

Análisis Macroeconómico

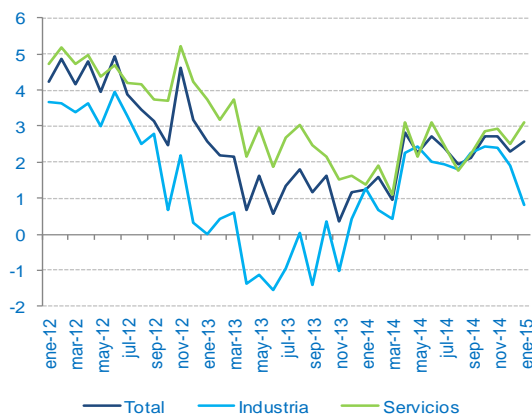
# El IGAE de enero y las exportaciones de febrero apuntan a un moderado desempeño económico en el primer trimestre del año

Arnoldo López / Juan Carlos Rivas Valdivia / Javier Amador / Iván Martínez / Javier Morales / Juan José Li

## Lo que pasó esta semana...

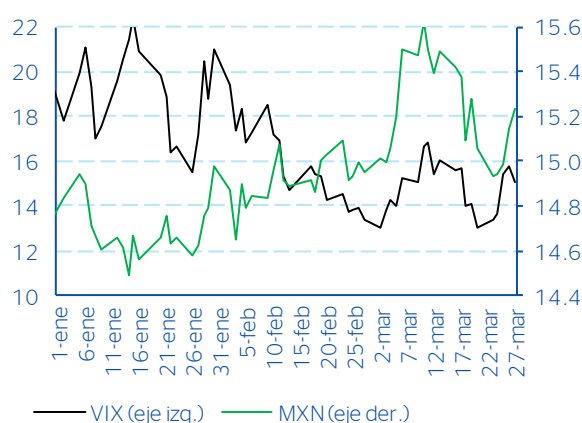
De acuerdo con el INEGI, el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) de México creció 2.58% en enero con respecto al mismo mes de un año antes (a/a), con cifras ajustadas por estacionalidad (ae). Este crecimiento, levemente por arriba de lo esperado (BBVAe: 2.44% a/a, ae), fue equivalente a un crecimiento mensual (m/m) de apenas 0.22%, ae, el cual fue resultado de un aumento en los servicios (0.44% m/m, ae) y la agricultura (6.66% m/m, ae); y una caída en la producción industrial (-0.43% m/m, ae). En series originales el IGAE reportó un crecimiento anual de 2.04%. En suma, se observa un débil arranque de la actividad económica en el primer mes del año, lo que adelanta un crecimiento moderado para el primer trimestre de 2015.

Gráfica 1  
**IGAE por componentes, 2012-14**  
(Variación % anual, ae)



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI. ae = ajustado por estacionalidad.

Gráfica 2  
**Riesgo global y tipo de cambio**  
(Índice VIX y pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research con datos del Bloomberg.

**La tasa de desempleo aumentó a 4.51% en febrero de 2015, con cifras ajustadas por estacionalidad.** Este incremento estuvo en línea con nuestro pronóstico (BBVAe: 4.46%; consenso: 4.41%), y fue acompañado de una disminución marginal de la población de 15 años y más que es económicamente activa (tasa de participación) de 59.5% en febrero de 2014 a 59.4% en febrero de 2015. En series originales, la tasa de desempleo se ubicó en 4.33%. Adicionalmente, la tasa de ocupación en el sector informal (TOSI1), que considera a todos aquellos que trabajan para unidades económicas no agropecuarias operadas sin registros

contables y que funcionan a partir de los recursos del hogar, aumentó 0.6 puntos porcentuales (de 26.6% en enero a 27.2% en febrero de 2015). Todo esto sugiere que hay un modesto incremento de nuevos empleos y que la actividad económica en el país sigue un paso lento. Mantenemos nuestra estimación de fin de año en torno a 4.58% para la tasa de desempleo, más aún si se confirma en los próximos meses que la economía crecerá más lentamente de lo esperado en este año.

**La inflación subyacente estuvo detrás de la sorpresa bajista en los datos de inflación de la primera quincena de marzo.** La inflación fue menor a la esperada, manteniéndose en su nivel más bajo en casi nueve años (2.97%). La inflación general aumentó 0.18% q/q. La sorpresa la baja se debió principalmente a la inflación subyacente, que aumentó menos de lo esperado, 0.15% q/q, mientras que la inflación no subyacente fue también menor de la esperada. Hasta ahora las empresas no han trasladado los mayores costos resultantes de la depreciación del peso a los consumidores (los precios de las otras mercancías aumentaron mucho menos que en la primera quincena de febrero). Tras esta sorpresa positiva hemos revisado a la baja nuestros pronósticos de inflación general y subyacente para marzo en alrededor de 0.1 pp, mientras que nuestras previsiones para fin de año se mantienen en 2.9% y 2.8%, respectivamente. Es muy probable que el dato mensual de inflación de marzo confirme una baja inflación subyacente durante el primer trimestre del año en un contexto de depreciación de la moneda, lo cual sugiere que la demanda interna sigue débil. Estos datos respaldan nuestra previsión de que el traspaso del tipo de cambio a la inflación será bajo y que la inflación general anual se mantendrá cerca de 3.0% durante todo 2015.

**Tasa de política monetaria sin cambios en 3.0%. La atención en la FED (Reserva Federal) ante el posible riesgo que podría suponer para consolidar la convergencia al objetivo.** La postura monetaria relativa con EE.UU. y el desempeño del tipo de cambio son las variables más relevantes para Banxico ante el riesgo de que el ciclo de normalización de la FED pudiera comprometer la consecución y la consolidación de la convergencia al objetivo de inflación. La evolución del grado de holgura en la economía parece tener un peso más reducido en la coyuntura actual, pues por primera vez desde julio de 2013 Banxico no hace referencia a la “convergencia eficiente” de la inflación, aun cuando señala la debilidad del ciclo económico y un deterioro del balance de riesgos de actividad. De hecho el tono en materia de actividad económica fue pesimista con menciones al menor dinamismo de las exportaciones, el poco vigor de los indicadores de consumo y la continua caída de la producción petrolera. En suma, la comunicación de Banxico es consistente con un incremento de la tasa de fondeo durante el tercer trimestre de 2015.

**El saldo de la balanza comercial del país en febrero fue positivo y de 558 millones de dólares (md).** El saldo observado de la balanza comercial de febrero de 2015 estuvo en línea con nuestra expectativa (BBVAe: 560 md). Esta cifra fue el resultado de una caída anual tanto en exportaciones de mercancías (-2.6%) como en importaciones (-1.4%). Las exportaciones petroleras tuvieron una reducción anual en febrero en 46.9% en tanto que las no petroleras registraron un crecimiento de 4.0%. Las exportaciones petroleras representaron 7% de las exportaciones totales y las no petroleras el restante 93%. El moderado crecimiento de las exportaciones no petroleras muestra que la depreciación del tipo de cambio no ha sido suficiente para impulsar las exportaciones del país, no obstante, sí parece contribuir a limitar las importaciones. Esto último al observarse reducciones tanto en términos mensuales como anuales en las importaciones de bienes de consumo, de uso intermedio y de bienes de capital.

**Recientemente un balance de datos de EE.UU. menos bueno al anticipado ha estado provocando una revisión a la baja en las previsiones de los analistas para el 1T15.** Lo anterior, aunado a las tensiones en Oriente Medio, dominó los movimientos en los mercados financieros esta semana. Además, una decepcionante

temporada de reporte de ganancias durante el primer trimestre pesó sobre las acciones estadounidenses, lo que llevó al índice S&P 500 a caer 2.2% durante la semana, prácticamente eliminando las ganancias observadas hasta ahora durante el año (véase gráfica 3). En los mercados de renta fija, las tasas de interés de los bonos del Tesoro a 10 años aumentaron 3 pb en la semana, pero se mantienen cercanas a los niveles alcanzados tras el último comunicado de la Fed del 18 de marzo. En México, el rendimiento del bono a 10 años aumentó 14pb en la semana. Por su parte, las tensiones en Yemen empujaron los precios del petróleo (Brent + 4.8% y el WTI + 9.6%), e impulsaron la demanda de activos refugio, elevando los precios del oro en un 1.5%. En los mercados de divisas, si bien el dólar mostró menor fortaleza durante la semana (depreciándose ligeramente frente a sus principales pares: DXY -0.6%), entre las divisas emergentes hubo algunas con un comportamiento favorable impulsado por los mayores precios del petróleo (e.g. el rublo ruso y el peso chileno se apreciaron un +2.5% y +1.6% respectivamente); y otras que se diferenciaron negativamente (la lira turca se depreció 1.4% y el peso mexicano un 1.2%). El tono algo más relajado de Banxico, aunado a la reciente diferenciación positiva del peso mexicano en semanas previas cuando la Comisión de Cambios anunciara la venta diaria de dólares, pudo haber influido en el comportamiento menos favorable de la divisa esta semana. La próxima semana el foco de los mercados estará en el dato de generación de empleo de marzo en EE.UU. Hacia delante, los activos de mayor riesgo seguirán enfrentado un contexto desafiante: dólar fuerte, se avecinan las subidas de la Reserva Federal, el crecimiento más lento de China y bajos precios de las materias primas. Ante este difícil contexto se antoja difícil una revalorización amplia del peso en el futuro cercano.

### ...Lo que viene en la siguiente semana

**Esperamos que las expectativas del desempeño de la actividad manufacturera y no manufacturera de marzo, expresadas en los indicadores IMEF, muestren una mejora moderada.** Estos indicadores darán señales sobre las expectativas de la actividad económica del país para el cierre del primer trimestre de 2015. Prevedemos que el desempeño del indicador IMEF de manufacturas de marzo reportará un nivel levemente superior al del mes anterior debido a la expectativa de mejora en la producción manufacturera en la economía de los Estados Unidos con respecto a febrero. También, estimamos que el indicador IMEF de no manufacturas se elevará marginalmente con relación al mes pasado por mejoras en el subsector de servicios.

**En febrero las remesas a México podrían reiniciar su senda de crecimiento, con un flujo de 1,892 md (10.1% a/a).** Tras el dato publicado por Banxico sobre la recepción de remesas a México durante el mes de enero, con el que se rompió una racha de 17 meses consecutivos con crecimiento, se estima que para febrero estos flujos volverán a tener tasas positivas de crecimiento. El adelanto en el envío de remesas durante el pasado mes de diciembre, derivado de una fuerte apreciación del dólar, podría explicar la caída de la remesa promedio que deriva en el dato atípico observado en enero. Diferentes condiciones estructurales como el crecimiento económico y la disminución de la tasa de desempleo en Estados Unidos continúan siendo factores que impulsarán las remesas a México a lo largo del año.

**Esperamos que el índice de la inversión fija bruta total de enero registre una tasa de crecimiento anual de 5.1%.** El 1º abril el INEGI dará a conocer el dato de la inversión fija bruta de enero de 2015. Estimamos que la tasa de crecimiento anual de ese indicador sea de 5.1% al considerar una expansión anual del componente de inversión en construcción de 2.1% y de un aumento anual de 10.8% en el componente de maquinaria y

equipo. Cabe mencionar que una tasa de crecimiento anual de 5.1% para enero de 2015 contrasta favorablemente con la tasa de crecimiento negativa de 2.5% que este indicador registró en enero de 2014.

## Calendario de indicadores

<b>México</b>	<b>Periodo del indicador</b>	<b>Fecha de publicación</b>	<b>Estimación BBVA</b>	<b>Consenso</b>	<b>Dato anterior</b>
Indicador IMEF de manufacturas (índice, ae)	marzo	1 abr	50.9	51.0	50.7
Indicador IMEF de no manufacturas (índice, ae)	marzo	1 abr	50.0	50.0	49.6
Remesas familiares (Millones de dólares)	febrero	1 abr	1,892.0	1,817.0	1,630.7
Inversión fija bruta (Var. % a/a)	enero	1 abr	5.1	6.0	5.5

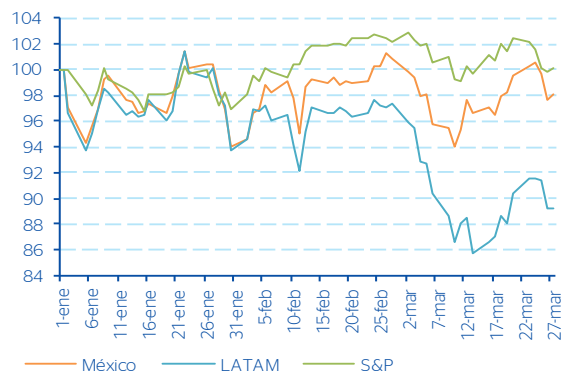
  

<b>Estados Unidos</b>	<b>Periodo del indicador</b>	<b>Fecha de publicación</b>	<b>Estimación BBVA</b>	<b>Consenso</b>	<b>Dato anterior</b>
Ingreso personal (Variación % m/m, ae)	febrero	30 mar	0.20	0.30	0.30
ISM manufacturero PMI (Índice, ae)	marzo	1 abr	53.30	52.50	52.90
Ventas anualizadas totales de automóviles (Millones, ae)	marzo	1 abr	16.30	16.90	16.16
Nuevas órdenes de manufacturas (Var. % m/m, ae)	febrero	2 abr	-0.70	-0.30	-0.20
Tasa de desempleo (%)	marzo	3 abr	5.50	5.50	5.50

Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg. ae = ajustado por estacionalidad. a/a = tasa de variación anual. m/m = tasa de variación mensual. t = Tercera revisión.

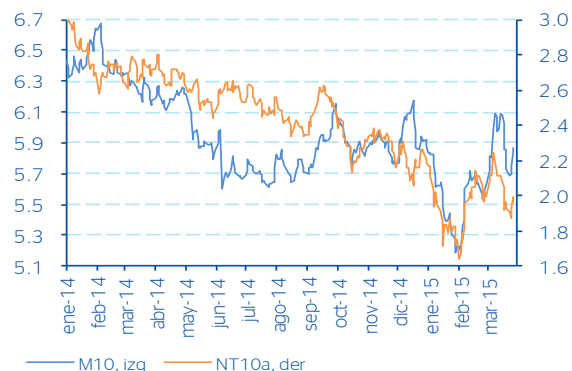
**Mercados**

**Gráfica 3**  
**Índices accionarios MSCI**  
**(Índice 1ene2015=100)**



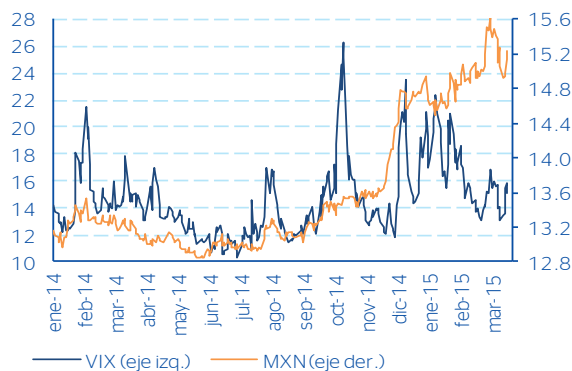
Fuente: BBVA Research, Bloomberg

**Gráfica 4**  
**Rendimiento a vencimiento de bonos**  
**gubernamentales a 10 años (%)**



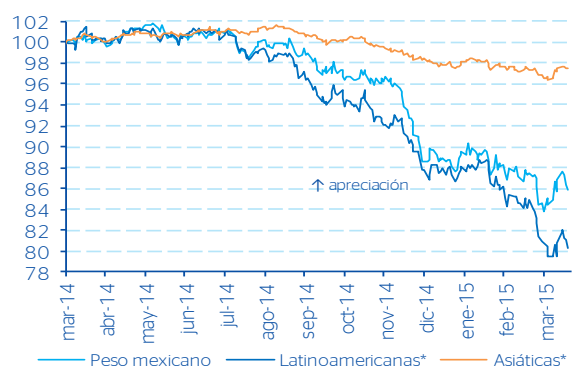
Fuente: BBVA Research, Bloomberg

**Gráfica 5**  
**Riesgo global y tipo de cambio**  
**(Índice VIX y pesos por dólar)**



Fuente: BBVA Research, Bloomberg

**Gráfica 6**  
**Divisas frente al dólar**  
**(Índice 27mar 2014=100)**



\* Índices de divisas latinoamericanas y asiáticas de JP Morgan frente al dólar; promedios ponderados por comercio y liquidez.  
Fuente: BBVA Research, Bloomberg.

**Información anual y previsiones**

	2013	2014	2015
PIB México (Var % a/a)	1.4	2.1	3.5
Inflación general (% , promedio)	3.8	4.0	3.1
Inflación subyacente (% , promedio)	2.7	3.2	2.6
Fondeo (% , promedio)	3.8	3.2	3.2
M10 (% , promedio)	5.7	6.0	5.7
PIB Estados Unidos (Var % a/a, ae)	1.9	2.4	2.9

Fuente: BBVA Research.

## Publicaciones recientes

---

Fecha	Descripción
23 Mar 2015	➡ Flash Bancario México. Captación bancaria: desempeño sobresaliente en enero
24 Mar 2015	➡ Flash Inflación México. La inflación subyacente detrás de la sorpresa bajista
25 Mar 2015	➡ Flash México. El IGAE de enero mostró un débil desempeño mensual (0.2%, ae)
26 Mar 2015	➡ Flash Banxico. Fondeo sin cambios en 3.0%. La atención en la FED ante el posible riesgo que podría suponer para consolidar la convergencia al objetivo

### AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) y por BBVA Bancomer. S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer, por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.