BBVA | RESEARCH

Situación México

Primer Trimestre 2015

Análisis Económico

- Las exportaciones serán el principal impulsor del crecimiento económico en 2015
- Por áreas geográficas se observa un crecimiento desigual que resulta en políticas monetarias opuestas en EE.UU. y la eurozona
- La inflación se mantendrá cercana a la meta del Banco de México de 3.0% durante la mayor parte del año

BBVA Bancomer

Índice

1. En resumen 2

2. Crecimiento global moderado con divergencias crecientes entre áreas económicas 4

3. Mayor crecimiento en 2015 apoyado por una aceleración económica en Estados Unidos 9

3.1 Mejora económica en el cuarto trimestre de 2014, la cual prevemos que continuará en los siguientes trimestres 9

Recuadro 1: Anuncio de recorte al gasto del sector público en 2015 20

3.2 Inflación: como se anticipaba, hubo una disminución sustancial en enero y ausencia de presiones de demanda sobre los precios 22

3.3 Se avecina el inicio del ciclo de subidas ante el mayor peso de la postura monetaria relativa de Banxico con respecto a Estados Unidos 25

3.4 La incertidumbre sobre la fecha de la primera alza de la tasa de fondos federales y los riesgos geopolíticos exacerban la volatilidad del tipo de cambio 27

4. Previsiones 30

Fecha de cierre: 20 de febrero de 2015

1. En resumen

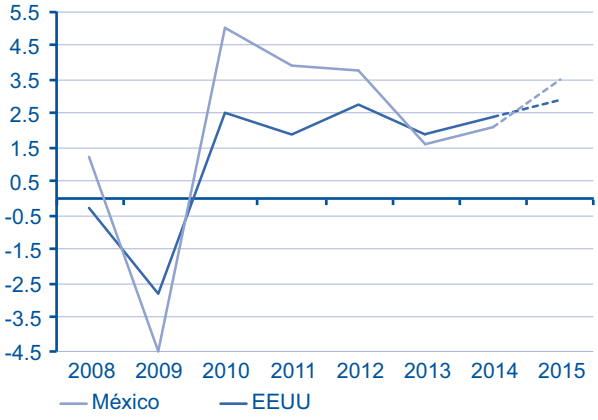
Impulsada por la demanda externa, la economía mexicana tuvo un desempeño más favorable en el cuarto trimestre de 2014, el cual se espera continúe durante 2015, aunque el consumo privado se mantiene todavía débil. Para 2015 se prevé un crecimiento económico de 3.5% anual resultado de un crecimiento en Estados Unidos (EE.UU.) de 2.9% anual (véase gráfica 1), y un peso mexicano más depreciado que apoyaría las exportaciones y limitaría las importaciones. Esta estimación tiene un sesgo a la baja ante el recorte al gasto público recientemente anunciado, la posibilidad de que la demanda interna privada no muestre una recuperación más sostenida a pesar de la mejora que se espera en el sector manufacturero, y que la caída reciente en la producción petrolera no se revierta en los próximos meses. Dado que el recorte al gasto en principio se concentrará en gasto corriente, y el limitado efecto que ha tenido el gasto público sobre el crecimiento, esperamos que esta medida tenga un impacto marginal en el crecimiento del PIB en 2015, el cual podría ser compensado por la mejora que estamos observando en la economía de EE.UU.

Como se anticipaba, la inflación anual disminuyó sensiblemente, pasando de 4.08% en diciembre a 3.07% en enero. Esta caída en la inflación es consecuencia principalmente de la dilución del efecto del aumento impositivo de 2014, y los menores precios en los servicios de telecomunicaciones tras entrar en vigor la eliminación del cobro de larga distancia nacional, pero también tras verse los primeros efectos positivos para los consumidos derivados de mayor presión competitiva a raíz de la aprobación de la reforma en telecomunicaciones. La fuerte caída de la inflación anual en enero sugiere que la inflación podría cerrar 2015 en torno a 2.9%. De esta manera esperamos que la inflación se mantendrá cercana a la meta del Banco de México de 3.0% durante la mayor parte del año. Entre los riesgos al alza para la inflación destacan el posible traspaso de la depreciación cambiaria y en mayor medida aumentos en los precios agropecuarios.

Los bajos niveles de inflación aunados a la holgura en la economía resultado del bajo crecimiento en 2013 y 2014 sugieren que le banco central tiene espacio para mantener la tasa de referencia sin cambio todavía por un periodo prologado. Ahora bien, la mejora en la economía reduciría paulatinamente la holgura en la economía, y en su comunicación el banco central ha mencionado la alta probabilidad de que las tasas de interés domésticas deban incrementarse ante un incremento fuerte de las tasas de interés de EE.UU. De esta manera, esperamos un ajuste pausado de la tasa de política monetaria, en sincronía con el ciclo económico y monetario de EE.UU., con lo que prevemos que la tasa monetaria cierre este año en 3.5%.

Gráfica 1

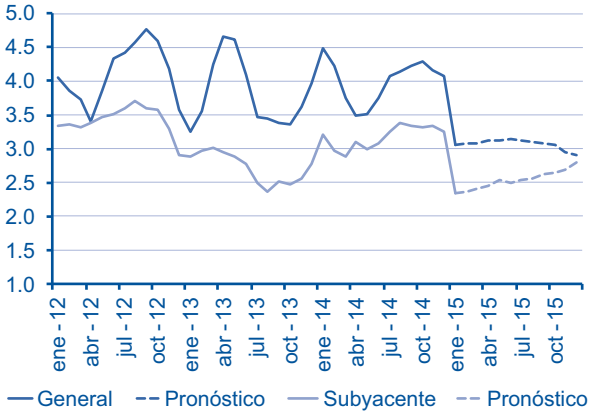
Crecimiento del PIB de México y Estados Unidos (Var. % a/a, ae)



ae=ajustada por estacionalidad. a/a=año a año.
Fuente: BBVA Research, estimación propia.

Gráfica 2

Perspectivas de inflación Var. % anual



Fuente: BBVA Research

Durante los dos primeros meses del año a un contexto económico de caída en los precios del petróleo y de menor crecimiento global, con excepción de EE.UU., se han añadido dos nuevos factores de incertidumbre a la economía del país que son: la expectativa de un inicio anticipado del ciclo de normalización de la Reserva Federal y las dudas sobre las negociaciones de un nuevo paquete de rescate a Grecia. Estos dos nuevos factores han pesado en los mercados financieros en México. Por una parte la volatilidad y la cotización del tipo de cambio se han incrementado con lo que el peso ha llegado a cotizar por encima de los 15 pesos por dólar por primera vez desde marzo de 2009. Por otra parte, las tasas de interés de la deuda gubernamental de largo plazo han mantenido su alta correlación con sus similares de EE.UU. con lo que ante la expectativa en los mercados financieros de un alza más pronta de la tasa de fondos federales hacia el verano de este año, las tasas de interés de largo plazo mostraron un punto de inflexión e iniciaron una tendencia alcista que ha continuado durante la primera quincena de febrero. Vale la pena mencionar que a pesar de la expectativa de aumento en las tasas de interés en EE.UU, los flujos de inversión extranjera en instrumentos de renta fija han continuado.

Hacia adelante esperamos que los datos macroeconómicos de EE.UU. y la comunicación de la Reserva Federal estén en el centro de la atención de los mercados ante la cercanía del inicio del proceso de normalización monetaria. En materia cambiaria, esperamos que una vez que la economía muestre signos de mejora, haya claridad sobre el patrón de alza de la tasa de fondos federales, y en ausencia de caídas adicionales en el precio del petróleo, el peso podría apreciarse hacia niveles alrededor de 14 pesos por dólar al finalizar el año. En relación a las tasas de interés de la deuda gubernamental, el escenario más probable sigue siendo su aumento gradual ante la perspectiva de incremento en la tasa monetaria de EE.UU. y México. En este sentido, para fin de año anticipamos que el rendimiento de la Nota del Tesoro de EE.UU. a 10 años se ubicará en torno a 2.6% mientras que el del bono mexicano a 10 años se situará en alrededor de 6.1%.

2. Crecimiento global moderado con divergencias crecientes entre áreas económicas

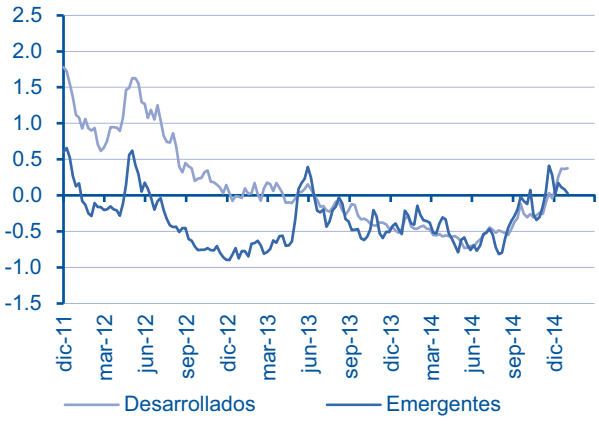
La economía mundial habría terminado 2014 con un ritmo de crecimiento similar al del 3T14, cercano al 0.8% trimestral según nuestras estimaciones,[1] ligeramente superior al observado durante la primera mitad del ejercicio. El dinamismo de EE.UU. habría compensado la debilidad de la recuperación de Japón y del área del euro, y la desaceleración progresiva de China y de otras economías emergentes.

En el bloque de economías desarrolladas, se mantiene la divergencia entre la evolución de los indicadores de actividad industrial y de servicios. La mejora gradual del consumo privado, consecuencia de la estabilización o aumento del empleo, ha continuado trasladándose a las cifras de ventas al menudeo y los índices de confianza del sector servicios. Por su parte, el mejor comportamiento relativo del comercio mundial en los dos primeros meses del 4T14 todavía no se ha traducido en un aumento sustancial de la producción de la industria. Las economías emergentes, en general, acusan la caída de precios de las materias primas en un escenario ya tendencial de moderación del crecimiento chino. Con todo, estimamos que el PIB mundial habría crecido en 2014 el 3.3%, una décima más que en 2013, con las economías desarrolladas incrementando ligeramente su aportación respecto a los tres años previos y las emergentes continuando su desaceleración.

Una de las novedades en el panorama económico global en los últimos meses es la intensa caída del precio de petróleo y su impacto desigual sobre los países según sean importadores o exportadores netos. Cabe esperar que el balance global del abaratamiento del petróleo sea positivo en términos de crecimiento, en la medida en que la liberación de ingresos de hogares y empresas en las economías importadoras (es el caso de EE.UU., el área del euro y China) compense la caída de la actividad de los principales países productores. Sin embargo, caídas adicionales de precio o niveles como los vigentes, en torno a 50 USD/barril de Brent, sostenidos en el tiempo podrían generar tensiones geopolíticas y/o financieras que comprometan la estabilidad global.

Gráfica 2.1

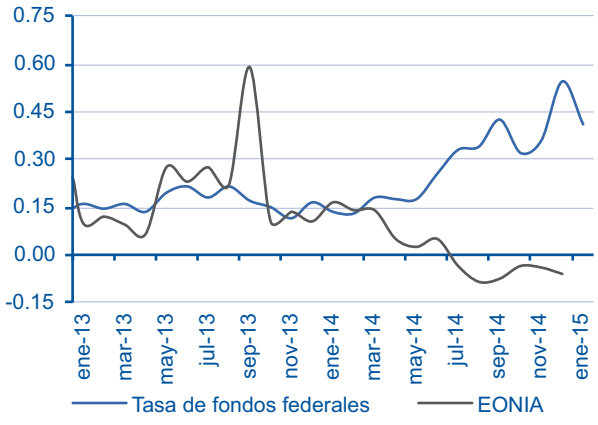
Índice de Tensiones Financieras BBVA Research



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 2.2

Expectativas de política monetaria: tasas de interés *forward* a 12 meses vista, %



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

De hecho, el repunte de la volatilidad en los mercados financieros, hasta cotas de mediados de 2013 según los índices BBVA de tensiones financieras, es otro de los elementos destacados del trimestre, común a países emergentes y desarrollados como consecuencia de dos factores. En primer lugar, la combinación de la crisis geopolítica entre Rusia y Ucrania con la corrección del precio de las materias primas, lo que eleva las dudas sobre el desempeño económico

[1] Estimación basada en el indicador BBVA Research GAIN, detalle metodológico en: http://bit.ly/1nl5RIn

de muchas economías emergentes. En segundo término, la incertidumbre en torno al ciclo de subidas de tipos de interés de la FED, especialmente cuando el BCE emprende nuevas medidas de expansión cuantitativa y crece el debate político sobre el balance más apropiado de políticas para fortalecer la recuperación de la eurozona.

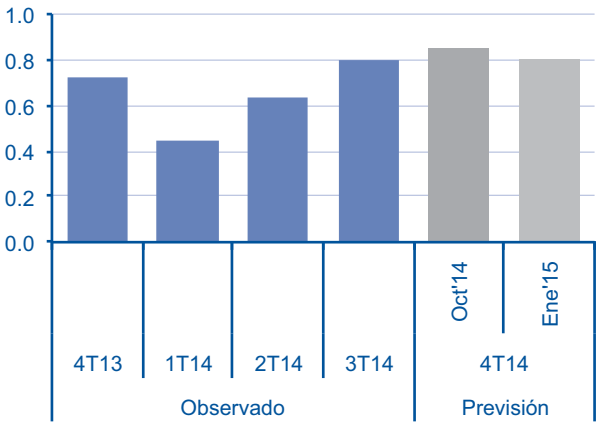
La corrección del precio del petróleo también acentúa los riesgos de asistir a un escenario global de inflación demasiado baja, al menos, hasta la segunda mitad de 2015. A la disminución reciente de la inflación general, común a las principales geografías (el promedio de los registros de EE.UU., el área euro, Japón y China se sitúa en el 1% en diciembre de 2014), se suma la intensa caída de los precios de producción industrial y de importación. Aunque, hasta el momento, el traslado del descenso de los precios energéticos a las tasas de inflación subyacente y los salarios parece acotado, el fuerte ajuste experimentado por las expectativas a medio plazo de precios y los niveles mínimos de cotización alcanzados por las tasas de interés a largo plazo revelan el grado de incertidumbre que existe acerca del ritmo de recuperación del ciclo mundial y la capacidad de los bancos centrales para devolver los registros de inflación a niveles compatibles con sus objetivos.

En este contexto de baja inflación y crecimiento económico moderado, las políticas monetarias mantienen el tono acomodaticio aunque con sesgos diferenciados si atendemos a la posición de la FED y el Banco de Inglaterra, por un lado, y a la del BCE o el Banco Central de China, por otro.

El nuevo escenario de precios del petróleo otorga margen de maniobra a los primeros bancos centrales para retrasar o restar intensidad a la senda de subidas de las tasas de interés de referencia. En el caso del BCE, el registro de tasas de inflación negativa ha sido el detonante para que, el pasado mes de enero, decidiese anunciar una ampliación de su programa de compra de activos, incluyendo, esta vez, la adquisición de deuda pública. El Banco Central de China podría adoptar nuevos recortes de las tasas de descuento para amortiguar la desaceleración de la actividad mientras refuerza las medidas de control del endeudamiento privado y de las administraciones públicas locales. En el bloque emergente, aquellos países que se están beneficiando del abaratamiento de las materias primas, por suponer entre otras cosas una mejora de sus saldos exteriores (como ejemplos, cabe citar a India o Turquía), están optando también por una mayor laxitud monetaria pese a la previsible subida de tasas de interés de la FED en 2015.

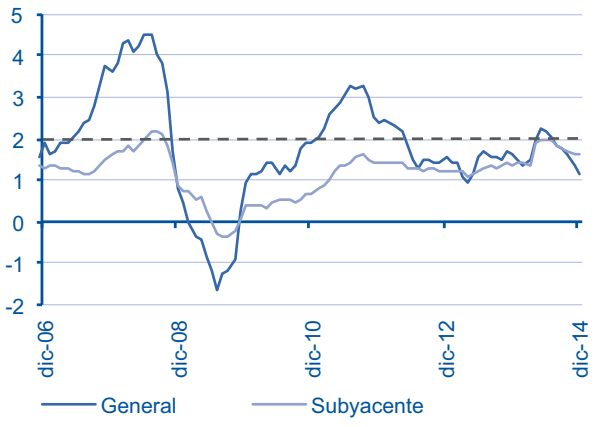
La convergencia del crecimiento de EE.UU. hacia niveles del 3% a lo largo de 2015, junto con la normalización progresiva de la política monetaria de la FED, debería traducirse en un repunte paulatino del rendimiento del bono estadounidense a largo plazo. La subida de rentabilidades de la deuda pública alemana se antoja más lenta, debido tanto al escenario de menor crecimiento nominal esperado para el área del euro como al impacto de las compras de activos soberanos del BCE arriba comentadas. Las diferencias de crecimiento esperado entre EE.UU. y el área euro y, sobre todo, el cambio en las expectativas de política monetaria de ambas áreas se han reflejado en la evolución del tipo de cambio USD/EUR, con una apreciación significativa del dólar en los últimos meses que ha devuelto al cruce con el euro a la zona de 1.15, pudiendo oscilar alrededor de este nivel, en promedio, durante todo el año.

Gráfica 2.3
PIB mundial basado en BBVA-GAIN, %, t/t



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.4
Inflación mundial*, %



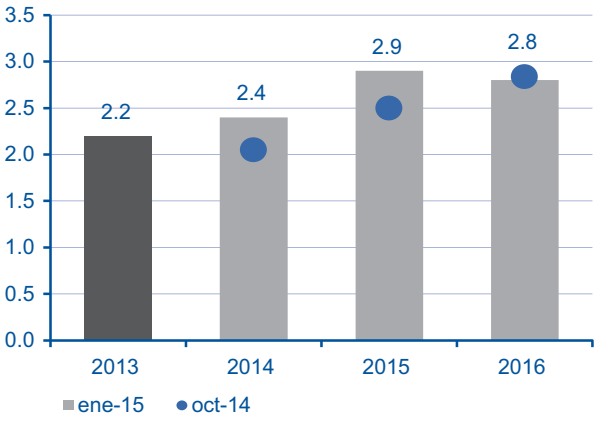
* Calculada como media simple de la inflación de EEUU, área euro, Japón y China
Fuente: BBVA Research y Haver

Con todo, y pese al soporte que ofrecerán las políticas económicas y el descenso del precio del petróleo, los riesgos para el crecimiento mundial en 2015 siguen siendo bajistas. Al recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, se unen los vinculados a la efectividad de las políticas monetarias para incrementar las expectativas de inflación y establecer, en el caso particular de la FED, una estrategia de retirada de estímulos que no deteriore las condiciones de financiación de las economías emergentes hasta un grado tal que frene su crecimiento.

EE.UU. ha recuperado el dinamismo a lo largo de 2014 y, sobre todo, en los trimestres centrales, con tasas de avance trimestral del PIB ligeramente superiores al 1% en el 2T y 3T. La fortaleza de la demanda doméstica, a tenor del crecimiento del consumo privado y la estabilización de la construcción residencial, está siendo clave en el patrón de crecimiento estadounidense. Con un ritmo de creación neta de empleo de alrededor de 200 mil personas al mes y una tasa de desempleo que cerró 2014 en 5.6%, las ganancias de renta salarial continúan dando soporte al consumo familiar. La caída del precio del petróleo y, por ende, de las gasolinas, también está contribuyendo a liberar ingreso disponible para el gasto en otros bienes de consumo.

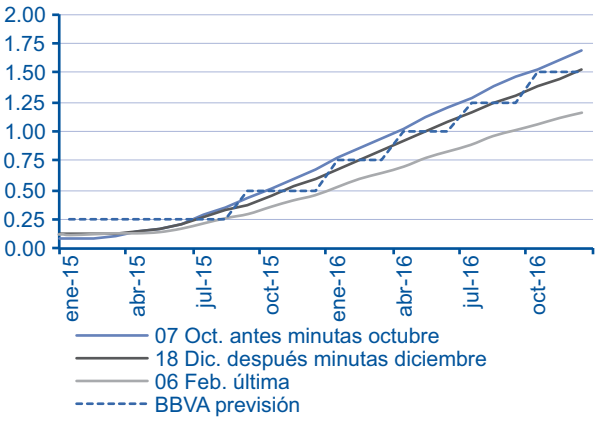
Resultado del buen comportamiento en los trimestres previos, y pese a que el incremento del PIB parece haber sido más moderado en el 4T, el crecimiento de EE.UU. podría alcanzar el 2.4% en 2014 y repuntar hasta el 2.9% en 2015, superando en ambos años los pronósticos de mediados de ejercicio. La combinación de un mayor crecimiento y una menor inflación (la tasa general se situará por debajo del 2% hasta 2016) acentúa el dilema de la FED a la hora de iniciar el proceso de normalización monetaria, en un contexto en el que la apreciación global del dólar favorece, a su vez, la moderación de los precios. La previsión de la primera subida de los *fed funds* se mantiene para el 3T15.

Gráfica 2.5
Estados Unidos, crecimiento económico, % a/a. Previsión 2015 - 2016



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.6
Estados Unidos, expectativas de tasas de fondeo de la Reserva Federal, %

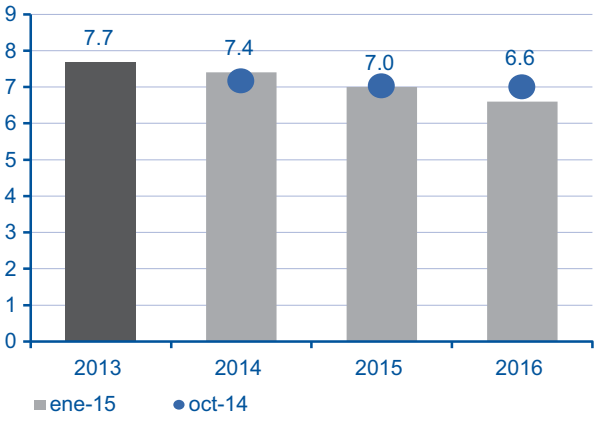


Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En China, la lenta desaceleración de la actividad ha continuado a lo largo del año. El registro adelantado de crecimiento para el conjunto de 2014 lo cifra en el 7.4%, lo que dejaría la tasa de incremento interanual del 4T en el entorno del 7.2%, el ritmo de avance más contenido desde 2009. La pérdida de pulso de la inversión en capital fijo y el deterioro de la competitividad exterior que arroja la apreciación del yuan, además del ajuste del sector inmobiliario, explican esta dinámica de la economía china.

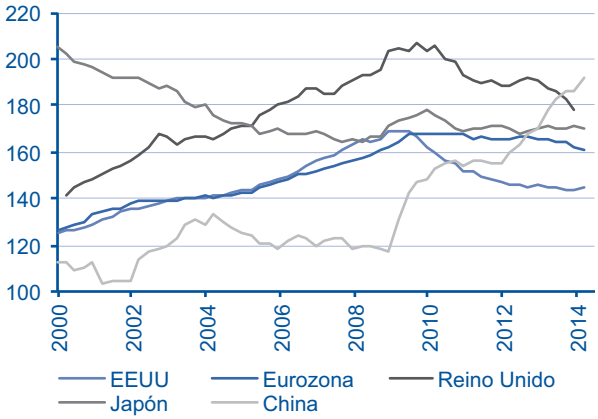
Aunque se mantiene la previsión de crecimiento para 2015 en el 7%, los riesgos están claramente sesgados a la baja fruto de la magnitud de los desequilibrios financieros acumulados, la incertidumbre sobre la evolución del mercado inmobiliario, y las dudas sobre la capacidad de las políticas para empatar la corrección de los desequilibrios existentes con la liberalización económica en marcha. Las autoridades han empezado a mostrar una mayor tolerancia a la desaceleración económica, siempre que se mantenga un aumento de empleo consistente con el comportamiento de la población activa, mientras apuestan por una reorientación del patrón de crecimiento hacia una menor dependencia de la inversión. Ello les permitirá combinar una mayor laxitud monetaria con la adopción de mecanismos de control fiscal que contengan el endeudamiento, tanto de la administración pública local como del sector privado (en la última década, la deuda del sector privado no financiero chino aumentó en 67 puntos de PIB).

Gráfica 2.7
China, crecimiento económico, % a/a. Previsión 2015 - 2016



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.8
Deuda sobre PIB del sector privado no financiero, %

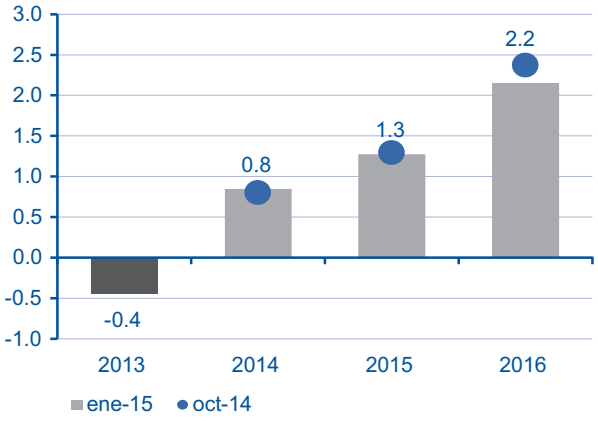


Fuente: BBVA Research y BIS

La eurozona es, entre las grandes áreas económicas, aquella que concentra la mayor probabilidad de enfrentarse a un escenario de inflación demasiado baja durante un período prolongado de tiempo. A las sorpresas negativas en los registros de precios al consumo, se suma un perfil de recuperación económica moderada, en línea con lo esperado. Si el PIB logra crecer alrededor de un 0.2% trimestral en el 4T, apoyado por un aumento similar de la actividad de Alemania y Francia, y un mejor comportamiento relativo de España, el cómputo de la eurozona sería de un avance anual del 0.8% en 2014.

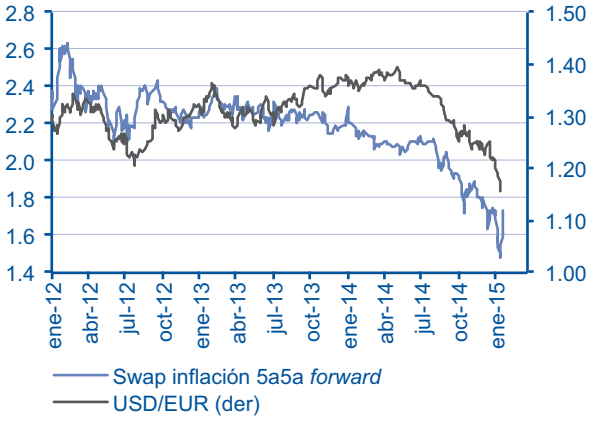
Con todo, mantenemos la previsión de crecimiento en el 1.3% para 2015, apoyada en la caída del precio del petróleo, la depreciación acumulada por el euro en los últimos meses y la relajación de las condiciones monetarias derivada de la actuación del BCE. El carácter menos restrictivo de la política fiscal en los países de la periferia del área también es un elemento a tener en cuenta, así como el "Plan Juncker" de inversión, cuyos primeros efectos se esperan, en todo caso, para la segunda mitad del año.

Gráfica 2.9
Eurozona, crecimiento económico, % a/a. Previsión 2015 - 2016



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.10
Tipo de cambio USD/EUR y expectativas de inflación de la Eurozona a mediano plazo (*swap* inflación 5 años/ 5 años *forward*), %



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Entre los principales focos de riesgo bajista, cabe señalar el potencial impacto de un recrudecimiento de las tensiones en el área de influencia de Rusia, tanto en términos comerciales como, principalmente, financieros, dada la exposición de la banca europea a los países de dicha área. Un segundo factor de riesgo es la incertidumbre que generan las divergencias entre algunas autoridades nacionales y las instituciones de la unión sobre cuál es la combinación más apropiada de reformas de oferta, ritmo de consolidación fiscal y apoyo del BCE para favorecer el crecimiento. Finalmente, otro riesgo es que sigan cayendo las expectativas de inflación a medio plazo, desincentivando el consumo a corto plazo y, con ello, retroalimentando dicha caída.

Ante este último foco de riesgo, el BCE ha extendido su programa de adquisición de activos a la deuda pública y aumentado el volumen mensual de compras a 60.000 millones de euros. Aunque el esquema de asunción de pérdidas establecido (un porcentaje elevado del riesgo de pérdida en los bonos públicos comprados es asumido por los bancos centrales nacionales) no resuelve el problema de fragmentación financiera en el seno de la eurozona, el tamaño del programa y, sobre todo, el compromiso de mantenerlo en vigor hasta que la senda de inflación se adecue a la fijada como objetivo por el BCE, constituye un paso relevante en esa dirección.

Los canales de transmisión de la política monetaria del BCE a la economía son diversos: reducción de la carga financiera del sector público y privado y, por tanto, mayor renta disponible para consumo o inversión; depreciación del euro y soporte a las ventas exteriores, y mayor predisposición de los agentes a la asunción de riesgos fruto de un contexto de tipos de interés a largo plazo muy reducidos. El impacto final de todos ellos sobre la actividad real y el flujo de crédito será el que determine la senda de expectativas de precios a medio y largo plazo, pero no solo. La definición de estrategias de consolidación fiscal factibles dado el escenario de crecimiento nominal en aquellas economías que todavía acumulan desequilibrios abultados de sus cuentas públicas, y el mantenimiento de políticas de reforma en sectores o mercados clave para relanzar el crecimiento potencial son también fundamentales.

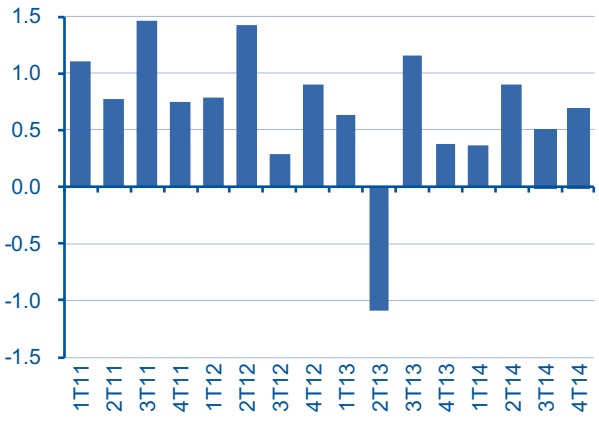
3. Mayor crecimiento en 2015 apoyado por una aceleración económica en Estados Unidos

3.1 Mejora económica en el cuarto trimestre de 2014, la cual prevemos que continuará en los siguientes trimestres

Durante el tercer trimestre de 2014 (3T14) México tuvo una tasa de crecimiento económico trimestral (t/t) de 0.53%, ajustada por estacionalidad (ae). Por ello, y debido a que el INEGI revisó a la baja la tasa de crecimiento de los trimestres anteriores, en ese momento, ajustamos nuestra expectativa de crecimiento económico para 2014 a 2.1% desde el 2.5%. Ahora bien, para el 4T14 el crecimiento trimestral del PIB fue de 0.7%, lo cual hizo que el crecimiento anual en 2014 fuera de 2.1% (véase el gráfico 3.1).

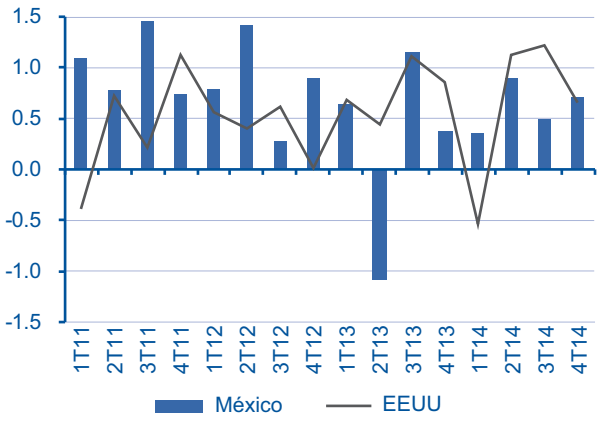
El 30 de enero de 2015 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) anunció un recorte al gasto corriente que representa 2.6% del gasto neto total de la federación, lo que equivale a 0.7% del PIB. Ante el monto del recorte, su concentración en gasto corriente (65%), y el limitado efecto que ha tenido el gasto público sobre el crecimiento, esperamos que éste tenga un impacto acotado en el crecimiento del PIB en 2015, el cual podría ser compensado por la mejora que estamos observando en la economía de Estados Unidos (EE.UU.). Sin embargo, esto imprime un sesgo a la baja en nuestra expectativa de crecimiento económico para 2015, fijada en 3.5% (véase la gráfica 3.2).

Gráfica 3.1
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

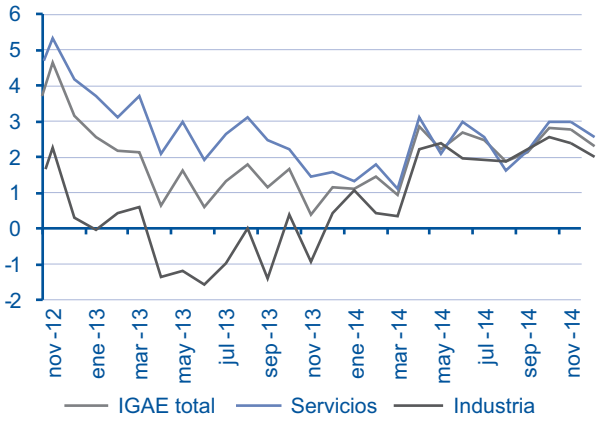
3.1.1 Sector interno: La demanda interna continúa débil, aunque los aumentos recientes en el empleo parecen sugerir una mejora para los siguientes meses

La evolución de la actividad económica durante 2014 mantuvo un ritmo de expansión muy moderado, inferior a las expectativas que se tenían a finales de 2013. Esto se debió a varios factores, entre los que destacan un efecto negativo de la reforma fiscal sobre el consumo; a bajos niveles de inversión vinculados con la holgura económica; y la existencia de conflictos y cierta inestabilidad social; y a una caída en el precio internacional de los minerales y el petróleo.

La tasa de crecimiento anual (a/a) del Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) en diciembre de 2014 fue de 2.3%, ae. Por componentes del IGAE, el sector de la agricultura creció 2.4% a/a, el de industria aumentó 2.0% a/a y el sector servicios se expandió 2.5% a/a, todo ajustado por estacionalidad (véase la gráfica 3.3). En términos mensuales (m/m) el IGAE tuvo una contracción de 0.3%, ae. Este resultado está vinculado principalmente a una caída en los sectores de industria (-0.3% m/m, ae) y de servicios (-0.2% m/m, ae), en tanto la agricultura aumentó (5.6% m/m, ae) (véase la gráfica 3.4).

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, noviembre de 2014 (Var% a/a, ae)

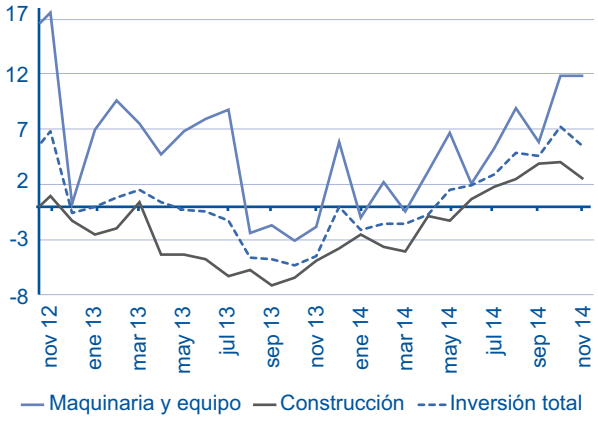
ae=ajustada por estacionalidad. a/a=año a año. *Datos estimados por BBVA.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Por otra parte, en los inicios de 2015 la confianza de los agentes económicos mostró cierta pausa. Por ejemplo, aunque la confianza empresarial ha permanecido en la zona de optimismo por 59 meses consecutivos (por encima del umbral de 50 puntos), ésta mostró una ligera disminución en sus expectativas sobre la actividad económica del país. El índice pasó de los 50.7 puntos (ptos) en diciembre de 2014 a los 50.4 pts. en enero de 2015, con cifras desestacionalizadas. Por su parte, el índice de confianza del consumidor (ICC) disminuyó de 92.7 pts. en diciembre de 2014 a 91.8 pts. en enero de 2015. Adicionalmente, los indicadores del Instituto Mexicano de Ejecutivos en Finanzas (IMEF) sobre las expectativas de la actividad manufacturera y no manufacturera de enero reportaron un comportamiento similar. El indicador IMEF de Manufacturas se ubicó en los 50.9 puntos (pts.) en enero (apenas por arriba del umbral de los 50 pts., de expectativas optimistas) con cifras ajustadas por estacionalidad (ae). En tanto, el indicador no manufacturero se redujo y pasó de 49.9 pts. a 49.2 pts. (ae) en igual periodo.

Hasta el momento no está disponible la información de los componentes del PIB al cuarto trimestre de 2014. Dado lo anterior consideramos que para ese trimestre se espera que la inversión fija bruta total y sus componentes sigan con su senda positiva. En octubre la tasa de crecimiento anual de la inversión fue de 7.2%, ae y en noviembre alcanzó 5.4%, ae. Por una parte, el componente de Maquinaria y Equipo creció en noviembre 11.8% a/a, ae. El subcomponente nacional de la inversión aumentó 17.4% a/a, ae, y el importado lo hizo en 9.8% a/a, ae. Por otra parte, la Construcción aumentó 2.4% a/a, ae, en noviembre de 2014 (véase la gráfica 3.5). Para 2015 el avance en los proyectos de infraestructura planeados, junto con una mejora en la perspectiva económica, podría contribuir a que la inversión amplíe su mejora.

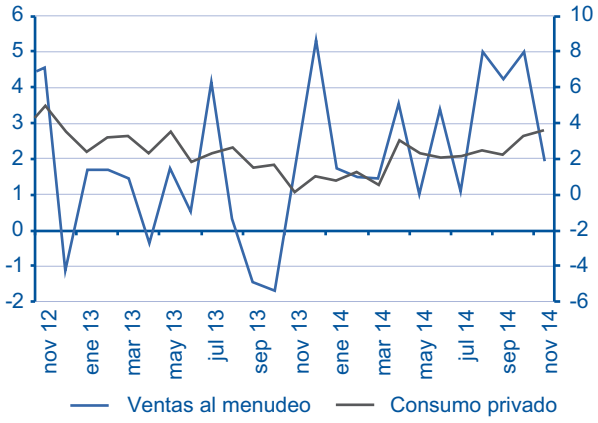
Las ventas al menudeo durante el cuarto trimestre de 2014 mostraron tasas de crecimiento moderadamente positivas. Particularmente en octubre de 2014 la tasa de variación anual fue de 5.0%, ae, la mayor desde diciembre de 2013, y en noviembre su tasa de crecimiento fue de 1.9% a/a, ae. Esto indica una recuperación económica moderada, que se materializa en un contexto de bajo crecimiento del consumo de mercancías de alrededor de 2.3% para todo el 2014 (véase la gráfica 3.6).

Gráfica 3.5
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 3.6
Ventas al menudeo y consumo privado, 2012-2014 (Var % a/a, ae)

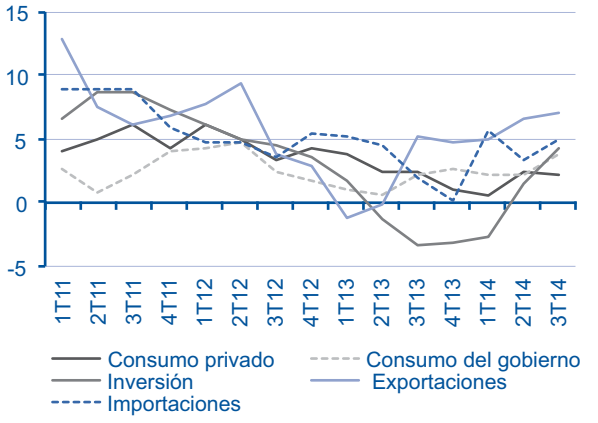


a/a=año a año.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI y la STPS

Los componentes de la demanda agregada en el tercer trimestre de 2014 tuvieron un desempeño, aunque moderado, en una ruta ascendente. La mayor tasa de crecimiento anual de estos componentes se observó en las exportaciones, con un aumento de 7.0% en el 3T14 vs 6.5% en el 2T14. La formación bruta de capital fijo total creció 4.3% a/a durante el 3T14 donde destacó el aumento de la inversión privada con 7.0% a/a y la caída de la inversión pública en 6.2% a/a. El consumo privado creció 2.2% a/a, en tanto el consumo público lo hizo en 3.8% a/a. Las importaciones crecieron 5.0% a/a durante el 3T14, la cual fue una tasa superior al 3.3% del trimestre anterior, todo con cifras desestacionalizadas (véase la gráfica 3.7). Anticipamos que en el cuarto trimestre de 2014 todos los componentes de la demanda tendrán una aceleración.

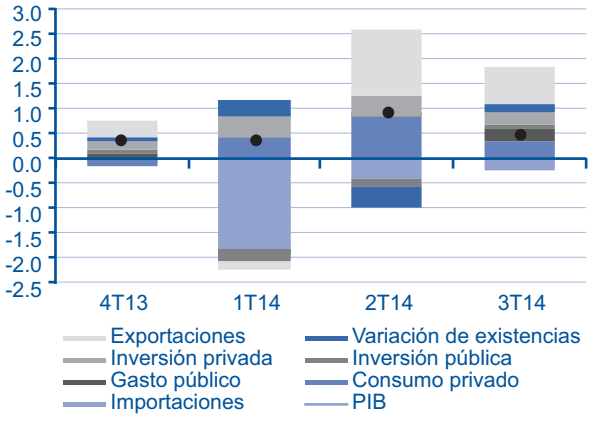
Durante el tercer trimestre de 2014, por primera vez en el año, la contribución del gasto y de la inversión pública en el crecimiento del PIB fue positiva. Sin embargo, estos componentes han contribuido de manera limitada sobre la actividad económica del país a pesar del importante gasto aprobado por el Congreso para 2014. Esto sugiere la existencia de una serie de problemas en la asignación y la ejecución de los recursos, que deben ser evitados con una mayor trasparencia y rendición de cuentas en todos los órdenes de gobierno para garantizar el uso eficiente del presupuesto del Estado. De ahí la importancia de la aprobación de un marco legal de transparencia, acceso a la información e integridad pública.

Gráfica 3.7
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 3.8
Contribución al crecimiento del PIB, 4T13-2T14 (Puntos porcentuales, t/t, ae)



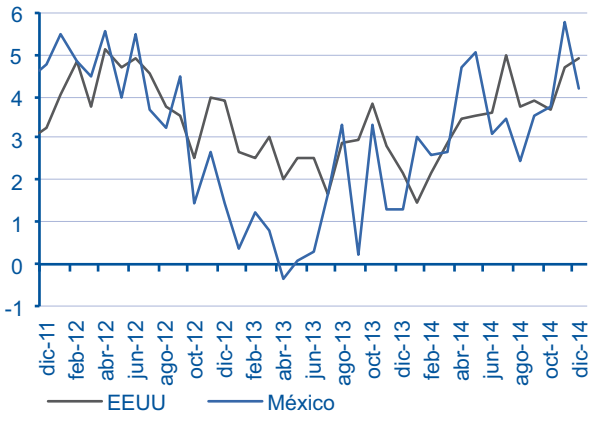
ae=ajustada por estacionalidad. t/t=trimestre a trimestre.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

En orden de contribución al crecimiento económico del 3T14, tenemos en primer lugar, a las exportaciones; le siguió el consumo privado; luego estuvo la inversión privada; el gasto público; la variación de existencias, y finalmente la inversión pública. Las importaciones tuvieron una aportación menos negativa al crecimiento del PIB, a la de los dos trimestres anteriores (véase la gráfica 3.8).

3.1.2 Sector externo: fuerte dinamismo en 2014

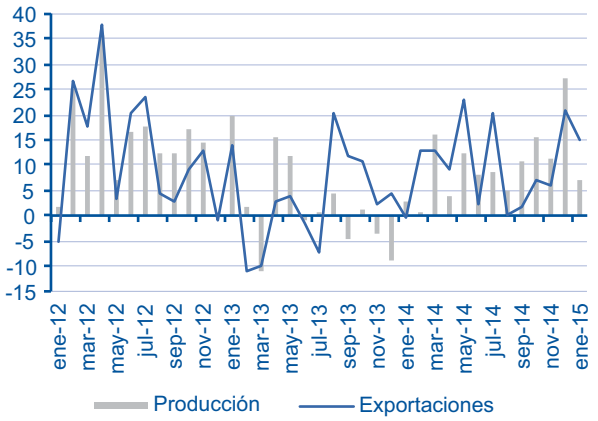
Como se mencionó previamente, la demanda externa se consolidó como el principal factor detrás del crecimiento económico del país en 2014. El sector que más se ha beneficiado de la demanda externa (especialmente de Estados Unidos) es el manufacturero, con un crecimiento anual (a/a) de 4.2%, ae, en diciembre (véase la gráfica 3.9). En buena medida, este repunte de la producción manufacturera está inducido por el dinamismo de la producción y las exportaciones automotrices. De acuerdo con la Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA), de enero a diciembre de 2014 la producción acumulada de vehículos aumentó 9.8% con respecto a igual periodo de 2013 y las exportaciones de vehículos tuvieron una tasa de crecimiento de 9.1% (véase la gráfica 3.10).

Gráfica 3.9
Producción manufacturera de México y los Estados Unidos, 2011-2014 (Var % a/a, ae)



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

Gráfica 3.10
Producción y exportaciones automotrices, 2012-2014 (Var % a/a)

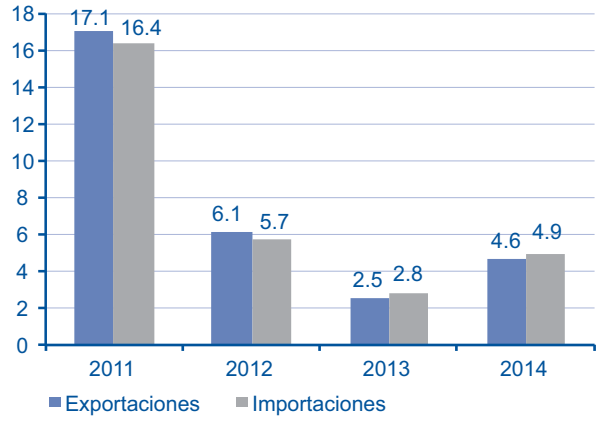


a/a=año a año.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

3.1.2.2 Exportaciones de mercancías

En 2014 la tasa de crecimiento anual de las exportaciones totales de mercancías fue de 4.6%, mayor a la que se registró en 2013, que fue de 2.5% (gráfica 3.11). En este sentido el desempeño del sector exportador de 2014 fue mejor que el del año anterior. Esto también se aprecia al observar que la tasa de crecimiento anual de las exportaciones fue negativa (gráfica 3.12) en tres meses de 2013 (febrero, marzo y mayo), en tanto que en 2014 esto sucedió solo en una ocasión y a principios de año (enero).

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



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.12
Exportaciones e importaciones mensuales de mercancías (Var % anual)

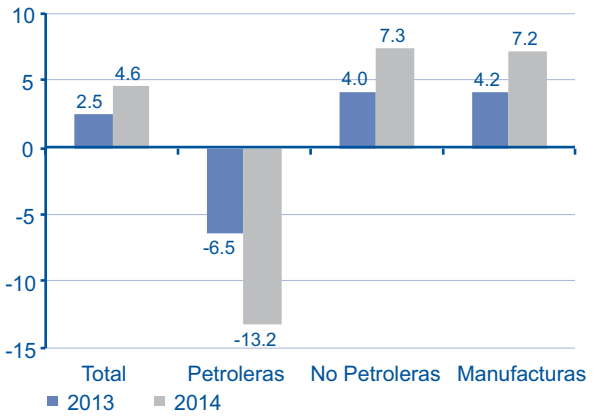
Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Considerando el promedio móvil de tres meses de la tasa anual de crecimiento de las exportaciones (gráfica 3.13), se observa que a partir de la segunda mitad de 2014 el ritmo de crecimiento de la actividad exportadora del país aumentó de manera importante.

Gráfica 3.13
Exportaciones de mercancías (Var % anual del promedio móvil de tres meses)

Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

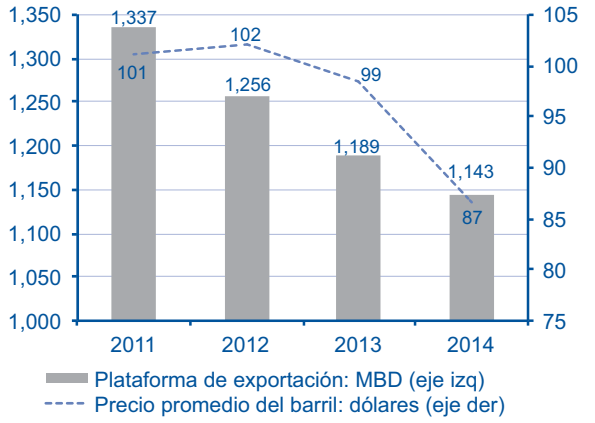
Gráfica 3.14
Exportaciones de mercancías por tipo de bien (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

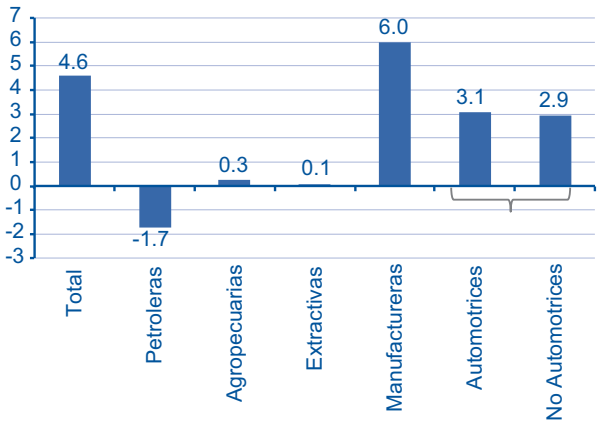
Por lo que respecta al dinamismo que tuvieron cada uno de los diferentes tipos de productos exportados, el desempeño de las exportaciones petroleras fue desfavorable, pues sus ventas anuales mostraron una caída anual de 13.2% (gráfica 3.14). La contracción de estas exportaciones se debe a la combinación de dos factores. Por un lado, el nivel de la plataforma de exportación de petróleo crudo de 2014 se redujo en 3.9% en comparación a la de 2013, pasando de 1,189 mil barriles diarios (mbd) en promedio en 2013 a 1,143 mbd en 2014 (gráfica 3.15).

Gráfica 3.15
Exportaciones de petróleo crudo: promedio anual de la plataforma y del precio de exportación (Cifras en miles de barriles diarios y en dólares por barril de petróleo crudo)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.16
Exportaciones anuales de mercancías en 2014 (Aportación al crecimiento, puntos porcentuales, pp)



Manufactureras incluye automotrices y no automotrices.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI

De manera adicional se tiene que en 2014 el precio promedio del barril de petróleo crudo que México exportó fue 12.1% menor al de 2013. Cabe mencionar que la disminución en el precio del petróleo de exportación de México ocurrió a partir de julio de 2014. En ese mes el precio promedio mensual del barril de crudo de exportación fue de 94.65 dólares, y para diciembre éste ya fue de 52.35 dólares. En enero y febrero de 2015 éste se ha ubicado incluso por debajo de los 40 dólares por barril.

La disminución del valor de las exportaciones petroleras en 2014 generó que la contribución que éstas tuvieron para el crecimiento del valor total de las exportaciones de mercancías, que fue de 4.6% en el año, fuera negativa y de -1.7 puntos porcentuales (pp). En cambio, la aportación al crecimiento de 4.6 pp por parte de las exportaciones no petroleras fue de 6.3 pp. Esto significa que si la contribución de las exportaciones petroleras no hubiera disminuido en 2014 y hubiera registrado una contribución igual a cero, entonces las exportaciones totales de mercancías hubieran registrado una tasa de crecimiento mayor a la observada y de 6.3%.

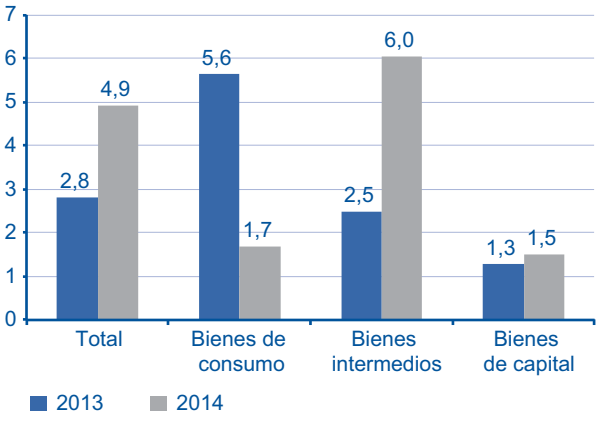
Dentro de las exportaciones no petroleras destaca la contribución de las exportaciones automotrices, pues éstas fueron las que más aportaron al crecimiento de las exportaciones totales con 3.1 pp seguidas de las exportaciones manufactureras no automotrices con 2.9 pp. Por su parte, la contribución al crecimiento de las exportaciones agropecuarias fue positiva y de 0.3 pp en tanto que la aportación de las exportaciones extractivas no petroleras fue la menor de todas y equivalió a 0.1 pp (gráfica 3.16). El favorable desempeño del conjunto de estos cuatro rubros de exportaciones en 2014 más que compensó el deterioro que tuvieron las exportaciones petroleras.

3.1.2.3 Importaciones de mercancías

Por su parte, en 2014 la tasa de crecimiento de las importaciones de mercancías fue de 4.9%, y ésta fue mayor a la de 2.8% que éstas registraron en 2013(gráfica 3.17). En 2014 el dinamismo de las importaciones se concentró en las importaciones de bienes intermedios, mientras que el bajo ritmo de crecimiento que registraron las importaciones de bienes de consumo (1.7%) y las de bienes de capital (1.5%) reflejaron el reducido dinamismo tanto del consumo interno como de la inversión en el país. En este sentido, la tasa de crecimiento de 6.0% anual que las importaciones de bienes intermedios registraron en 2014 señala que gran parte de estas compras al exterior se canalizaron para incorporarse a productos exportados, como es el caso de los productos manufactureros.

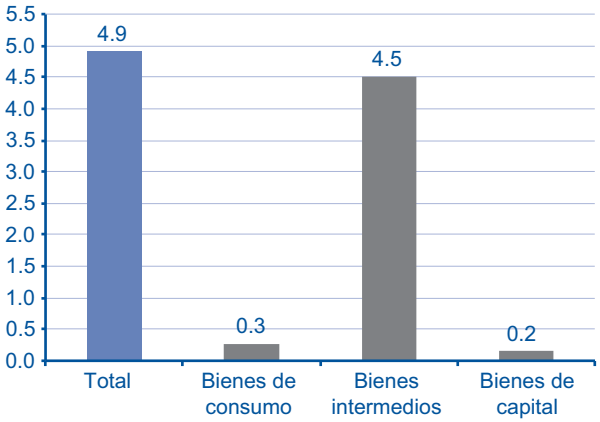
Así, las importaciones de bienes intermedios fueron los que tuvieron la mayor contribución a las importaciones totales de mercancías en 2014 con 4.5 pp de los 4.9 pp en que las importaciones totales crecieron (gráfica 3.18). Por otro lado, el rubro de bienes de consumo tuvo una aportación limitada de 0.3 pp al igual que las importaciones de bienes de capital (0.2 pp). En un contexto de mayor dinamismo de la economía del país se esperaría un repunte en las importaciones de bienes de consumo y de bienes de capital.

Gráfica 3.17
Importaciones anuales de mercancías por tipo
(Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 3.18
Importaciones anuales de mercancías en 2014
(Aportación al crecimiento, pp)

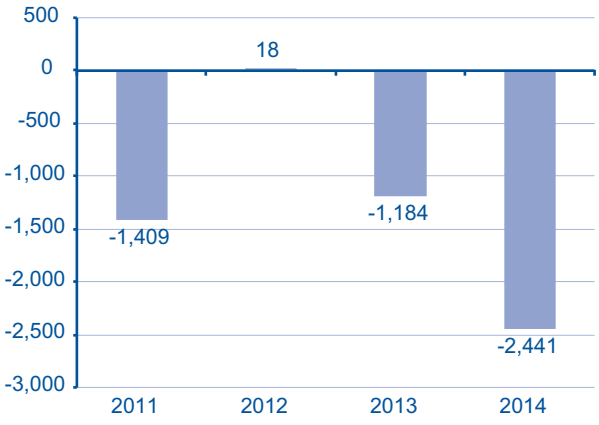


Fuente: BBVA Research con información del INEGI

3.1.2.4 Déficit de la balanza comercial

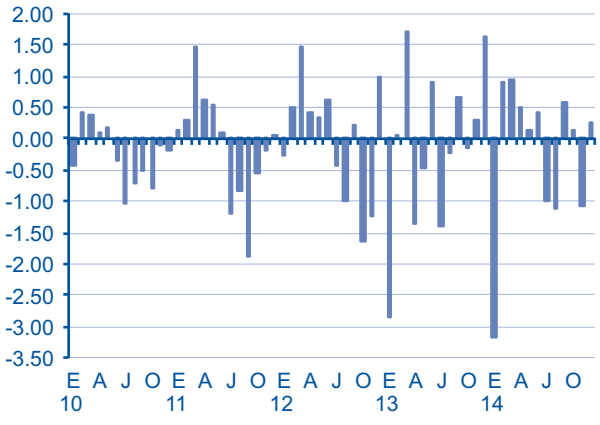
El saldo de la balanza comercial de 2014 fue deficitario por 2,441 millones de dólares, el cual fue más del doble del déficit de 1,184 millones de dólares que esta cuenta reportó en 2013 (gráfica 3.19). Como se comentó, el déficit de la balanza comercial en gran medida se puede explicar por la disminución que las exportaciones de petróleo crudo registraron en 2014 en relación con 2013. Por ejemplo, en 2014 el monto total de las exportaciones de petróleo ascendió a 36.2 mil millones de dólares (mmd), en tanto que en 2013 éstas fueron mayores y de 42.7 mmd. Es decir, el valor de las exportaciones de petróleo crudo se redujo en casi 6.5 mmd (15.2%) en 2014.

Gráfica 3.19
Saldo anual de la balanza comercial
(Millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.20
Saldo mensual de la balanza comercial
(Miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

El monto en que disminuyeron los ingresos de las exportaciones de petróleo crudo en 2014 es 2.7 veces mayor al saldo deficitario de la balanza comercial, lo que señala que la debilidad de las exportaciones petroleras del país, de continuar, pudiera derivar en déficit mayores a los que hemos visto en los últimos años en la balanza comercial.

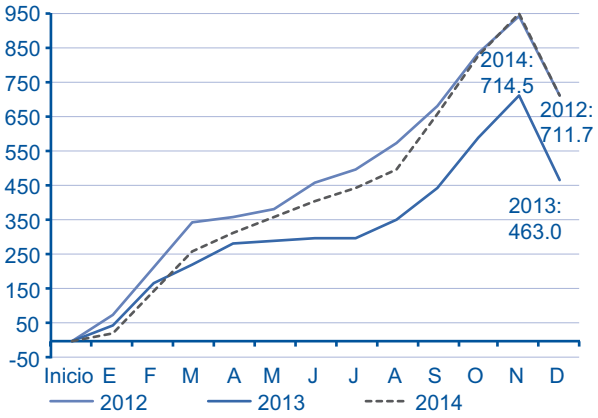
3.1.3 Empleo en el IMSS: aumenta sustancialmente el número de trabajadores registrados en 2014

3.1.3.1 Desempeño reciente de los empleados privados registrados a la seguridad social

En 2014 el número total de trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) aumentó en 714,526 personas en relación al año anterior (gráfica 3.21). El 74.5% de este aumento se dio en trabajadores que cuentan con un contrato laboral permanente y el 25.5% restante provino de trabajadores que tienen un contrato de trabajo eventual o por tiempo definido. Cabe señalar que el número total de trabajadores registrados en el IMSS representa el trabajo formal creado por el sector privado.

Gráfica 3.21

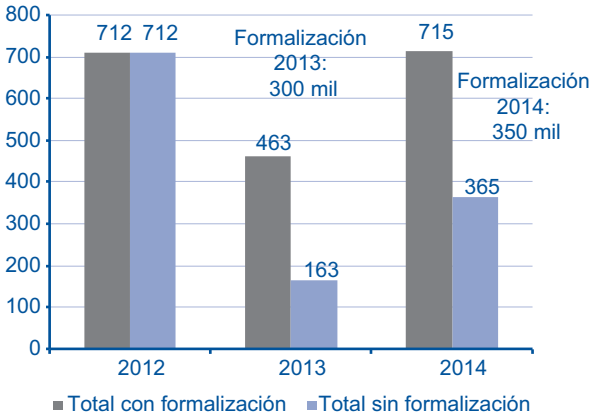
Aumento mensual acumulado del número total de trabajadores afiliados al IMSS (Número de personas)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.22

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



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Cabe mencionar que el incremento de poco más de 714 mil trabajadores registrados en el IMSS de 2014 fue mayor al realizado en 2013 (463 mil). Esto significa que en 2014 la creación de empleo formal medida por el número de trabajadores registrados en el IMSS fue 54.3% mayor a la de 2013. Es decir, en 2014 hubo un avance mucho mayor en la creación de empleo formal en la economía de lo que lo hubo en el año anterior, en particular en la última parte del año. Como se verá en la siguiente sección, el mejor desempeño de la creación de empleo formal en 2014 se debe en gran medida a que continuó el Programa de Formalización del Empleo en el IMSS.

3.1.3.2 Continuidad del Programa de Formalización del Empleo en el IMSS en 2014 y posibles efectos en 2015

Desde la segunda mitad de 2013 se empezó a llevar a cabo el Programa de Formalización del Empleo en el IMSS por parte de las autoridades. Este Programa consiste en hacer que una persona que cuente con un empleo y que no está registrada en el IMSS sea dada de alta en ese Instituto como trabajador afiliado. Cabe mencionar que las personas que laboran y cuyo trabajo se formalizó no representan la creación de nuevo empleo como consecuencia del mayor nivel de la actividad económica que se pueda observar en un momento dado, sino que representan al grupo de personas que dejan de participar en el sector informal de la economía para empezar a hacerlo en el sector formal.

En febrero de 2014 la Secretaría del Trabajo y Previsión Social (STPS) estimó que en ese año se formalizaron un total de 300 mil plazas laborales.[1] Además, en enero de 2015 la STPS señaló que entre 300 y 350 mil plazas de trabajo registradas en el IMSS durante 2014 fueron consecuencia del Programa de Formalización del Empleo.[2] Si se descuentan 300 y 350 mil puestos de trabajo que se formalizaron en 2013 y 2014, respectivamente, se tiene que el aumento en el número de trabajadores registrados en el IMSS en esos años propiciados por la expansión de la actividad económica fue de 163 mil y 365 mil (gráfica 3.22).

[1] Ver el artículo "Se formalizan 40 mil empleos en el Estado de México", publicado en El Financiero el 7 de febrero de 2014.
[2] Ver el artículo "Formalizan 350 mil trabajos en 2014" publicado en El Financiero el 11 de enero de 2015.

En la medida en que el PIB del país crezca a tasas mayores de las que lo hizo en 2013 (1.4%) y de lo que lo hizo en 2014 (2.1%), se podrá observa una mayor creación de empleo formal que sea producto del mayor nivel de actividad económica. De igual forma, el Programa de Formalización del Empleo ha sido exitoso en la formalización del empleo, por lo que de continuar su aplicación en 2015, la informalidad laboral podría limitar su aumento o incluso reducirse.

3.1.4 Finanzas públicas: mayor déficit en 2014 que en 2013

La situación de las finanzas públicas en 2014 se caracterizó porque la parte de ingresos totales del sector público registró una tasa de crecimiento real anual limitada de solo 0.8%. Esta situación de los ingresos totales del sector público se debió al comportamiento contrario que tuvieron sus principales partidas de ingresos: petroleros y no petroleros. Por lo que respecta a los primeros, se tiene que éstos se redujeron en 2014 en 7.5% en términos reales como consecuencia de la disminución de la plataforma de exportación de petróleo crudo y del menor precio del barril de petróleo crudo de exportación. Como se comentó en la sección 3.1.2.2, Exportaciones de mercancías, la situación del petróleo dentro del contexto del sector externo del país además de haber sido desfavorable en ese terreno (ver gráfica 3.14), también lo fue en el aspecto de los ingresos del sector público (cuadro 3.1).

Por otra parte, los ingresos no petroleros del sector público mostraron un mejor desempeño, y su tasa de crecimiento real anual fue de 4.9%. Esto se debió principalmente al crecimiento de los ingresos tributarios, los cuales se incrementaron en 11.3% como consecuencia de la reforma fiscal que empezó a operar en 2014. Cabe mencionar que en la medida en que no se revierta el deterioro que ha tenido la producción petrolera y su precio internacional, los ingresos del sector público podrían seguirse deteriorando en 2015 y 2016.

Cuadro 3.1

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

	Enero-Diciembre 2014		
	Monto	Var. % real	Estruc. %
Total	**3,983.4**	**0.8**	**100.0**
Petroleros	1,213.3	-7.5	30.5
No Petroleros	2,770.1	4.9	69.5
Gobierno Federal	2,888.1	2.7	72.5
Tributarios	1,807.8	11.3	45.4
No Tribuatrios	1,080.2	-9.0	27.1
Organismos y Empresas	1,095.3	-4.0	27.5

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Cuadro 3.2

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

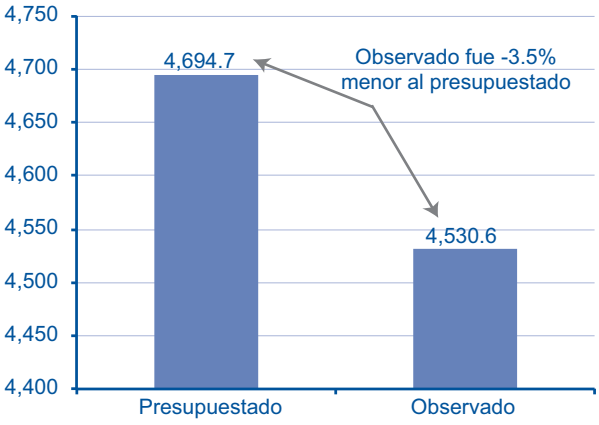
	Enero-Diciembre 2014		
	Monto	Var. % real	Estruc. %
Total	**4,530.6**	**4.2**	**100.0**
Gasto Programable	3,580.3	3.8	79.0
Gasto Corriente	2,682.9	5.7	59.2
Gasto de Capital	897.4	-1.5	19.8
Gasto No Programable	950.3	6.0	21.0
Participaciones a Estados	584.7	5.6	12.9
Costo Financiero	346.0	5.8	7.6
Adefas y otros	19.6	28.2	0.4

Adefas: Adeudos de ejercicios fiscales anteriores
Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Por lo que respecta al gasto total neto pagado del sector público, en 2014 éste reportó un crecimiento real anual de 4.2%, y una fuente importante de impulso que tuvo fue el gasto corriente (cuadro 3.2). En 2014 este último registró una tasa de crecimiento real anual de 5.7% en el rubro de gasto corriente, en tanto que la partida de gasto de capital mostró un crecimiento negativo de 1.5%. De prevalecer esta situación, el gasto del sector público se estaría canalizando hacia el aumento del consumo en detrimento de la inversión de este sector. Una situación de este tipo implica que el gasto del sector público no se enfoca hacia la expansión de la capacidad productiva de largo plazo del país, lo cual implica que éste no esté apoyando al proceso de crecimiento económico de largo plazo.

Gráfica 3.23

Gasto presupuestario del sector público en 2014: programado y observado (Miles de millones de pesos)



Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

Cuadro 3.3

Situación financiera del sector público en 2014 (Miles de millones de pesos)

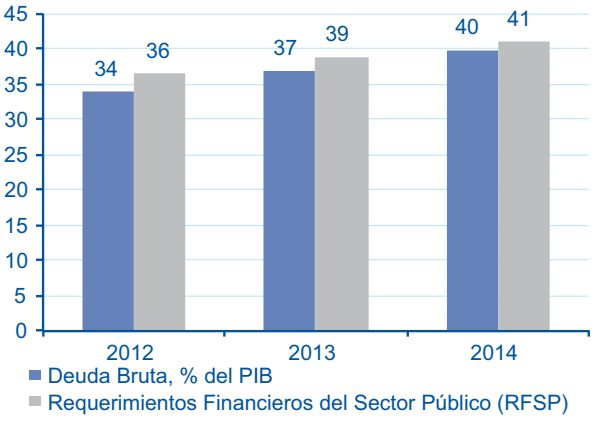
	2013	2014	Var. % real
Balance público	-374.2	-545.0	ns
Balance presupuestario	-377.9	-547.2	ns
Ingreso presupuestario	3,800.4	3,983.4	ns
Gasto neto presupuestario	4,178.3	4,530.6	ns
Gobierno Federal	-393.0	-491.0	ns
Organismos y empresas	15.1	-56.2	ns
Pemex	-35.7	-132.7	ns
Otras entidades	50.8	76.5	50.6
Entidades bajo control indirecto	3.7	2.2	-39.4
Balance primario	-60.2	-193.3	ns
Balance presupuestario	-63.4	-201.2	ns
Gobierno Federal	-122.7	-199.2	ns
Organismos y empresas	59.4	-2.0	ns
Pemex	-3.1	-90.0	ns
Otras entidades	62.4	87.9	40.8
Entidades bajo control indirecto	3.1	7.9	153.4

ns=no significativo
Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

Por otra parte, el déficit del balance del sector público de 2014 fue mayor al de 2013, y en términos absolutos aumentó 45.6%. Cabe mencionar que el déficit del balance público de 2014 por 545 mil millones de pesos (mmp) representa 3.0% del PIB nominal estimado para ese año (cuadro 3.3). Ahora bien, si se considera la totalidad de los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP)[3], el déficit se ampliaría a 678.3 mmp, con lo que los RFSP de 2014 como proporción del PIB de ese año aumentan a 3.7%.

Gráfica 3.24

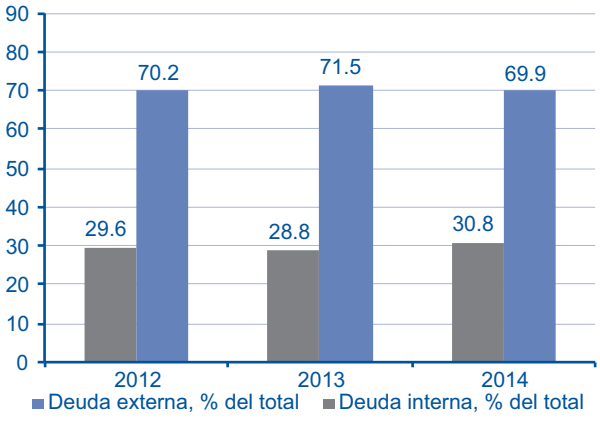
Deuda bruta total y Requerimientos Financieros del Sector Público (% del PIB)



Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Gráfica 3.25

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



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

En la medida en que en 2014 el sector público reportó un défcit significativo en sus cuentas, esto también se vio reflejado en el aumento de la proporción del saldo de la deuda bruta total del sector público o del saldo de los RFSP con respecto al PIB en ese año. De esta forma, de 2013 a 2014 la razón de deuda bruta total a PIB pasó de 37% a 40% del producto. Por su parte, la razón de los RFSP en ese periodo también aumentó y lo hizo al pasar de 39% en el primer año a 41% en el segundo (gráfica 3.24).

[3] Los RFSP incluyen además del balance tradicional del sector público, que en este caso es de 545 mmp, partidas como: 1) Requerimientos financieros por Pidiregas (+5.3 mmp); 2) Requerimientos financieros del IPAB (-13.2 mmp); 3) Adecuaciones a los registros presupuestarios (-124.8 mmp); 4) Requerimientos financieros del FONANDIN (-1.4 mmp); 5) Programa de deudores (-13.7 mmp); 6) Banca de desarrollo y fondos de fomento (+14.4 mmp).

Por otra parte, las expectativas de que perdure por un periodo prolongado la disminución del precio del barril de petróleo crudo que el país exporta, la cual ha llevado a que éste se haya cotizado en enero de 2015 a menos de 40 dólares, obligó a la SHCP a anunciar el 30 de enero de 2015 que realizará un recorte al gasto público aprobado para este año. El monto del recorte anunciado equivale a 0.7 puntos porcentuales del PIB esperado para 2015 (véase recuadro 1). Esta situación reducirá el impulso que el gasto público habría podido tener para la expansión de la actividad productiva del país en 2015, y posiblemente también en años posteriores si el precio del petróleo crudo de exportación no regresa a niveles en torno a 100 dólares el barril.

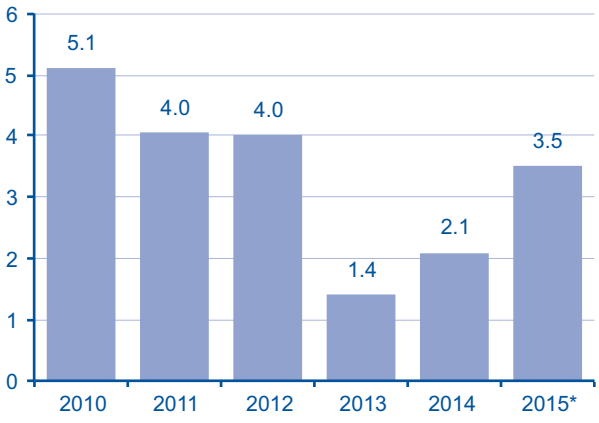
3.1.5 Perspectivas: la economía avanza en 2015

Estimamos un crecimiento económico para 2015 de 3.5% (véase la gráfica 3.26), sin embargo existen varios factores que podrían poner en riesgo la dinámica de la actividad económico. En primer lugar, se espera que en la medida que avancen los proyectos de infraestructura ya iniciados, éste uso eficiente y productivo del gasto público limite el efecto de la reducción en gasto, primordialmente corriente, anunciado. No obstante, hasta ahora los recursos públicos han tenido un efecto marginal sobre el crecimiento económico del país. En segundo lugar, la estimación depende en buena medida de la expectativa de aceleración del crecimiento de la economía de los Estados Unidos de 2.4% en 2014 a 2.9% en 2015 (véase la gráfica 3.27).

En los últimos meses se siguen reportando indicadores mixtos que generan cierta incertidumbre sobre el grado de aceleración en ese país. Por ejemplo, el crecimiento económico de EE.UU. en el cuarto trimestre fue de 0.65% t/t, ae, nivel inferior al 1.22% del trimestre anterior y menor al esperado por el mercado. Es más, aún cuando se materialice un crecimiento vigoroso en esa economía, en México tenemos el reto de aprovechar ese impulso, lo que podría resultar cada vez más difícil si consideramos que el mayor vínculo entre estas economías está en las manufacturas, las cuales han venido perdiendo peso en la generación del PIB de México en los últimos tres años. En tercer lugar, desde mediados de 2014 y en 2015 han caído los precios internacionales de la mezcla mexicana de petróleo y de la plataforma de producción, lo cual tiene un efecto negativo sobre las finanzas públicas del país y las cuentas externas, sobre todo de cara al 2016 cuando no se dispone de coberturas petroleras para compensar el gasto del país.

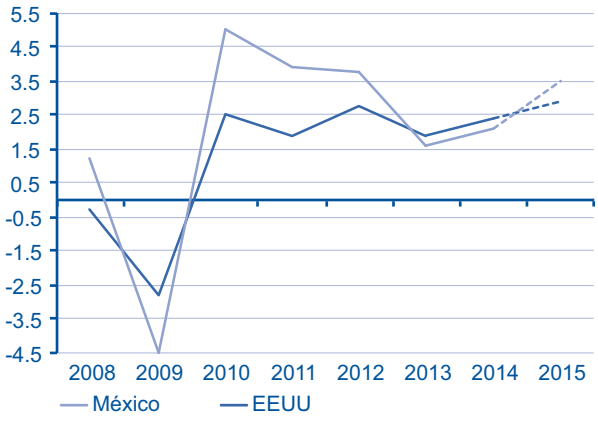
En conclusión, aún cuando la demanda externa impulsó el crecimiento económico del país en 2014 y se espera continúe haciéndolo en 2015, resulta impostergable fortalecer la demanda interna mediante el apoyo decidido y conjunto del gobierno y del sector privado. Esto requiere de la puesta en marcha de programas que fomenten la creación de empleo formal bien remunerado; el impulso a la inversión productiva y una mayor firmeza en el control del delito, mediante el fortalecimiento del estado de derecho, una mayor transparencia y la reducción de la corrupción y la impunidad.

Gráfica 3.26
Crecimiento anual del PIB de México, 2010-2015 (Var. % a/a)



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

Gráfica 3.27
PIB de México y los Estados Unidos, 2008-2015 (Var. % a/a, ae)



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

Recuadro 1: Anuncio de recorte al gasto del sector público en 2015

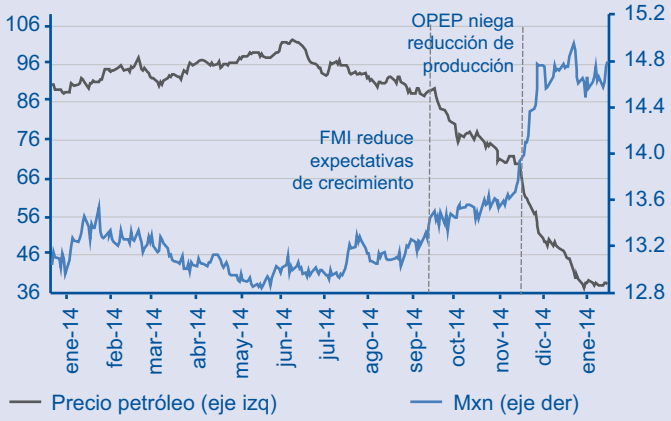
El 30 de enero de 2015 la Secretaria de Hacienda y Crédito Público (SHCP) anunció un recorte al gasto público por 124.3 mil millones de pesos (mmp) debido a menores ingresos esperados del sector público como resultado de la expectativa de un bajo precio internacional del petróleo por un periodo prolongado y con el fin de adoptar una posición precautoria para las finanzas públicas en 2016. Este recorte anunciado representa 2.6% del gasto neto total de la federación, lo que equivale a 0.7% del PIB. Pemex y CFE concentran el 58% del ajuste al gasto, lo cual equivale a un monto de 72 mmp. Los 52 mmp restantes serán ajustes en dependencias del Gobierno Federal, de los cuales 65% se realizará al gasto corriente y el restante 35% se efectuará en proyectos de inversión, entre los que destaca la cancelación del tren de pasajeros Transpeninsular y la suspensión del tren México-Querétaro.

Los ingresos petroleros representan alrededor de un tercio de los ingresos totales del sector público. En presencia de caídas en los precios del petróleo, los ingresos públicos se reducen. Sin embargo, coberturas financieras del precio del barril de petróleo contratadas para 2015, precios más altos de la gasolina que se vende en el país en relación al costo de importarla (50% de la gasolina que se consume en el país es importada y el precio es mayor en México que en EE.UU. en alrededor de 60%), la depreciación cambiaria que aumenta los ingresos en pesos de la exportación petrolera, y los recursos en el Fondo Petrolero permiten que se tengan recursos por un monto cercano al previsto en la Ley de Ingresos de 2015. No obstante, en 2016 en ausencia de coberturas sobre el precio del petróleo en caso que los precios de la mezcla mexicana no se recuperaran (i.e. 40 dólares por barril) estimamos que podría haber un faltante en ingresos públicos de entre 0.4% y 0.7% del PIB dependiendo de los recursos disponibles en ese momento en el Fondo Mexicano del Petróleo.[1]

Por otra parte, dado que el recorte al gasto se concentra en gasto corriente, y el gasto público ha tenido un efecto muy limitado sobre el crecimiento del producto, se estima que la medida anunciada tendría un efecto acotado en el crecimiento del PIB en 2015. No obstante, el impulso que se esperaba del gasto público para la actividad en el primer semestre pudiera verse comprometido si esta reducción al gasto no se compensa parcialmente con un avance relevante en las obras de infraestructura planeadas.

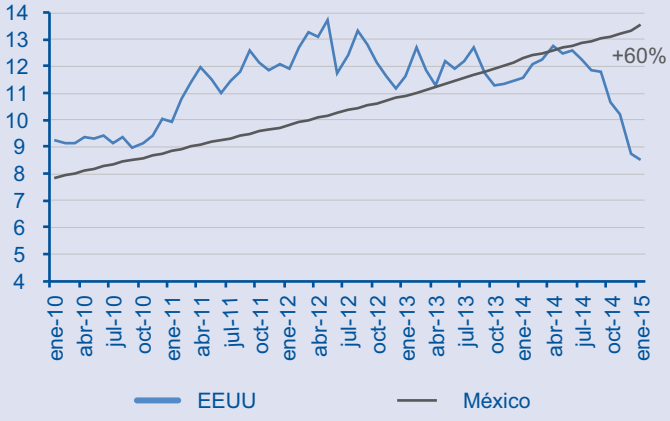
De mantenerse en 2015 un monto de recaudación cercano al previsto en la Ley de Ingresos y un crecimiento del PIB en torno a 3.5%, el recorte al gasto implicaría que los requerimientos financieros del sector público en 2015 podrían situarse en torno a 3.3% del PIB en lugar del 4.0% estimado

Gráfica 3.28
Precio del petróleo y peso mexicano (dólares por barril y pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research, con datos de Bloomberg.

Gráfica 3.29
Precio de la gasolina de bajo octanaje (Pesos)



Fuente: BBVA Research, con datos de Bloomberg.

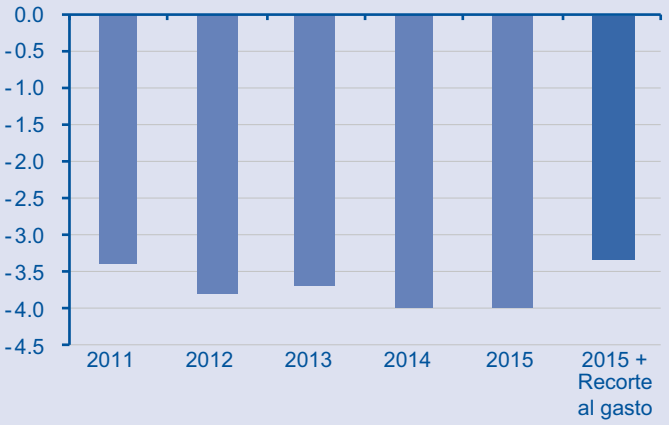
[1] Para más detalles sobre la estimación de cambios en los ingresos públicos resultado de una caída en el precio del petróleo ver la publicación "Se anuncia recorte al gasto del sector público de 0.7% del PIB" disponible en http://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2015/01/150130_FlashMexico_GastoPublico.pdf

previamente, lo que contribuiría a que la deuda pública creciera a un menor ritmo. No obstante, existen riesgos adicionales sobre los ingresos públicos, como son la posibilidad de mayores tasas de interés, pero en particular una menor plataforma de producción petrolera, la cual en los últimos seis meses se ha situado por debajo del nivel considerado en el cálculo de la Ley de Ingresos 2015 de 2,400 miles de barriles diarios.

El recorte al gasto público representa una medida positiva en aras de reducir los riesgos fiscales para 2015 y 2016, procurando así la estabilidad macroeconómica y mitigando la posibilidad de tener que hacer una reducción drástica del gasto público en 2016. A fin de mantener la estabilidad y solidez fiscal de mediano plazo, es importante que se reduzca el déficit público en los siguientes años de tal manera que la deuda pública deje de crecer a ritmos elevados.

Gráfica 3.30

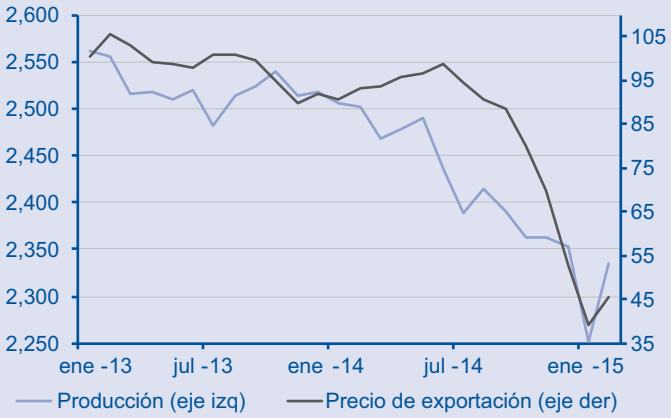
Requerimientos Financieros del Sector Público (% del PIB)



Fuente: BBVA Research, con datos de SHCP.

Gráfica 3.31

Producción petrolera en México y su precio internacional (Miles de barriles diarios y dólares por barril)



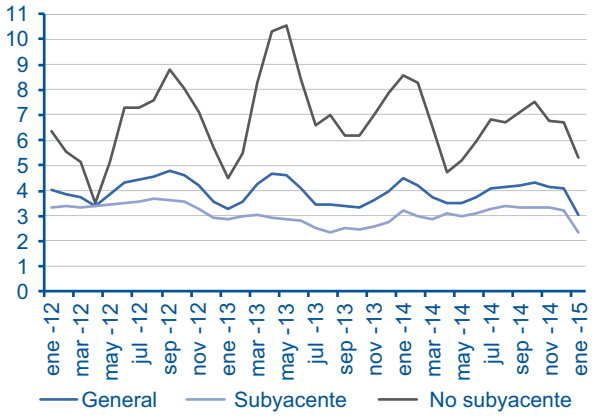
Fuente: BBVA Research, con datos de INEGI, Pemex y Bloomberg.

3.2 Inflación: como se anticipaba, hubo una disminución sustancial en enero y ausencia de presiones de demanda sobre los precios

A finales de 2014, como se anticipaba, la inflación general anual inició una trayectoria a la baja después de haber presentado una tendencia alcista entre junio y octubre (véase gráfica 3.32) 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) un importante incremento en los precios de la carne de res y de cerdo, como consecuencia de choques de oferta sobre estos productos. De esta manera, la inflación general anual disminuyó de 4.30% en octubre a 4.08% en diciembre. No obstante, la inflación general anual promedio aumentó ligeramente de 4.15% en el tercer trimestre de 2014 a 4.18% en el cuarto. La caída de la inflación general habría sido aún mayor en los últimos dos meses de 2014, como habíamos anticipado, si no hubiera sido por el fuerte aumento observado en los precios agropecuarios.

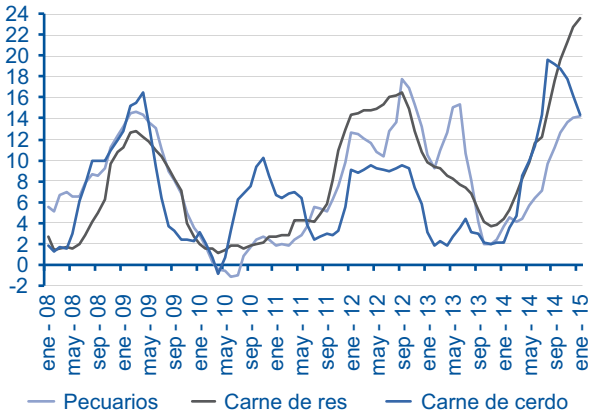
La inflación anual del subíndice no subyacente, que contiene los productos agropecuarios y la energía y tarifas públicas, aumentó de 6.89% a 6.99% en promedio entre el tercer y cuarto trimestre. El repunte estuvo asociado al aumento en la inflación anual de los precios de los productos agropecuarios –que pasó de 6.52% en el tercer trimestre a 8.04% en el cuarto–, principalmente como consecuencia del repunte de los precios pecuarios que casi duplicó su inflación anual entre julio y diciembre al aumentar de 7.14% a 14.03%. Dos factores explican esta tendencia alcista. Por un lado, no se repitió en 2014 el favorable comportamiento de los subíndices de precios de frutas y verduras y precios pecuarios que se observó en el tercer trimestre de 2013, y por el otro, condiciones adversas de oferta en EE.UU. provocaron aumentos importantes en los precios de la carne de res y de cerdo (véase gráfica 3.33), si bien los precios de la segunda se desaceleraron en el cuarto trimestre. El aumento de los precios agropecuarios fue contrarrestado parcialmente por la disminución del subíndice de precios energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno cuya tasa anual promedio disminuyó de 7.11% a 6.36% entre el tercer y cuarto trimestre, y registró un descenso adicional en diciembre cuando se ubicó en 5.55%.

Gráfica 3.32
Inflación y componentes
Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.33
Inflación de precios pecuarios
Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Por su parte, a pesar los aumentos de impuestos de enero de 2014, la inflación subyacente se mantuvo cerca de 3.0% durante la mayor parte del año. La tasa anual aumentó en la segunda mitad de 2014 pero se mantuvo baja y sin ninguna señal de presiones de demanda sobre los precios. La inflación subyacente anual promedio aumentó de 3.05% en el primer semestre de 2014 a 3.31% en el segundo, ubicándose en 3.24% al cierre del año. Este comportamiento estuvo principalmente asociado al aumento en el subíndice de mercancías cuya tasa de inflación anual repuntó de 3.00% en el primer semestre de 2014 a 3.52% en el segundo, 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 4.73% en el primer semestre a 5.34% en el segundo, y se ubicó en 5.31% en diciembre. Por su parte, la inflación anual promedio de las mercancías no alimenticias también aumentó pero se mantuvo baja, subiendo de 1.62% a 2.05% entre el primer y segundo semestre, y se ubicó en 2.04% en diciembre. La inflación anual promedio del subíndice de servicios se mantuvo prácticamente sin cambios entre el primer y segundo semestre de 2014 al subir ligeramente de 3.09% a 3.14%. El componente de servicios distintos a educación y vivienda explica el repunte, si bien retomó una trayectoria a la baja en el cuarto trimestre. Entre el segundo y tercer trimestre, la inflación anual promedio de este subíndice se incrementó de 3.54% a 4.06%, descendiendo a 3.72% en el cuarto. El incremento respondió principalmente a mayores precios de transporte aéreo, mientras que la reducción observada en el cuarto trimestre estuvo asociada a menores precios de los servicios de telefonía móvil por la introducción de promociones y nuevos planes de renta mensual.

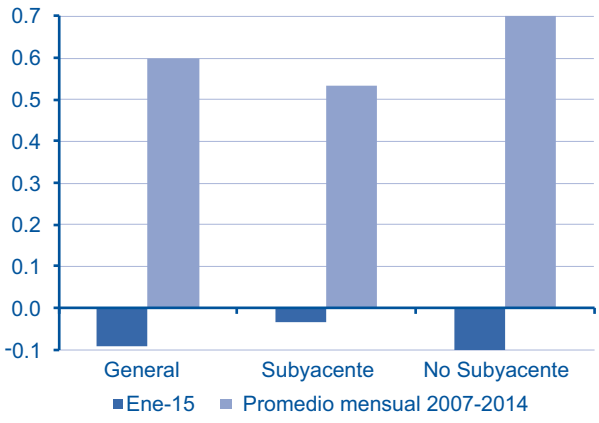
En enero de 2015, como se anticipaba ampliamente por el consenso de los analistas, la inflación anual disminuyó sensiblemente e incluso descendió más de lo que se había previsto. La inflación general anual descendió de 4.08% en diciembre a 3.07% en enero, mientras que la inflación subyacente anual disminuyó de 3.24% en diciembre a 2.34% en enero. Lo anterior es reflejo principalmente de la dilución del efecto del aumento de impuestos de 2014 sobre la inflación de distintas mercancías y el fuerte descenso en el subíndice de precios de los servicios como consecuencia de los menores precios en los servicios de telecomunicaciones tras entrar en vigor la eliminación del cobro de larga distancia nacional, pero también tras verse los primeros efectos positivos para los consumidores derivados de la mayor competencia al aprobarse en la reforma de telecomunicaciones el cambio de operador en 24 horas, conservando el mismo número. Así, la inflación anual del subíndice de mercancías disminuyó de 3.50% en diciembre a 2.43% en enero, mientras que la del subíndice de servicios bajó de 3.03% a 2.26% en ese mismo periodo. Estos efectos estaban previstos, si bien el descenso en los precios de los servicios de las telecomunicaciones fue más intenso a lo anticipado, quizás en gran medida porque esperábamos que los beneficios de la competencia se dieran de forma más gradual durante el año. Aunado a lo anterior, la inflación general en enero descendió 0.09% en términos mensuales, una deflación atípica en términos estacionales (véase gráfica 3.34). Esta sorpresa estuvo también asociada a una fuerte disminución en el subíndice de precios agrícolas (-5.33% mensual) y al subíndice de precios energéticos que sorpresivamente disminuyó (-0.23% mensual) por bajas en las tarifas eléctricas y el gas natural, y aumentos menores a los anticipados en los precios de las gasolinas, explicados por menores aumentos a los anunciados para este año en gran parte del país y descensos en los precios en la frontera debido a que los precios de la gasolina en EE.UU. se ubican en poco más de la mitad que los que prevalecen en México actualmente.

Perspectivas para la inflación: anticipamos que la inflación general se mantendrá cerca de 3.0% durante todo el año y que la subyacente permanecerá por debajo de ese nivel durante todo 2015

Considerando que los factores que explicaron la tendencia alcista de la inflación hasta octubre de 2014 fueron choques de oferta (i.e. los cambios fiscales de 2014 y cambios en precios relativos principalmente de productos pecuarios) que no han tenido efectos de segundo orden en la formación de precios, nuestras perspectivas para la inflación durante 2015 siguen siendo favorables. Considerando un efecto favorable de la reforma de telecomunicaciones más rápido al previsto por la mayor competencia, el incremento menor al esperado en los precios de los energéticos, que no haya signos de traspaso de la depreciación del peso a la inflación (por la elevada holgura en la economía; se prevé que la brecha del producto se mantenga negativa durante todo 2015), así como la ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda, anticipamos que la inflación anual se mantendrá cerca de 3.0% durante todo el año.

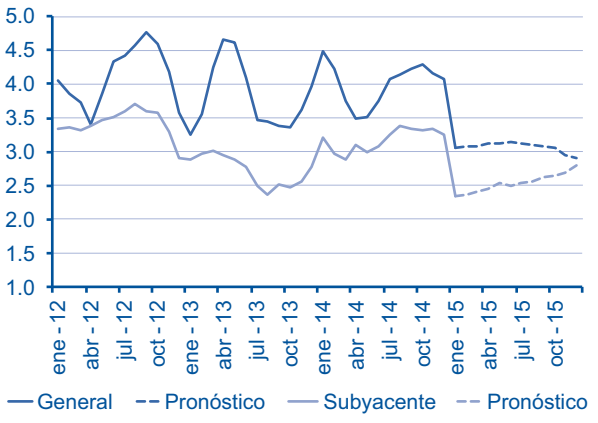
En términos cualitativos, nuestro escenario de inflación no cambia. Sin embargo, en términos cuantitativos la sorpresa positiva de enero, y más allá de la sorpresa numérica, el hecho de que buena parte de ésta representa cambios permanentes durante el año –i.e. la caída más acusada de la anticipada en los precios de los servicios de telecomunicaciones y el menor incremento al previsto en los precios de los energéticos– nos llevan a revisar a la baja nuestras previsiones para la inflación general al cierre de 2015 de 3.2% a 2.9% y de 3.0% a 2.8% para la inflación subyacente. Además, ahora prevemos que la inflación general se mantendrá cerca del objetivo del banco central de 3.0% durante todo el año y que la inflación subyacente permanecerá por debajo de 3.0% a lo largo de 2015.

Gráfica 3.34
Inflación y componentes
Var. % mensual



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.35
Perspectivas de inflación
Var. % anual



Fuente: BBVA Research

Otro elemento a destacar es que el menor aumento de los precios energéticos no sólo propiciará una menor inflación a partir de este año 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% de forma permanente 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.

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. Anticipamos que en promedio se ubicará en 2.54% durante el año, aunque podría experimentar una gradual tendencia alcista en la segunda mitad del año de consolidarse la recuperación de la economía.

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 en la economía que aumente la brecha del producto en lugar de reducirla, y la posibilidad de disminuciones adicionales en los servicios de telefonía móvil si los cambios de la reforma de telecomunicaciones le dan un mayor impulso a la competencia en el sector. Por su parte, los riesgos al alza provendrían del tipo de cambio en caso de consolidarse su nivel actual o registra una depreciación mayor (si bien nuestro traspaso estimado es bajo), y de un posible incremento al salario mínimo. Sin embargo, el efecto de este último debiera ser transitorio y similar al de otro choque de oferta como fueron las modificaciones fiscales del año pasado. Esto considerando que el aumento está acotado al universo de trabajadores que ganan el salario mínimo, no será una política recurrente, y los agentes económicos lo perciben como tal.

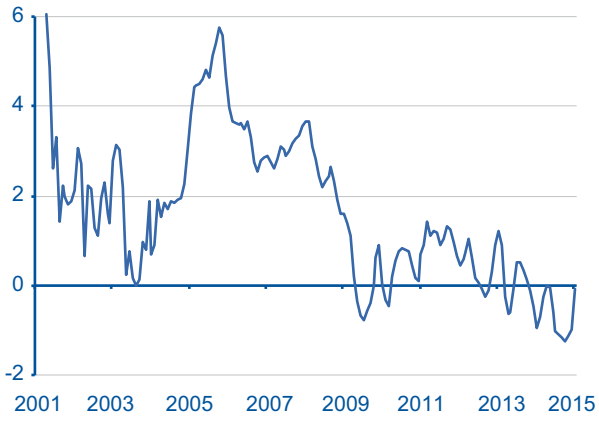
3.3 Se avecina el inicio del ciclo de subidas ante el mayor peso de la postura monetaria relativa de Banxico con respecto a Estados Unidos

Después de mantener condiciones monetarias acomodaticias durante los últimos seis años las probabilidades de que durante el 2015 se observe un incremento en la tasa de política monetaria en México son elevadas. Lo anterior con base en dos factores. Primero, el inicio del ciclo de normalización monetaria de la Reserva Federal (FED). La economía norteamericana dio muestras claras de recuperación en 2014 cuando creció a una tasa de 2.4%, su mejor desempeño económico desde 2010, acompañado de la creación de más de tres millones de empleos, lo que a su vez llevó la tasa de desempleo a 5.6%, su menor nivel desde 2008. Estos datos aunados a las buenas expectativas de crecimiento para este año, han generado un cambio en la comunicación de la FED, que aunque ha reiterado que será paciente para iniciar con el ciclo de normalización monetaria, apunta a que hacia la segunda mitad del año se podría ver la primer alza en la tasa de fondos federales desde 2006.

Ante este entorno de expectativas de mayores tasas de interés y tomando en cuenta la caída de los precios del petróleo, Banxico se ha mostrado preocupado por las posibles presiones sobre el tipo de cambio real, la inflación, y las tasas de interés. En consecuencia ha señalado el importante papel de la política monetaria para anclar las expectativas y evitar movimientos desordenados en la curva de rendimientos. En particular la minuta de la reunión de política monetaria de diciembre se mencionó que si el incremento de las tasas reales de corto plazo, resultado de la caída de la inflación (véase gráfica 3.36), no fuese suficiente para reducir las mencionadas presiones que se pudiesen enfrentar, habría que considerar un cambio en la tasa de referencia. Aunado a ello, el gobernador del banco central declaró recientemente que ante un incremento fuerte de las tasas de interés de EE.UU. hay una alta probabilidad de que las tasas de interés domésticas deban incrementarse. En suma, aun cuando la inflación se ha reducido a niveles cercanos al objetivo (3.08% anual en enero), Banxico se muestra cauteloso y deja ver que no dudará en tomar medidas para consolidar la tendencia hacia el objetivo de inflación de 3.0%. Sobre todo, dados los riesgos sobre la inflación que supone un entorno de volatilidad financiera como el que se observa actualmente.

Gráfica 3.36

Tasa de interés real de corto plazo (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico e INEGI.

Gráfica 3.37

Rendimiento en contratos *swaps* de tasa de interés a 1 año

Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Segundo, las expectativas de crecimiento económico para este y los próximos años. Si bien las perspectivas de la actividad económica no son lo suficientemente robustas para generar presiones de demanda sobre los precios en los próximos trimestres, sí generarían una reducción paulatina de la holgura en la economía. De hecho, si se consideran crecimientos esperados de más de 3.0% para los próximos dos años, la brecha del producto podría cerrarse hacia finales de 2016, lo cual podría justificar una reducción del grado de laxitud monetaria. En otras palabras, la

recuperación de la economía permitiría un desvanecimiento gradual del estímulo monetario, lo cual distaría de ser un endurecimiento de la postura del banco central. De esta manera, Banxico también estaría entrando en un ciclo de alzas considerando la mejora paulatina de la actividad económica y la convergencia al objetivo de inflación.

En conclusión, consideramos que las condiciones monetarias relativas respecto a EE.UU. tendrán mayor relevancia para la política monetaria en México durante este año. No obstante, la convergencia al objetivo de inflación de 3.0% y el grado de holgura de la economía pesarán decididamente sobre el inicio y la velocidad del ciclo de normalización. En consecuencia, dadas nuestras perspectivas de crecimiento del PIB por encima de 3.0% para 2015 con una inflación de fin de periodo de alrededor de 3.0% mantenemos nuestra expectativa de un alza en la tasa de política monetaria durante el tercer trimestre de 2015.

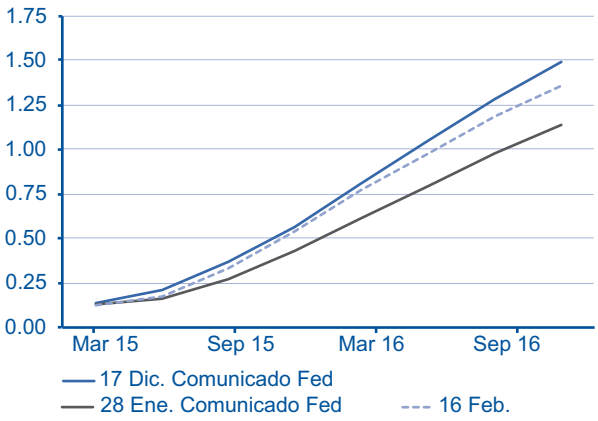
3.4 La incertidumbre sobre la fecha de la primera alza de la tasa de fondos federales y los riesgos geopolíticos exacerban la volatilidad del tipo de cambio

Durante los dos primeros meses del año la volatilidad y la cotización del tipo de cambio se han incrementado a tal nivel que el dólar ha llegado a cotizar por encima de los 15 pesos por dólar por primera vez desde marzo de 2009. A un contexto económico de menor crecimiento global, con excepción de EE.UU., y de la caída en los precios del petróleo, se han añadido dos nuevos factores de incertidumbre, lo que ha pesado en los mercados financieros en México. El primero de estos factores es la expectativa de un inicio anticipado del ciclo de normalización de la Reserva Federal (FED). El aumento de 257 mil empleos de la nómina no agrícola de enero, así como el alza de los salarios en aquel país generaron que el mercado adelantara su expectativa de la primera alza de la tasa de fondos federales hacia el verano de este año (véase gráfica 3.38).

Aunado a lo anterior, los comentarios de algunos miembros del Comité de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) en el sentido de que los indicadores de actividad y empleo señalan un alza de la tasa antes de lo anticipado, han reforzado la idea de que podría ser durante el verano cuando podríamos ver el primer movimiento de la FED. Este adelanto de expectativas se ha reflejado nuevamente en una correlación negativa entre los datos económicos de EE.UU. por encima de lo esperado y la cotización del tipo de cambio, esto dado el mayor rendimiento ajustado por riesgo esperado que tendrían los instrumentos norteamericanos. De hecho, el día que se dio a conocer el dato de empleo del mes de enero, el tipo de cambio se depreció 1.22%. Cabe destacar que este comportamiento ya se había presentado durante el 2014 ante la reducción paulatina del programa de compra de activos de la FED, no obstante se disipó una vez que el mercado adoptó la expectativa de que el ritmo de crecimiento de la economía norteamericana podía sostenerse aún en un entorno de alza gradual de las tasas de interés.

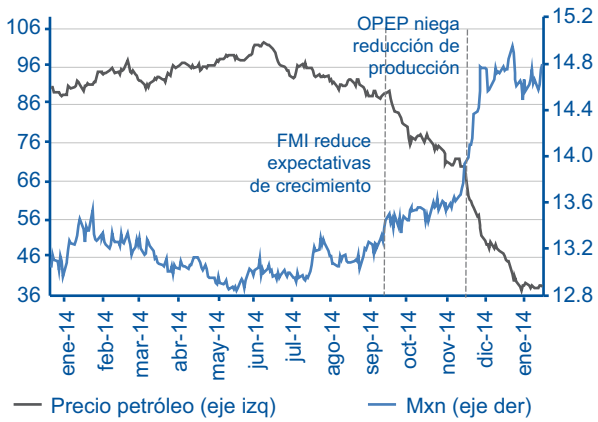
El segundo factor que ha exacerbado la depreciación del peso lo componen las dudas sobre las negociaciones de un nuevo paquete de rescate a Grecia y los riesgos geopolíticos. La reducida aversión al riesgo que había prevalecido en los mercados durante casi toda la segunda parte de 2014 llegó a su fin a finales de diciembre cuando se vislumbró la inminente victoria en las elecciones griegas de un partido de izquierda que proponía una renegociación de la deuda y la terminación de las medidas de austeridad fiscal en ese país. Esta expectativa se materializó a finales de enero y desde entonces la ausencia de acuerdos entre las autoridades de la Unión Europea y el gobierno griego entorno a un relajamiento de las medidas de austeridad impuestas han influido en alzas intermitentes de la aversión al riesgo. Vale la pena tomar en cuenta que estas alzas distan mucho de lo observado en 2011 cuando se puso en duda la continuidad de Grecia en el área del Euro, escenario que al momento parecen descartar los mercados. Adicionalmente a la situación en Grecia, el conflicto en Ucrania está lejos de resolverse, lo que ha contribuido a la aversión global al riesgo durante algunos días.

Gráfica 3.38
Futuros de la tasa de fondos federales a un mes (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.39
Tipo de cambio y precio del petróleo (pesos por dólar, dólares por barril)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

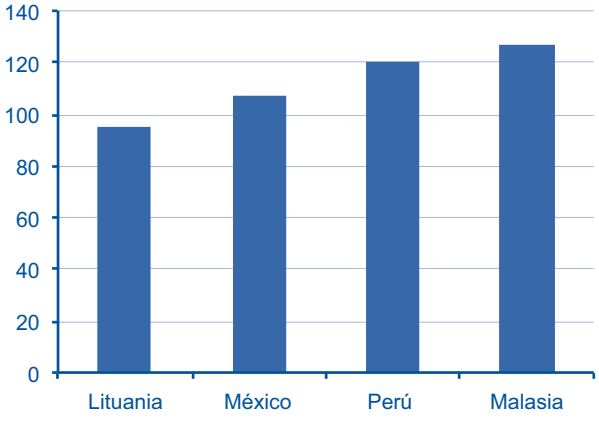
Como se ha mencionado, estos dos factores han exacerbado la depreciación cambiaria, sin embargo, el principal factor detrás de la caída del peso desde noviembre sigue presente. Esto es, la incertidumbre en cuanto a la duración y la magnitud de la caída de los precios del petróleo no se ha disipado al igual que la alta correlación que presenta el peso con ella. Si bien los precios del energético se han estabilizado en torno a los USD 50 por barril de la zona de Texas (i.e. West Texas Intermediate - WTI), el mercado reacciona de manera significativa a cualquier anuncio de la OPEP o a los datos de inventarios de petróleo de los EE.UU. Y es que a pesar de que los bajos precios han generado el recorte de gasto en inversión por parte de las compañías petroleras, aun no está claro si esto será suficiente para eliminar pronto el exceso de oferta que se estima en alrededor de dos millones de barriles diarios, ante la negativa de la OPEP de reducir su producción.

La ausencia de un movimiento abrupto y sostenido de la aversión al riesgo ha hecho que otras variables financieras presenten un comportamiento distinto respecto a otros episodios de depreciación cambiaria. En el mercado de tasas gubernamentales ha influido la caída en la inflación, pero sobre todo ha dominado la tendencia decreciente de los bonos del Tesoro de EE.UU. hasta fines de enero de este año. De hecho, solo durante la primera mitad de diciembre de 2014 (cuando el rendimiento del bono M a 10 años (M10) alcanzó 6.17%), los cambios en las tasas de interés de largo plazo de México se desasociaron de los movimientos de sus similares en EE.UU. cuando las presiones sobre el peso se intensificaron. No obstante, a partir de la segunda mitad de diciembre la alta correlación entre los movimientos de las tasas de interés de largo plazo de ambos países se retomó y se ha mantenido hasta ahora, incluso en un contexto de elevada incertidumbre ante los políticas que podría tomar Grecia. Así, las tasas de interés tuvieron una tendencia descendente durante enero y a fines de ese mes la de la Nota del Tesoro de EE.UU. a 10 años disminuyó a 1.64% (frente a 2.17% al cierre de 2014) mientras que la del bono M10 descendió a 5.23% (frente a 5.83% a fines de diciembre de 2014). (Véase la gráfica 3.41).

Desde principios de febrero, tras conocerse el reporte de la nómina no agrícola de enero de EE.UU. que no solo arrojaba la aceleración en el ritmo de creación de empleo, sino que además mostraba alzas de salarios, los mercados adelantaron su expectativa respecto a la fecha de la primera alza de la tasa de fondos federales a junio de este año. Con base en lo anterior, las tasas de interés de largo plazo mostraron un punto de inflexión e iniciaron una tendencia alcista que ha continuado durante la primera quincena de febrero. Esto en parte está apoyado por los discursos de algunos miembros del FOMC que van en la misma dirección que el movimiento de las expectativas del mercado en cuanto al próximo inicio del ciclo de normalización monetaria en EE.UU. Con ello, la tasa de interés de la Nota del Tesoro a 10 años aumentó a 2.05% (frente a 1.64% al cierre de enero), mientras que la del bono M10 subió a 5.69% (frente a 5.23% a fines de enero). No obstante, las tasas de interés de largo plazo se mantienen bajas si las comparamos con las tasas promedio durante 2014 (2.53% para la Nota del Tesoro a 10 años y 6.01% para el bono M10).

Gráfica 3.40

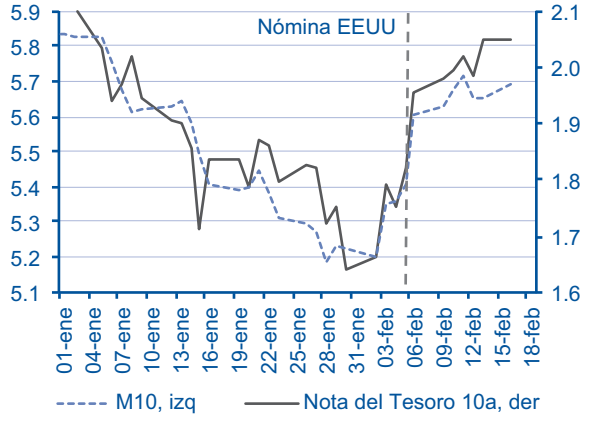
Derivados de incumplimiento crediticio soberano (puntos base, datos al 13 de febrero de 2015)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.41

Rendimientos de bonos gubernamentales a 10 años de México y EE.UU. (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Este comportamiento de las tasas de interés está en línea con lo acontecido en materia de flujos al mercado de renta fija nacional. La tenencia de bonos M de México por parte de extranjeros se incrementó en más de USD 4,600 millones durante el mes de enero de 2015, ligeramente por debajo de los casi USD 5,500 millones de diciembre, que hicieron del 2014 el segundo mejor año en materia de flujos extranjeros de los últimos cinco años. En lo que toca a los CETES en los meses de diciembre y enero se registró una caída en la tenencia de extranjeros de poco más de USD 1,050 millones en promedio, cifra menor que las reducciones promedio registradas durante 2014 y explicadas en parte por los incrementos de la aversión al riesgo.

En materia de riesgo soberano, el derivado de incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés), registró un alza de 20 puntos base de noviembre a la fecha, lo que lo sitúa actualmente en 107 puntos base, por debajo aun de la mayoría de los países con una calificación crediticia similar (gráfica 3.41). Cabe destacar que esta variable no mostró un cambio significativo ante el anuncio del recorte al gasto gubernamental, aunque sí observó un aumento en los días con mayores caídas de los precios del petróleo. Por último, en los mercados accionarios en lo que va del año se ha revertido parcialmente la diferenciación positiva hacia los índices norteamericanos. El S&P500 ha avanzado 1.85% mientras que el *MSCI World Index* excluyendo a EE.UU., el cual es un índice de referencia del comportamiento de los mercados accionarios a nivel global, registró un alza de 3.03%. En el mismo sentido el índice de referencia para los mercados emergentes avanzó 3.13%, aunque el IPyC mantiene un crecimiento negativo de 0.17% en lo que va del año.

Hacia adelante esperamos que los datos macroeconómicos de EE.UU. y la comunicación de la FED estén en el centro de la atención de los mercados ante la cercanía del inicio del proceso de normalización monetaria. Esto intensificará la volatilidad de por sí ya elevada ante la incertidumbre en el mercado petrolero. En concreto, en materia cambiaria esperamos que una vez que la economía muestre signos claros de mejora, haya claridad sobre el patrón de alza de la tasa de fondos federales, y en ausencia de caídas adicionales en el precio del petróleo, el peso podría apreciarse hacia niveles alrededor de 14 pesos por dólar al finalizar el año. En lo que toca a las tasas de interés de la deuda gubernamental, el escenario más probable sigue siendo uno de aumento gradual, sujeto a las expectativas de los mercados sobre el inicio de la normalización monetaria en EE.UU. y el ritmo de aumento previsto para el próximo ciclo alcista de las tasas monetarias tanto en México como en EE.UU. Para fin de año anticipamos que el rendimiento de la Nota del Tesoro a 10 años se ubicará en 2.6% mientras que el del bono M10 aumentará a 6.1%.

4. Previsiones

Cuadro 4.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2.3	2.2	**2.4**	**2.9**	**2.8**
UEM	-0.7	-0.4	**0.8**	**1.3**	**2.2**
Alemania	0.6	0.2	**1.5**	**1.4**	**2.2**
Francia	0.4	0.4	**0.4**	**1.0**	**1.8**
Italia	-2.3	-1.9	**-0.4**	**0.6**	**1.3**
España	-2.1	-1.2	**1.4**	**2.7**	**2.7**
Reino Unido	0.7	1.7	**2.6**	**2.8**	**2.5**
América Latina *	2.5	2.5	**0.8**	**1.5**	**2.4**
México	3.8	1.7	**2.1**	**3.5**	**3.4**
Brasil	1.0	2.5	**0.1**	**0.6**	**1.8**
EAGLES **	5.5	5.4	**5.1**	**5.0**	**5.2**
Turquía	2.1	4.1	**2.5**	**3.7**	**4.5**
Asia-Pacífico	5.5	5.4	**5.4**	**5.5**	**5.4**
Japón	1.5	1.5	**0.7**	**1.3**	**1.2**
China	7.7	7.7	**7.4**	**7.0**	**6.6**
Asia (exc. China)	3.9	3.7	**3.7**	**4.3**	**4.4**
Mundo	3.3	3.2	**3.3**	**3.6**	**3.8**

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela
** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwán, Turquía
Fecha cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015
Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2.1	1.5	**1.6**	**0.6**	**2.0**
UEM	2.5	1.4	**0.4**	**0.1**	**1.0**
Alemania	2.1	1.6	**0.8**	**0.3**	**1.1**
Francia	2.2	1.0	**0.6**	**0.1**	**0.9**
Italia	3.3	1.3	**0.2**	**-0.2**	**0.6**
España	2.4	1.4	**-0.2**	**-0.4**	**1.4**
Reino Unido	2.8	2.6	**1.5**	**0.4**	**1.5**
América Latina *	7.8	9.3	**12.7**	**13.7**	**14.0**
México	4.2	3.8	**4.0**	**3.0**	**3.6**
Brasil	5.4	6.2	**6.3**	**6.7**	**5.7**
EAGLES **	5.0	5.3	**4.6**	**4.3**	**4.1**
Turquía	8.7	7.5	**8.8**	**6.4**	**6.6**
Asia-Pacífico	3.7	4.0	**3.5**	**3.2**	**3.3**
Japón	-0.1	1.6	**3.0**	**1.3**	**1.6**
China	2.7	2.6	**2.1**	**2.2**	**2.5**
Asia (exc. China)	4.5	5.1	**4.5**	**4.0**	**4.0**
Mundo	4.4	4.2	**4.1**	**4.0**	**4.2**

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela
** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwán, Turquía
Fecha cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015
Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.3
Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2013	2014	2015	2016	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
Indicadores Macroeconómicos												
PIB (variación % real)	2.2	**2.4**	**2.9**	**2.8**	-2.1	4.6	5.0	**2.6**	**2.6**	**1.4**	**3.2**	**3.0**
Consumo personal (var. % real)	2.4	**2.5**	**2.8**	**2.6**	1.2	2.5	3.2	**4.3**	**2.0**	**2.5**	**2.6**	**2.4**
Consumo gobierno (var. % real)	-2.0	**-0.2**	**0.4**	**-0.2**	-0.8	1.7	4.4	**-2.2**	**0.2**	**0.2**	**0.2**	**0.2**
Inversión fija bruta (var. % real)	4.7	**5.2**	**5.5**	**5.8**	0.2	9.5	7.7	**2.3**	**5.7**	**5.1**	**5.9**	**6.5**
Construcción	3.4	**4.6**	**5.3**	**4.2**	4.7	5.5	8.8	**7.2**	**4.1**	**3.6**	**4.5**	**4.9**
Producción industrial (var. % real anual)	2.9	**4.2**	**4.8**	**4.3**	3.3	4.2	4.6	**4.8**	**4.9**	**4.5**	**5.1**	**4.7**
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.5	**-2.6**	**-3.0**	**-3.0**	-2.6	-2.4	-2.4	**-2.6**	**-2.8**	**-2.8**	**-2.9**	**-3.0**
Inflación anual (fin de periodo)	1.5	**0.8**	**1.8**	**2.1**	1.5	2.1	1.7	**0.8**	**0.5**	**0.1**	**0.7**	**1.8**
Inflación anual (promedio de periodo)	1.5	**1.6**	**0.6**	**2.0**	1.4	2.1	1.8	**1.2**	**0.5**	**0.2**	**0.5**	**1.3**
Balance fiscal primario (% del PIB)	-4.1	**-2.9**	**-2.7**	**-2.6**				**-2.9**				**-2.7**

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

Cuadro 4.4
Indicadores y Pronósticos México

	2013	2014	2015	2016	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
Actividad Económica												
PIB (series desestacionalizadas)												
Variación % real anual	1.7	2.1	**3.5**	**3.4**	0.9	2.8	2.2	2.6	**3.4**	**3.3**	**3.6**	**3.8**
Por habitante en dólares	10,630	10,627	**10,720**	**11,009**	10,506	10,939	10,827	10,468	**10,311**	**10,633**	**10,670**	**11,168**
Miles de millones de dólares	1,255.6	1,272.0	**1,297.0**	**1,467.0**	1,257.7	1,309.6	1,296.2	1,253.2	**1,247.7**	**1,286.7**	**1,291.2**	**1,351.3**
Inflación (%, prom.)												
General	3.8	4.0	**3.0**	**3.6**	4.2	3.6	4.1	4.2	**3.0**	**3.1**	**3.1**	**3.0**
Subyacente	2.7	3.2	**2.5**	**3.3**	3.0	3.1	3.3	3.3	**2.3**	**2.5**	**2.6**	**2.7**
Mercados Financieros (%, fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	3.5	3.0	**3.5**	**4.5**	3.5	3.3	3.0	3.0	**3.0**	**3.0**	**3.3**	**3.5**
Cetes 28 días	3.2	3.0	**3.5**	**4.8**	3.2	3.1	2.8	2.9	**2.9**	**3.0**	**3.3**	**3.6**
TIIE 28 días	3.8	3.4	**3.9**	**4.9**	3.8	3.6	3.3	3.3	**3.4**	**3.4**	**3.5**	**3.7**
Bono 10 años (%, prom.)	5.7	6.1	**5.8**	**6.4**	6.3	5.9	5.9	5.8	**5.6**	**5.7**	**5.8**	**6.0**
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	13.0	13.3	**13.6**	**14.2**	13.2	13.0	13.2	14.1	**14.8**	**14.3**	**14.2**	**13.9**
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-3.0	-4.0	**-4.0**	**-3.5**	-	-	-	-4.0				**-4.0**
Sector Externo[3]												
Balanza comercial (mmd)	-1.2	-2.4	**-3.2**	**-3.9**	-1.3	1.1	-1.5	-0.7	**-1.2**	**0.2**	**-1.8**	**-0.4**
Cuenta corriente (mmd)	-26.3	**-23.9**	**-25.4**	**-27.7**	-9.0	-7.7	-2.7	**-4.6**	**-6.9**	**-6.1**	**-6.0**	**-6.4**
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.1	**-1.9**	**-2.0**	**-1.9**	-2.9	-2.4	-0.8	**-1.5**	**-2.2**	**-1.9**	**-1.9**	**-1.9**
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.5	**3.5**	**3.9**	**3.9**	2.9	3.2	3.8	**4.2**	**4.2**	**4.0**	**4.0**	**3.5**
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.9	**4.9**	**4.6**	**4.3**	5.0	4.9	4.9	**4.5**	**4.6**	**4.6**	**4.7**	**4.6**

Continúa en la siguiente página

Indicadores y Pronósticos México

	2013	2014	2015	2016	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
Demanda Agregada [4] (Var % anual, desestacionalizada)												
Demanda Agregada Total	1.9	**2.9**	**4.2**	**5.1**	2.0	2.9	2.9	**3.9**	**3.2**	**3.8**	**4.7**	**5.1**
Demanda interna	1.9	**1.8**	**3.0**	**3.6**	1.0	1.8	1.5	**3.0**	**0.9**	**2.8**	**4.2**	**4.0**
Consumo	2.4	**2.2**	**3.5**	**4.0**	0.7	2.3	2.4	**3.2**	**3.6**	**3.3**	**3.4**	**3.8**
Privado	2.5	**1.8**	**2.8**	**3.4**	0.5	2.4	2.2	**2.3**	**2.6**	**2.1**	**2.6**	**3.7**
Público	1.6	**4.1**	**8.2**	**7.2**	2.2	2.1	3.8	**8.5**	**9.7**	**10.4**	**8.3**	**4.7**
Inversión	-1.0	**1.9**	**5.9**	**5.1**	-2.2	0.9	4.3	**4.6**	**5.4**	**6.0**	**6.0**	**6.3**
Privada	-0.7	**3.6**	**5.0**	**6.9**	-1.7	3.5	7.0	**5.7**	**4.9**	**4.2**	**4.1**	**6.6**
Pública	-1.9	**-4.8**	**10.0**	**-2.1**	-4.2	-9.1	-6.2	**0.4**	**7.3**	**13.7**	**14.4**	**4.9**
Demanda Externa	2.1	**6.4**	**8.0**	**9.3**	5.0	6.5	7.0	**6.9**	**10.4**	**7.1**	**6.5**	**8.2**
Importaciones	2.9	**5.5**	**6.3**	**10.0**	5.6	3.3	5.0	**8.0**	**2.5**	**5.4**	**8.1**	**9.3**
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	0.8	3.1	**3.1**	**1.7**	2.8	2.1	6.7	0.9	**3.3**	**3.5**	**2.5**	**3.3**
Secundario	-0.5	1.9	**2.7**	**2.8**	0.4	2.7	2.0	2.4	**2.7**	**2.7**	**2.5**	**3.0**
Minería	-0.5	-2.2	**-2.3**	**-1.5**	-0.3	-0.2	-2.8	-5.7	**-4.7**	**-3.7**	**-1.6**	**0.8**
Electricidad	0.5	1.8	**2.5**	**2.9**	2.3	1.7	1.5	1.6	**1.7**	**2.6**	**3.0**	**2.8**
Construcción	-4.7	1.8	**n.d.**	**n.d.**	-3.3	1.3	3.8	5.7	**n.d.**	**n.d.**	**n.d.**	**n.d.**
Manufactura	1.6	3.7	**4.2**	**4.1**	2.9	4.1	3.3	4.7	**4.6**	**4.5**	**4.0**	**3.9**
Terciario	2.7	2.2	**4.0**	**3.8**	1.2	2.8	2.1	2.8	**3.8**	**3.8**	**4.5**	**4.0**
Comercio	2.9	3.3	**5.7**	**5.1**	0.5	3.4	3.9	5.4	**6.6**	**5.8**	**6.2**	**4.4**
Transporte, correos y almacenamiento	2.8	1.9	**4.9**	**3.6**	1.7	2.9	0.8	2.2	**4.3**	**4.4**	**5.7**	**5.1**
Información en medios masivos	5.1	2.2	**5.6**	**7.3**	2.4	4.6	-0.3	2.2	**3.5**	**3.5**	**7.6**	**7.8**
Servicios financieros y de seguros	9.9	2.0	**5.1**	**8.9**	3.8	1.4	1.1	2.0	**4.0**	**5.4**	**5.0**	**6.0**
Serv. inmob. y de alquiler de bienes muebles e int.	1.0	2.1	**3.5**	**2.6**	1.8	2.2	2.3	2.2	**3.0**	**3.3**	**3.7**	**4.1**
Servicios profesionales, científicos y técnicos	0.9	1.2	**3.6**	**2.1**	-0.6	0.2	1.2	4.0	**4.8**	**4.5**	**3.9**	**1.2**
Dirección de corporativos y empresas	-1.4	6.4	**7.6**	**3.2**	6.5	3.9	3.4	12.4	**6.1**	**6.7**	**6.4**	**11.4**
Servicios de apoyo a los neg., serv. de remediación	4.3	0.0	**1.7**	**2.9**	0.4	1.8	-0.1	-2.0	**0.8**	**0.3**	**2.8**	**2.8**
Servicios educativos	0.8	1.5	**1.4**	**1.6**	1.0	1.8	2.3	0.9	**1.2**	**0.7**	**1.7**	**2.0**
Servicios de salud y de asistencia social	2.5	0.6	**1.6**	**1.4**	0.4	0.9	0.8	0.5	**1.5**	**1.2**	**1.9**	**1.7**
Servicios de esparcimiento, culturales y deportivos	3.9	-0.8	**2.8**	**3.0**	-1.9	-0.8	1.9	-2.3	**0.9**	**3.5**	**3.8**	**3.1**
Serv. de alojamiento temp. y prep. de alim. y beb.	1.9	2.9	**3.1**	**3.1**	1.9	4.2	2.0	3.3	**4.2**	**2.5**	**3.5**	**2.4**
Otros Servicios excepto actividades del gobierno	1.8	1.4	**1.7**	**1.7**	0.3	1.4	1.9	2.0	**2.3**	**1.4**	**1.2**	**1.7**
Actividades del gobierno	-0.1	2.5	**2.0**	**0.2**	3.3	2.7	2.3	1.8	**1.1**	**2.9**	**2.1**	**1.9**

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".

BBVA | RESEARCH

Situación México
Primer Trimestre 2015

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

Economista Jefe
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Economista Principal
Arnoldo López
arnoldo.lopez@bbva.com

Javier Amador
javier.amadord@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.serranoh@bbva.com

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

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

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

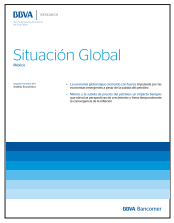
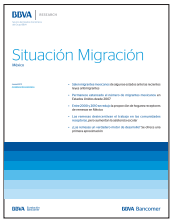
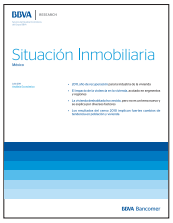
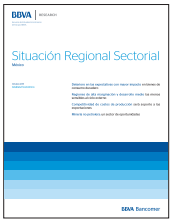
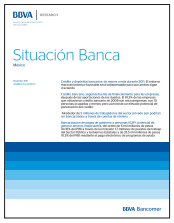
Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@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: