	2013	2014	2015	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
Indicadores Macroeconómicos												
PIB (variación % real)	2.3	2.2	2.0	2.5	-2.1	4.6	3.9	-1.0	3.3	2.8	3.0	2.5
Consumo personal (var. % real)	1.8	2.4	2.1	1.8	1.2	2.5	2.2	0.0	2.4	2.4	2.0	1.4
Consumo gobierno (var. % real)	-1.5	-2.0	-0.3	0.1	-0.8	1.7	4.2	-3.9	0.4	0.4	0.4	0.4
Inversión fija bruta (var. % real)	8.3	4.7	4.7	4.8	0.2	9.5	6.2	-2.5	6.4	6.1	6.2	6.7
Construcción	3.9	3.4	3.7	3.3	4.7	5.5	6.4	-2.0	4.1	3.6	4.5	4.9
Producción industrial (var. % real anual)	3.8	2.9	4.0	3.9	3.3	4.2	4.4	3.9	4.0	3.5	3.6	4.6
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-3.0	-2.5	-2.7	-2.8	-2.6	-2.4	-2.5	-3.0	-2.8	-2.8	-2.8	-2.5
Inflación anual (fin de periodo)	1.7	1.5	2.1	2.2	1.5	2.1	1.7	2.1	2.1	2.2	2.5	2.2
Inflación anual (promedio de periodo)	2.1	1.5	1.8	2.2	1.4	2.1	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3	2.3
Balance fiscal primario (% del PIB)	-6.8	-4.1	-3.1	-2.7				-3.1				-2.7

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.4

Indicadores y Pronósticos México

	2012	2013	2014	2015	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
Actividad Económica												
PIB (series desestacionalizadas)												
Variación % real anual	3.7	1.7	2.1	3.5	0.8	2.8	2.1	2.5	3.4	3.2	3.5	3.7
Por habitante en dólares	10,156	10,570	10,769	11,403	10,462	10,909	10,908	10,795	10,957	11,231	11,540	11,884
Miles de millones de dólares	1,188.8	1,251.4	1,289.2	1,379.8	1,252.4	1,306.0	1,305.9	1,292.4	1,325.9	1,359.0	1,396.4	1,438.0
Inflación (% prom.)												
General	4.1	3.8	4.0	3.6	4.2	3.6	4.1	4.2	3.6	3.7	3.6	3.4
Subyacente	3.4	2.7	3.2	3.0	3.0	3.1	3.3	3.3	2.9	3.0	3.1	3.2
Mercados Financieros (% fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	4.5	3.5	3.0	3.5	3.5	3.3	3.0	3.0	3.0	3.1	3.3	3.5
Cetes 28 días	3.9	3.2	3.0	3.5	3.2	3.1	2.8	3.0	3.0	3.3	3.6	3.7
TIIIE 28 días	4.8	3.8	3.4	3.9	3.8	3.6	3.3	3.3	3.4	3.4	3.7	3.9
Bono 10 años (% prom.)	5.7	5.7	6.1	6.6	6.3	5.9	5.9	5.9	6.0	6.4	6.6	6.6
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	12.9	13.0	13.3	13.6	13.2	13.0	13.2	13.6	13.8	13.7	13.8	13.3
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-3.2	-3.0	-4.2	-4.0	-	-	-	-4.2				-4.0
Sector Externo³												
Balanza comercial (mmd)	0.0	-1.2	-1.3	-3.2	-1.3	1.1	-1.5	0.5	-1.2	0.2	-1.8	-0.4
Cuenta corriente (mmd)	-15.4	-26.5	-23.9	-25.4	-9.0	-7.7	-2.7	-4.6	-6.9	-6.1	-6.0	-6.4
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.3	-2.1	-1.9	-1.8	-2.9	-2.3	-0.8	-1.4	-2.1	-1.8	-1.7	-1.8
Petróleo (mezcla mex., dpb, prom.)	102.0	98.6	88.1	75.8	93.1	97.4	91.3	70.6	74.0	74.8	76.1	78.1
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	4.6	3.5	3.5	3.7	2.9	3.2	3.8	4.1	4.0	3.7	3.8	3.2
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.9	4.9	4.9	4.7	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	4.7	4.6	4.6

Continúa en la siguiente página

Indicadores y Pronósticos México

	2012	2013	2014	2015	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
Demanda Agregada ⁴ (Var % anual, desestacionalizada)												
Demanda Agregada Total	3.9	1.8	2.9	4.1	1.8	2.8	3.2	3.7	3.5	3.9	4.2	4.7
Demanda interna	3.5	1.6	2.0	3.4	0.6	1.3	3.0	3.0	3.0	3.7	3.2	3.6
Consumo	4.2	2.9	2.2	4.3	0.7	1.9	2.8	3.2	4.3	3.9	4.2	4.9
Privado	4.4	3.2	1.6	3.5	0.4	1.8	1.8	2.3	3.4	2.9	3.4	4.1
Público	3.2	1.4	5.6	9.6	2.0	2.8	8.9	8.5	10.0	10.4	9.0	9.1
Inversión	4.5	-1.7	2.0	5.3	-2.1	1.4	4.7	4.2	4.1	5.5	5.0	6.6
Privada	8.1	-0.3	2.8	4.7	-0.5	4.6	4.5	2.8	2.7	3.3	5.6	7.4
Pública	-9.3	-3.7	-1.8	6.4	-8.2	-8.4	4.9	4.7	7.8	12.9	2.7	3.2
Demanda Externa	5.7	1.9	5.9	6.2	6.1	7.2	3.9	6.4	5.1	4.8	7.1	8.0
Importaciones	4.4	2.1	5.5	6.0	5.1	2.7	6.6	7.6	3.8	6.2	6.2	7.7
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	6.9	0.8	4.7	3.7	2.6	2.7	7.2	6.3	3.9	3.9	3.9	3.0
Secundario	2.9	-0.5	1.6	2.7	0.3	2.6	2.0	1.4	2.5	2.7	2.6	2.8
Minería	1.3	-0.5	-1.1	0.4	-0.3	-0.2	-2.7	-1.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Electricidad	2.2	0.5	1.8	2.7	2.3	1.7	1.5	1.8	2.7	2.7	2.7	2.7
Construcción	2.5	-4.7	nd	nd	-3.8	1.3	4.0	nd	nd	nd	nd	nd
Manufactura	3.5	1.6	3.5	3.8	2.9	4.1	3.1	3.8	4.3	3.3	3.8	4.0
Terciario	4.3	2.7	2.2	3.9	1.2	2.8	2.0	2.8	3.8	3.7	4.0	4.0
Comercio	4.2	2.9	2.9	5.1	0.5	3.4	3.9	3.9	5.1	4.2	5.2	5.9
Transporte, correos y almacenamiento	3.8	2.7	1.6	4.5	1.7	2.6	0.7	1.7	3.9	5.5	5.0	3.7
Información en medios masivos	16.3	5.1	3.1	6.5	2.4	4.6	-0.3	5.8	6.2	6.2	6.5	6.8
Servicios financieros y de seguros	7.7	9.9	1.6	4.2	3.8	1.1	-0.7	2.2	3.7	4.3	4.3	4.5
Serv. inmob. y de alquiler de bienes muebles e int.	2.5	1.0	2.3	3.1	1.8	2.2	2.3	2.8	3.9	3.0	3.0	2.5
Servicios profesionales, científicos y técnicos	1.0	0.9	0.5	2.2	-0.5	0.1	0.8	1.6	1.9	2.0	2.6	2.3
Dirección de corporativos y empresas	8.7	-1.5	3.1	3.1	2.5	5.8	1.0	3.0	2.8	3.1	3.3	3.4
Servicios de apoyo a los neg., serv. de remediación	4.3	4.3	0.8	3.5	0.5	1.8	0.0	0.8	3.6	4.0	3.6	2.8
Servicios educativos	2.2	0.8	1.7	1.5	1.0	1.8	2.4	1.5	0.6	1.6	1.9	2.0
Servicios de salud y de asistencia social	2.1	2.5	0.8	1.6	0.4	0.9	0.8	1.1	1.5	1.5	1.6	1.7
Servicios de esparcimiento, culturales y deportivos	2.6	3.9	0.1	2.2	-2.2	-0.6	2.3	1.2	2.9	1.9	2.0	2.0
Serv. de alojamiento temp. y prep. de alim. y beb.	5.5	1.9	2.7	3.1	1.9	4.2	1.9	2.6	2.8	2.9	3.3	3.2
Otros Servicios excepto actividades del gobierno	3.3	1.8	1.5	2.0	-0.3	1.9	2.4	2.1	1.5	1.7	2.5	2.3
Actividades del gobierno	3.7	-0.1	3.3	4.5	3.2	2.6	3.2	4.1	4.1	3.9	4.6	5.4

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:

