

Situación México

Segundo Trimestre 2015

Análisis Económico

- Se estima que el crecimiento se acelerará a partir del segundo trimestre del año
- La instrumentación de las reformas debe continuar para acelerar el crecimiento en los próximos años
- Es necesario fortalecer la demanda interna a fin de equilibrar los motores de crecimiento
- La inflación alcanza su mínimo histórico y se prevé que continúe en niveles menores a 3.0% el resto del año

Índice

1. En resumen	2
2. El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes.....	4
3. El crecimiento se modera y la inflación toca mínimo histórico en 2015.....	9
3.1 Crecimiento moderado en 2015 ante el lento desempeño de EE.UU., y caída en la producción petrolera.....	9
3.2 Evolución positiva de la inflación anual durante 2015; alcanza mínimo histórico en mayo.....	20
Recuadro 1: Evolución reciente de los precios de los productos pecuarios.....	23
3.3 La comunicación del banco central apunta a una sincronización de su política monetaria con el proceso de aumento de tasas de la Reserva Federal.....	25
3.4 Ante la próxima alza de la tasa de fondos federales, el mayor atractivo de activos denominados en dólares lleva al peso a niveles mínimos históricos.....	27
4. Evolución reciente del empleo en México.....	31
5. Previsiones	36

Fecha de cierre: 19 de junio de 2015

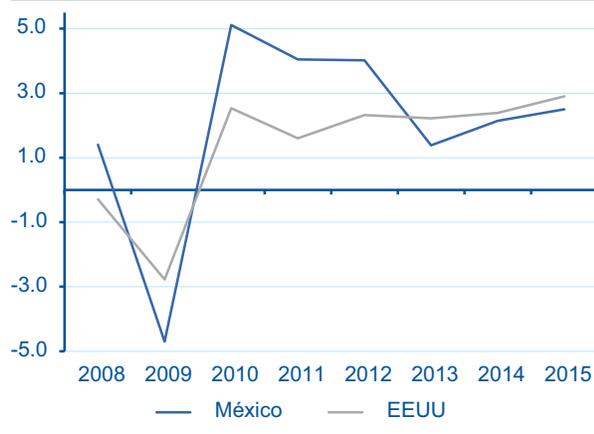
1. En resumen

A nivel global se observa una recuperación económica más débil y desigual. Por una parte, en Europa se intensifica la mejora, mientras que en Latinoamérica y Asia el crecimiento pierde fuerza. En Estados Unidos (EE.UU.) se espera que la desaceleración sea transitoria, puesto que el empleo está al alza y la inflación baja apoyan el ingreso y consumo de los hogares. Esto compensaría la apreciación del dólar y el freno de la demanda externa. Entre los riesgos para el panorama económico mundial destacan la falta de acuerdo en Grecia y el impacto en los países emergentes del inicio del ciclo de aumento de la tasa monetaria en EE.UU.

En el caso de México, si bien hacia delante se espera un mayor dinamismo de la actividad económica respecto a 2013-2014 (1.8% en promedio), revisamos a la baja la previsión de crecimiento para 2015 de 3.5% a 2.5%. El motor principal del crecimiento seguirá siendo el impulso de la demanda externa por el mayor ritmo de aumento de la actividad económica de EE.UU. Principalmente son tres los factores que explican la revisión a la baja en nuestra previsión de crecimiento: i) la tendencia decreciente de la producción de petróleo; ii) a pesar de la depreciación del peso, las exportaciones manufactureras han mostrado un menor dinamismo al esperado por la relativa debilidad del sector manufacturero de EE.UU.; y iii) el consumo y la inversión públicos han tenido una contribución al crecimiento más baja a la esperada. Esto en parte se ha debido a la demora y cancelación de diversos proyectos de infraestructura. Para el segundo semestre de 2015 se espera una reducción del gasto público para cumplir con el recorte presupuestario anunciado (0.7% del PIB). Estos mismos factores seguirán pesando en 2016, por lo que estimamos un crecimiento de 2.7% en ese año, menor al 3.4% previsto anteriormente.

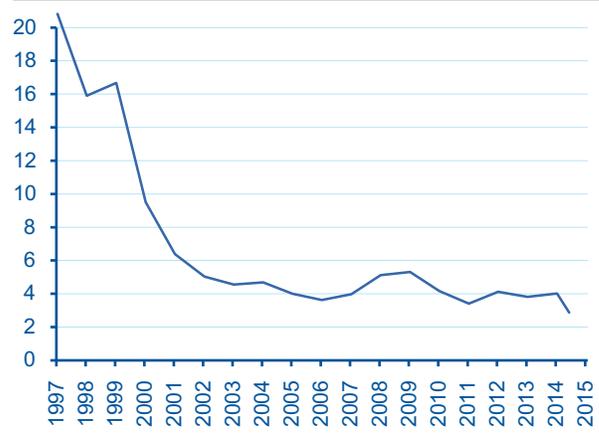
En el sector laboral en México se ha llevado a cabo por parte de las autoridades un programa de formalización de empleo que ha resultado muy exitoso. Esto se observa en un aumento muy importante en el número de trabajadores registrados en el Instituto Mexicano del Seguro Social. Por otra parte, vale la pena mencionar que los bajos niveles de desempleo que se observan en la economía han ido acompañados por un aumento en el número de personas que han decidido mantenerse al margen del mercado laboral, lo cual podría ser un foco de atención considerando que al estar fuera del mercado laboral por un periodo prolongado las posibilidades de reintegrarse a este se reducen. Además de que el bono demográfico del país generado por las personas que alcanzan la edad de trabajar se diluye.

Gráfica 1
Crecimiento anual del PIB de México y Estados Unidos (Porcentaje)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y BEA.

Gráfica 2
Inflación anual (Porcentaje)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI.

Las perspectivas de mediano plazo del crecimiento económico no cambian. Las reformas podrían contribuir a alcanzar un crecimiento en torno a 4.0% en el mediano plazo toda vez que se estima una recuperación del precio del petróleo. Esto permitiría que la reforma energética del país siguiera su curso y el sector público continuara con su importante plan de infraestructura.

La inflación general ha alcanzado su mínimo histórico en 2.88%, el cual se encuentra en línea con el objetivo del banco central de 3.0% +/- 1.0%, mientras que la inflación subyacente se encuentra claramente por debajo de dicho nivel (2.30%). A la baja inflación han contribuido la holgura en la economía, la reforma del sector telecomunicaciones, la dilución del efecto del aumento de impuestos, y un desempeño favorable de los precios de los productos agrícolas. En este entorno se observa un muy bajo traspaso del tipo de cambio a los precios. Así, se estima que la inflación permanecerá por debajo de 3.0% el resto del año.

La comunicación del Banco de México (Banxico) apunta a una sincronización de su política monetaria con el proceso de aumento de tasas de la Reserva Federal, pero la elevada holgura y la baja inflación en el país sugieren que el ciclo de subidas de Banxico debería ser más lento que el de la Reserva Federal. De esta manera se prevé que Banxico ajuste al alza su tasa de referencia a 3.25% y 4.00% al cierre de 2015 y 2016, respectivamente.

Los mercados financieros en México continúan siendo influenciados principalmente por las variables que tienen un peso directo en la decisión futura de aumento de la tasa monetaria en EE.UU. (i.e. datos de empleo, inflación, comunicación de la Reserva Federal). En relación al peso mexicano, a pesar de que se estima se encuentra subvaluado en el nivel actual de 15.4 pesos por dólar (ppd), su alta persistencia alrededor de este valor, y el contexto de futuros aumentos en la tasa de fondos federales en EE.UU. nos hacen prever que la apreciación que se podría esperar hacia el cierre del año como consecuencia de un mejor entorno internacional y de menor incertidumbre, podrían llevar a que el tipo de cambio baje y se ubique en niveles cercanos a 14.8ppd para el cierre de 2015. Esto en la medida en que la Reserva Federal sea clara y logre persuadir a los mercados de que el proceso de subidas monetarias será lento. En relación a las tasas de interés de la deuda gubernamental mexicana de largo plazo, el escenario más probable sigue siendo una tendencia al alza en sintonía con las tasas de largo plazo en EE.UU. y la tasa monetaria en México.

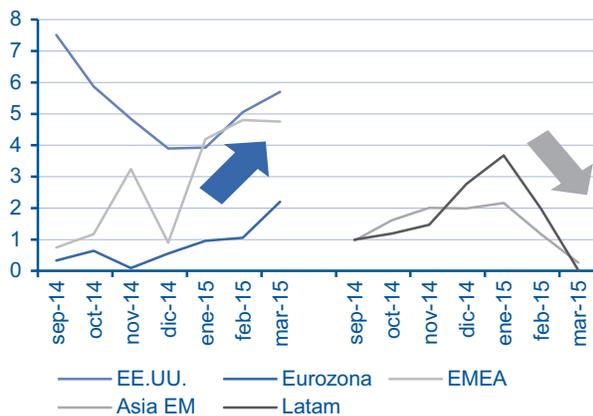
2. El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes

Los indicadores económicos disponibles apuntan a una moderación gradual del crecimiento económico mundial en el primer trimestre de 2015, con un ritmo anualizado del PIB que podría situarse cerca del 3%,¹ unas décimas menos que el observado en la segunda mitad de 2014 (entre el 3.3% y el 3.6%). La desaceleración de la economía de EE.UU., el menor dinamismo de China y el deterioro de la actividad en algunos de los principales países emergentes (como es el caso de Rusia, Brasil pero no el de India) explican el grueso de la ralentización mundial, la cual no ha podido ser compensada con el mejor comportamiento relativo de la eurozona y Reino Unido.

La diferenciación entre áreas geográficas y ramas de actividad sigue estando presente en el patrón de crecimiento mundial en el inicio de 2015. Por un lado, la consolidación del crecimiento en el bloque de países desarrollados contrasta con la pérdida de pulso, prácticamente generalizada, de los emergentes, más intensa en Asia y Latinoamérica que en Europa del Este, si atendemos a la lectura de los registros de confianza empresarial, producción industrial y comercio exterior. Por otro, el avance del consumo privado, a tenor de la mejora del ingreso disponible de los hogares en un contexto de menores precios de la energía, generación de empleo e incremento de la riqueza financiera, mantiene el buen tono del sector servicios en las economías desarrolladas de referencia (principalmente, en la eurozona), siendo los aumentos de producción en la industria y de la inversión más limitados. Este comportamiento puede deberse a la incertidumbre que todavía le otorgan los agentes a la recuperación del consumo privado, lo que retrasa la toma de decisiones de inversión y producción en la industria.

Gráfica 2.1

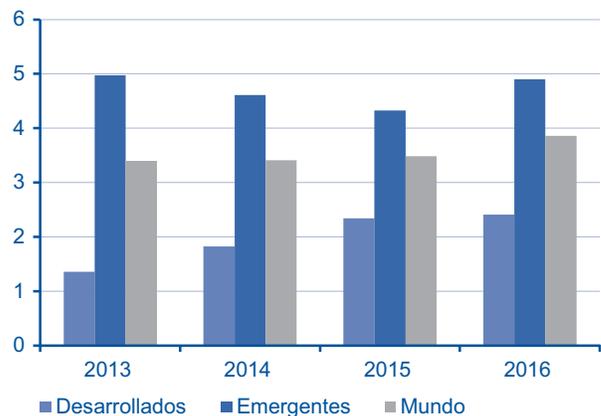
PMI de manufacturas (desviación respecto al nivel de 50 puntos -mantenimiento de la actividad-)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 2.2

PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research

El hecho de que la actividad mundial se haya comportado ligeramente peor de lo previsto en el primer trimestre del año y los efectos que se espera que tengan en algunos países emergentes clave factores como la debilidad de su demanda doméstica, la estabilización de los precios de la materias primas en niveles reducidos y la subida de tipos de interés de la Fed, nos llevan a revisar el crecimiento mundial esperado para 2015 hasta el 3.5%, una décima menos de lo estimado en enero pasado y solo una décima más que la cifra de 2014.² En 2016, el PIB mundial registraría un crecimiento promedio del 3.9% como resultado, en parte, de las políticas monetarias expansivas en los países desarrollados, que obtendrían su mejor registro desde 2010. Las economías emergentes, en un escenario de desaceleración tendencial y gradual de China, revertirían la moderación actual gracias al efecto arrastre de las desarrolladas, el

¹ Estimación basada en el indicador de actividad global (GAIN) de BBVA Research. Detalle metodológico en: <http://bit.ly/1n15R1n>

² Hay que destacar el impacto en la estimación del PIB mundial de la revisión de la Contabilidad Nacional de la India. El crecimiento económico hindú ha pasado del 5.0% al 7.2% en 2013-14 lo que eleva el crecimiento del PIB mundial entre 1 y 2 décimas, un repunte que también se incorpora a las previsiones.

paulatino aumento de precios de las materias primas y un posible incremento de las tasas de interés más contenido que en anteriores episodios de normalización de la Fed.

La subida progresiva del precio de las materias primas, en línea con las previsiones de BBVA Research, y el refuerzo de políticas monetarias laxas de alcance global han sido dos de los elementos destacados del panorama económico en los últimos meses. El efecto base del primero ha contribuido a frenar la caída de las tasas de inflación en algunas geografías, principalmente en países desarrollados, lo que junto al cambio de tono de las políticas monetarias, ha estabilizado las expectativas de inflación descontadas por los mercados. Sin embargo, ambos no han evitado que los indicadores de volatilidad sigan repuntando en los mercados financieros, aunque moderadamente y desde niveles muy bajos. Ello resulta consistente con un contexto definido por la incertidumbre sobre la magnitud de la recuperación económica, el calendario y la intensidad de la normalización de la tasa de interés por parte de la Fed, además de las distorsiones generadas por la expansión de balance del BCE en la formación de precios de los activos financieros con mayor peso en las carteras de los agentes.

Tras haber acumulado un descenso superior al 45% entre septiembre de 2014 y enero de 2015, el precio del barril de petróleo ha subido en torno a un 15% desde entonces, situándose la referencia Brent en niveles de 60 dólares. El resultado ha sido una menor presión a la baja sobre las tasas de inflación general (el promedio de los registros de EE.UU., China, Japón y eurozona continúa por debajo del 1% en febrero). Esto sin embargo, no ha tenido reflejo en otros indicadores de precios representativos como la inflación subyacente (estable en el 1.5% para el promedio comentado) o los costos de producción (el descenso de los precios industriales o de importación es especialmente relevante en China).

La ausencia de presiones inflacionarias a corto plazo (aun cuando el precio del petróleo converja a 70 dólares por barril a finales del ejercicio) y el mantenimiento de las expectativas de inflación a largo plazo en niveles inferiores a los objetivos de política monetaria han servido de justificación a un mayor activismo de los bancos centrales, tanto desarrollados como emergentes. En el primer caso, esto ha dado continuidad a los programas de compras de activos (BCE y Banco de Japón) o planteado el retraso de las subidas de las tasas de interés de referencia (Fed y Banco de Inglaterra). En el segundo caso, se tiene que se han adoptado nuevas medidas de flexibilización a través de la reducción de tasas de interés (Brasil es la principal excepción). Sin duda, este último aspecto constituye uno de los factores diferenciales del ciclo económico actual. Aunque la Fed opte por una estrategia de endurecimiento monetario gradual, cuyo inicio puede tener lugar en el segundo semestre de 2015, las economías emergentes han decidido priorizar la reactivación de su demanda doméstica buscando recortar las tasas de interés reales, en algunos casos a costa de asumir una mayor volatilidad en la cotización de sus divisas y de menores incentivos a la entrada y mantenimiento de flujos de capital extranjero. Muestra de ello es la moderación de la tasa de interés nominal a corto plazo del agregado de las principales economías del mundo (excluyendo a EE.UU.), que se sitúa en el 3.2%, 20 puntos básicos por debajo de la cota de hace un año.

La contrapartida es la apreciación global del dólar y la depreciación prácticamente generalizada de las divisas emergentes, más intensa en aquellos países que presentan una mayor dependencia del financiamiento externo, un mayor peso de los ingresos por exportaciones de materias primas o una mayor sensibilidad al contexto de liquidez global. Además, aquellos países que optaron por políticas monetarias algo expansivas para lo que recomendaba su situación macroeconómica ya han sido más penalizados. A corto plazo, la depreciación de las monedas emergentes puede relanzar la competitividad externa de sus países y constituir un revulsivo para el crecimiento económico. Ahora bien, también puede terminar generando efectos negativos, desiguales por economías y sectores institucionales, al dificultar el refinanciamiento de la deuda contraída en divisa extranjera (en su mayoría, dólares) y encarecer su servicio.

El contraste entre la estrategia monetaria del BCE y la Fed continuará condicionando la dirección de los flujos de capital y, por ende, el comportamiento de las variables financieras. La inyección de liquidez realizada por el BCE con la compra de deuda pública ha reforzado la corrección de las tasas de interés a largo plazo en el bloque desarrollado y, en mayor medida, en la eurozona, y ha intensificado el movimiento de depreciación del euro frente a sus principales cruces (frente al dólar, cotiza próximo a la paridad).

Esta tendencia es previsible que se mantenga hasta que la Fed realice la primera subida de sus tasas de interés de referencia (*fed funds*). Entonces, será su estrategia de comunicación sobre el ritmo de las próximas subidas la que determine el repunte de rentabilidades en el mercado de bonos y el grado de volatilidad financiera. La magnitud de las posibles salidas de capital de los países emergentes será función, por tanto, de la política monetaria de la Fed y también de factores locales asociados a la posición cíclica y a las vulnerabilidades que presente cada país, especialmente cuando se calme la volatilidad de la primera o primeras subidas. De ahí que, al igual que en términos de crecimiento, se esperen divergencias relevantes en la evolución de los tipos de cambio y de las tasas de interés del bloque emergente.

Con todo, y pese a que las políticas económicas continuarán siendo acomodaticias, los riesgos a la baja para el crecimiento mundial persisten. Los riesgos más relevantes residen en el alcance de la desaceleración de China y las repercusiones del inicio de la normalización de tipos de interés de la Fed. Las presiones deflacionarias asociadas al descenso del precio del petróleo, las tensiones geopolíticas y el posible fracaso del BCE a la hora de relanzar las expectativas de inflación en la eurozona son riesgos que, pese a mostrar una menor probabilidad e impacto esperado que hace meses, no pueden descartarse. Finalmente, un riesgo que sigue latente es la falta de acuerdo entre el gobierno griego y las instituciones europeas y el FMI sobre el refinanciamiento del servicio de su deuda.

Gráfica 2.3

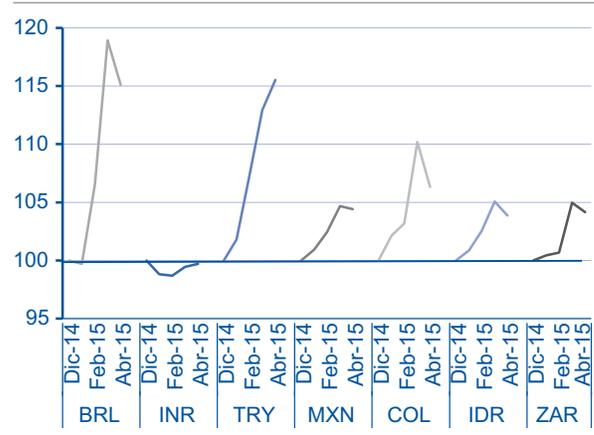
Tasas de interés nominales a corto plazo (%)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 2.4

Tipo de cambio respecto al dólar, Dic-14=100
Aumento del índice implica apreciación del dólar



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En lo que respecta al detalle de las principales economías, EE.UU. ha iniciado 2015 con una ralentización significativa de su ritmo de crecimiento hasta el 0.2% trimestral anualizado frente a un incremento promedio en los tres trimestres anteriores del 1%. La atípica severidad de las condiciones meteorológicas explica parte de esta desaceleración, pero no es la única causa. El impacto de la caída del precio del petróleo sobre la actividad del sector energético y el efecto incipiente de la apreciación del dólar sobre las exportaciones también están pesando.

La fortaleza que sigue exhibiendo el mercado laboral de EE.UU., con tasas de avance del empleo próximas al 2% interanual desde octubre de 2014, debería continuar dando soporte al ingreso de los hogares y al consumo privado, en un contexto de bajos precios de la energía, de paulatina mejora de los salarios nominales y permanencia de la inflación en niveles reducidos (en 2015, la tasa general media podría rondar el 0.6% y subir hasta el 1.9% en 2016). El dinamismo de la demanda doméstica y, en particular, del gasto en consumo, es esencial para compensar la previsible debilidad de las exportaciones y permitir que el PIB crezca a tasas entre 0.7-0.8% trimestral en lo que resta de ejercicio. Solo así el crecimiento anual de EE.UU. podría alcanzar el 2.9% y mantener tasas cercanas al 3% también en 2016.

La interpretación que realice la Fed de la naturaleza, transitoria o permanente, del menor crecimiento del primer trimestre definirá su función de reacción en adelante. Igualmente relevantes serán los cambios que tengan lugar en el contexto internacional, condicionado por el crecimiento del bloque emergente y la volatilidad del mercado de divisas. En la reunión del FOMC de marzo, la Fed modificó su estrategia de comunicación, sentando las bases para acometer la primera subida de los fed funds pero reiterando que la senda de endurecimiento monetario será paulatina y condicionada a la evolución del ciclo doméstico. Ello, unido a la revisión a la baja de sus previsiones de crecimiento e inflación, ha llevado al propio FOMC a reducir las expectativas para el nivel de llegada de las tasas de referencia a mediano plazo.

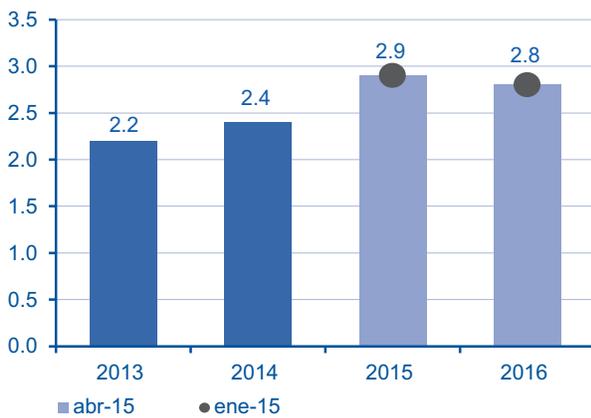
Como resultado, lo más probable es que el primer aumento de los fed funds se produzca en septiembre de 2015, pero podría retrasarse si la fortaleza de la recuperación no es la esperada. A diferencia de otros episodios de normalización monetaria por parte de la Fed (el último se inició a mediados de 2004), la inflación subyacente y las expectativas de precios a largo plazo de EE.UU. se sitúan en cotas sustancialmente más reducidas, bien por debajo del objetivo del

banco central, y las dudas sobre la sostenibilidad de crecimiento mundial son mayores. Por estos motivos, es previsible que la subida de las tasas sea gradual, con un nivel de llegada no superior al 1.5% a finales de 2016.

En China, la desaceleración económica ha ganado intensidad en los últimos meses, con un avance interanual del PIB del 7% en el primer trimestre de 2015. El balance de indicadores de actividad centra el ajuste en el sector industrial (la producción crece por debajo del 7% interanual, la tasa histórica más baja) y la inversión en activos fijos (avanza casi un 14% interanual, dos puntos menos que en el promedio de 2014), mientras revela un mejor comportamiento relativo del consumo privado, aunado por el dinamismo del mercado laboral y la caída de la inflación (en el 1.3% en marzo).

Gráfica 2.5

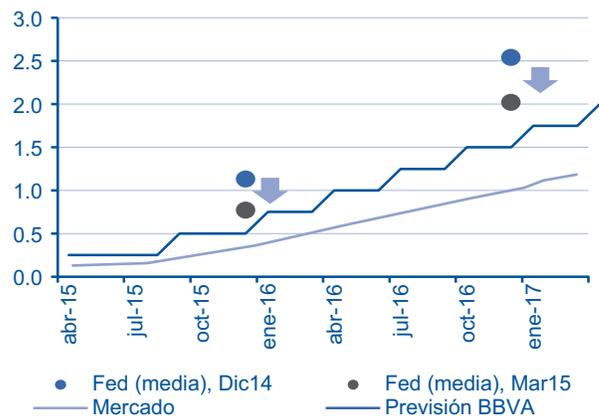
EE.UU., crecimiento económico, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.6

Expectativas para los fed funds de EE.UU. (%)

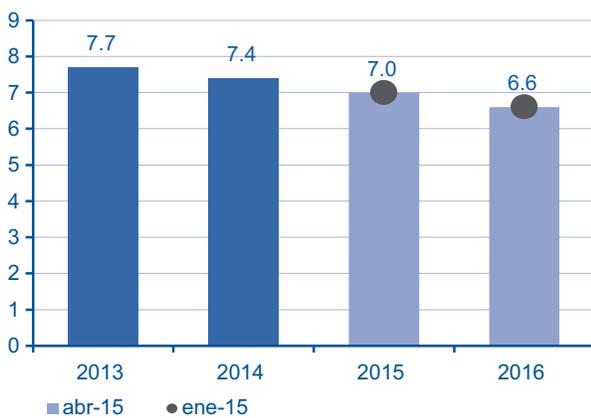


Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Son varios los factores que explican la ralentización de China. En primer lugar, la corrección en curso del mercado inmobiliario, con impacto en la inversión en construcción y la actividad de sectores auxiliares. En segundo lugar, la incertidumbre política previa a la celebración de la Asamblea Popular Nacional de marzo, que ha retrasado las decisiones de las empresas a la hora de ampliar la capacidad productiva o realizar nuevos contratos. En tercer lugar, el deterioro de competitividad exterior que supone la apreciación global del yuan (en términos de tipo de cambio efectivo real). Por último, pero igualmente relevante, se tienen los efectos de la consolidación fiscal de las administraciones locales iniciada en la segunda mitad de 2014.

Gráfica 2.7

China, crecimiento económico (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.8

China: producción industrial y ventas minoristas (tasa anual, %)



Fuente: BBVA Research y BIS

El carácter estructural de los factores mencionados soporta el pronóstico de que China crecerá a mediano plazo menos y con una volatilidad mayor. El objetivo de crecimiento anual del 7% para 2015 establecido por las autoridades del país descansa en la implementación de nuevas medidas de estímulo, tanto monetario como fiscal, que permitan suavizar la ralentización económica sin comprometer el proceso de ajuste interno en marcha y el desarrollo de reformas estructurales que eleven el crecimiento potencial. Es previsible que se acometan recortes adicionales de las tasas de interés de referencia (hasta el 5.1% a finales de este ejercicio) y del coeficiente de caja de los bancos, y se aplique una mayor expansión fiscal a través del gobierno central, derivando en una cierta depreciación del yuan que limite el menor impacto de la demanda externa sobre la actividad agregada.

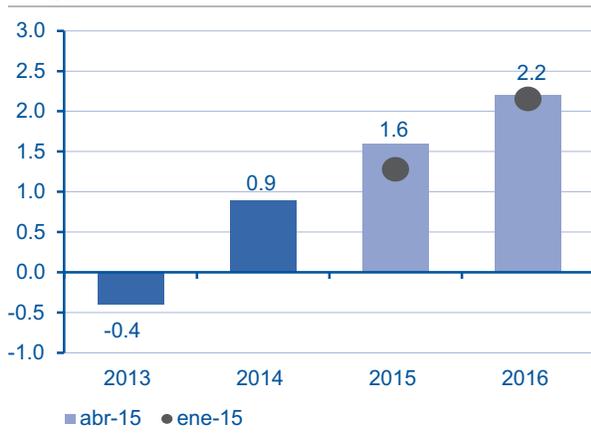
Por su parte, la eurozona es, de las economías desarrolladas, la que ha mostrado un mejor comportamiento relativo en el arranque de 2015. El PIB podría haber crecido un 0.4-0.5% trimestral en los tres primeros meses del año, lo que supondría el ritmo más elevado desde mediados de 2011. El consumo privado y las exportaciones estarían compensando la debilidad, todavía significativa, de la inversión, con Alemania y España liderando el crecimiento del conjunto del área. La relajación de las condiciones de financiamiento y la depreciación del euro generadas por el programa de *quantitative easing* del BCE, junto con el descenso de los precios del petróleo, están siendo cruciales en la dinámica reciente de recuperación. El carácter menos restrictivo de la política fiscal y la contención de la caída de los salarios nominales en los países periféricos también están contribuyendo a relanzar el crecimiento. El mantenimiento de estos factores de soporte en lo que resta de año podría elevar el avance anual del PIB de la eurozona al 1.6%, tres décimas por encima de la previsión contemplada en enero. Por el momento, la mejora progresiva de la demanda doméstica no se está traduciendo en un incremento de la tasa de inflación subyacente, estable en el 0.6%. Este es un elemento que, unido al ascenso gradual del precio del petróleo, mantendrá la inflación general próxima al 0% en 2015 y por debajo del 1.5% en 2016.

En lo que respecta al programa reciente de compras de deuda del BCE (el volumen de adquisiciones de títulos privados y públicos asciende a 134.000 millones euros a mediados de abril), los canales de transmisión que están mostrando una mayor reacción son la depreciación del euro (su tipo de cambio efectivo real cotiza en el nivel mínimo de 2002) y la reducción de los tipos de interés a largo plazo y las primas de riesgo. Queda pendiente su traslado a los diferenciales aplicados a las nuevas operaciones de crédito bancario y a las expectativas de inflación a largo plazo. Estas últimas han logrado estabilizarse desde que se anunció el *quantitative easing* de deuda pública, pero permanecen por debajo del 2% fijado como referencia por el BCE.

Una desaceleración más acusada de lo previsto de la economía china y un recrudecimiento de las tensiones políticas e institucionales en Grecia configuran los principales vértices de riesgo para la eurozona a corto plazo. En el primer caso, porque lastraría el crecimiento de las exportaciones, vital para un avance sostenido del PIB; en el segundo, porque reabriría el debate sobre la configuración actual del área monetaria, pudiendo traducirse en un aumento sustancial de la volatilidad financiera. Las restricciones de liquidez que afronta Grecia para devolver las ayudas oficiales concedidas bajo los distintos programas de rescate y las reticencias de los organismos implicados para renovar o flexibilizar las condiciones de las mismas elevarán la incertidumbre sobre la resolución de la crisis helena hasta, al menos, finales del segundo trimestre de 2015.

Gráfica 2.9

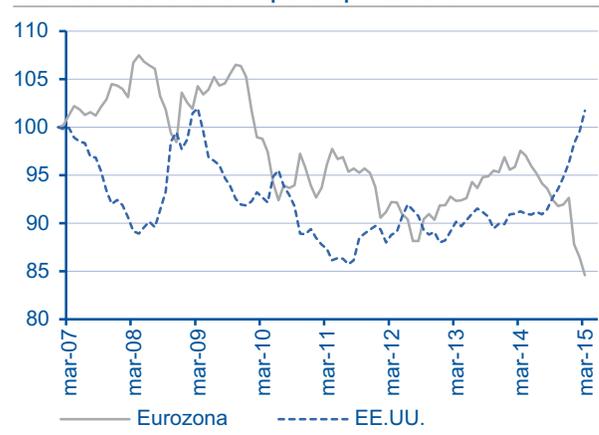
Eurozona, crecimiento económico (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.10

**Tipo de cambio efectivo real, Ene- 2007 = 100
Aumento del índice implica apreciación**



Fuente: BBVA Research y BIS

3. El crecimiento se modera y la inflación toca mínimo histórico en 2015

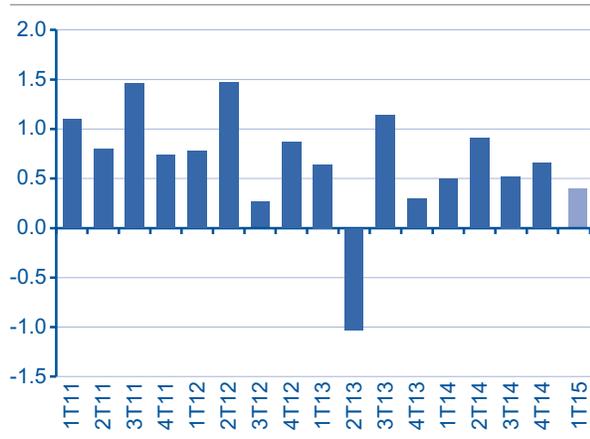
3.1 Crecimiento moderado en 2015 ante el lento desempeño de EE.UU. y caída en la producción petrolera

La tasa de crecimiento trimestral (t/t) del PIB del primer trimestre de 2015 (1T15) fue de 0.40% (véase la gráfica 3.1), ajustado estacionalmente (ae). Ante el inicio pausado del año, estimamos que el crecimiento anual (a/a) de la actividad económica para 2015 se situará en 2.5%. El crecimiento del primer trimestre estuvo ligado a un débil desempeño en los sectores de manufacturas y servicios. Por su parte, las actividades primarias aumentaron 3.0% t/t, lo cual fue un desempeño favorable en comparación a la contracción de 2.2% t/t que éstas registraron en el primer trimestre de 2014. La tasa de crecimiento del sector servicios fue de solo 0.5% t/t, y esta tasa fue mayor a la de 0.3% t/t que este sector reportó en el mismo lapso de 2014. El sector manufacturero fue el único que mostró caída en relación al trimestre previo al contraerse 0.2% t/t. En el mismo periodo de 2014 el sector secundario creció 0.7%¹

Debido al limitado crecimiento del PIB en el primer trimestre, y aun considerando que la economía crecerá moderadamente en los siguientes trimestres como resultado de factores como un mayor gasto público ligado a la elecciones (aunque atemperado en la segunda parte del año ante el anuncio del recorte al gasto público), y a una mejora en el dinamismo de la economía de Estados Unidos (EE.UU.), ajustamos nuestra tasa de crecimiento del PIB esperada para este año a 2.5%, desde la tasa de 3.5% anual que manteníamos desde mediados de 2014.

Gráfica 3.1

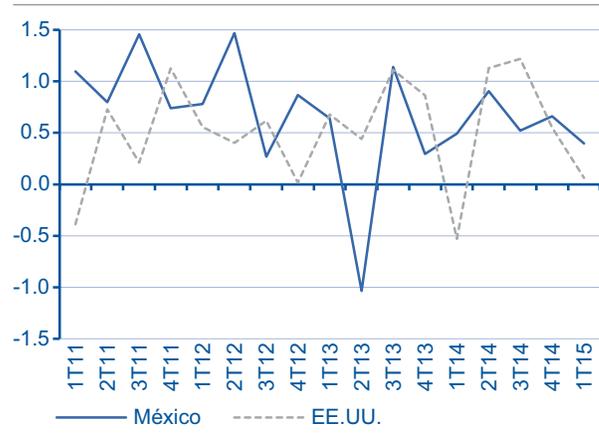
Producto interno bruto (Var. % t/t, ae)



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

Gráfica 3.2

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



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

Detrás de la disminución en nuestra estimación de la tasa de crecimiento del PIB están presentes importantes factores desfavorables como son los siguientes. Un débil desempeño de la economía de EE.UU. en el primer trimestre (véase la gráfica 3.2), el cual fue causado principalmente por problemas climáticos y la apreciación del dólar. Esto contuvo la demanda de manufacturas mexicanas que se exportan a ese país. Adicionalmente se observó una dismi-

¹ Véase Flash PIB México del 21 de mayo de 2015. Documento disponible en: https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/2015/05/150521_FlashMexico_PIBT15_esp1.pdf

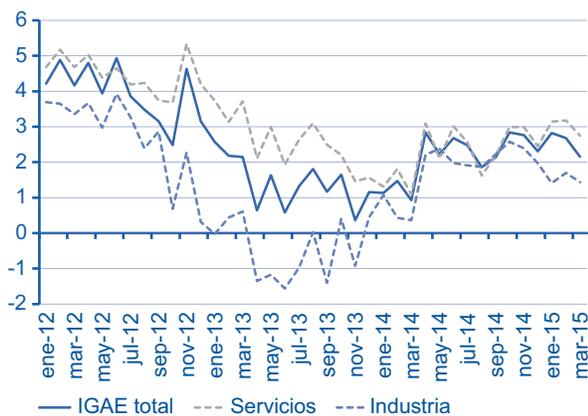
nución de los precios y de la producción de petróleo de México. Otro factor no menos importante es la debilidad del mercado interno, la cual se ha materializado en un ritmo de crecimiento modesto del consumo y en bajos niveles de inversión. Ambos factores están influidos por la lenta recuperación de la industria de la construcción y el retraso en la instrumentación de la reforma energética ante los bajos precios internacionales de los energéticos. Se estima que estos factores poco propicios para el crecimiento seguirán presentes en 2016, lo cual se reflejaría en un crecimiento del PIB en ese año en torno al 2.7% anual.

3.1.1 Sector interno: aumentos recientes en empleo y consumo, aunque aun son limitados para impulsar la demanda interna

La desaceleración del ritmo de crecimiento del PIB se reflejó en el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE). Las tasas de crecimiento mensuales de este indicador en enero, febrero y marzo fueron respectivamente de 0.32%, 0.30%, y -0.64% en términos desestacionalizados. La contracción del IGAE de marzo se debió a la caída de la agricultura (-4.41% m/m, ae) y del sector servicios (-0.17% m/m); y al nulo crecimiento de la industria (-0.02% m/m, ae). Al interior del sector servicios hubo un desempeño débil en marzo en casi todos sus componentes, lo cual se acentuó en el sector transporte y medios masivos de comunicación (véase la gráfica 3.4).

Gráfica 3.3

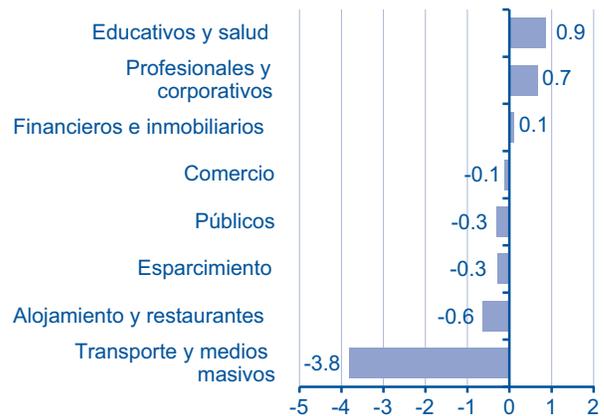
Indicador Global de Actividad Económica y sus componentes (Var. % a/a, ae)



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

Gráfica 3.4

Sector servicios: componente del IGAE, marzo de 2015 (Var% a/a, ae)



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

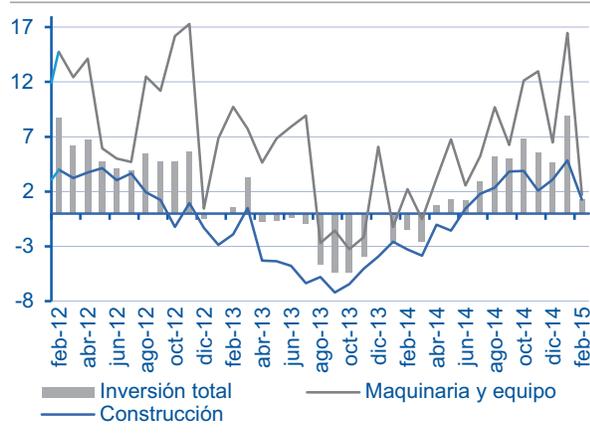
Por otra parte, en los primeros cuatro meses de 2015 la confianza de los agentes económicos mostró cierta cautela. Por ejemplo, en enero el índice de confianza del productor (ICP) permaneció en la zona de optimismo, es decir, en un nivel mayor al umbral de 50 puntos en el índice. De febrero a abril perdió fuerza la expectativa de una mejor actividad económica del país para los próximos meses, lo que hizo que el ICP pasara de los 50.3 puntos (pts.) en enero a 49.5 pts. en febrero. Éste indicador siguió descendiendo, y en abril se ubicó en 48.4 pts., con cifras desestacionalizadas.

Por su parte, el índice de confianza del consumidor (ICC) pasó de 91.9 pts. en enero a 90.8 pts. en abril. Adicionalmente, los indicadores del Instituto Mexicano de Ejecutivos en Finanzas (IMEF) sobre las expectativas de la actividad manufacturera y no manufacturera del país reportaron un desempeño también modesto. El indicador IMEF de Manufacturas se ubico en los 50.5 puntos en enero, con cifras ajustadas por estacionalidad (ae), y en abril alcanzó apenas 51.8 pts. Por su parte, el indicador No manufacturero del IMEF pasó de 48.4 pts. a 49.5 pts, ae. (por debajo del umbral de optimismo), en igual periodo. Es decir, si algunos de los índices presentan mejoría, ésta es menor por lo que no se tiene claridad de que el ritmo de crecimiento del IGAE aumente de manera significativa en el corto plazo.

En relación con la inversión, en enero de 2015 la inversión fija bruta y sus componentes dieron señales de recuperación. Esta mejora se interrumpió en febrero al pasar de una tasa de crecimiento anual de 8.9% en enero a una de 1.3% en febrero, ajustado por estacionalidad. Esto sucedió de manera particular con el componente de Maquinaria y equipo, pues éste aumentó en ese mes apenas 1.7% a/a, ae. La construcción se mantuvo débil, con un crecimiento anual de 1.3% en febrero, ae. (véase la gráfica 3.5). Cabe mencionar que si bien se estima que entre el segundo y el tercer trimestre de 2015 el componente de inversión pública comenzará a crecer, dicha mejora será lenta.

Gráfica 3.5

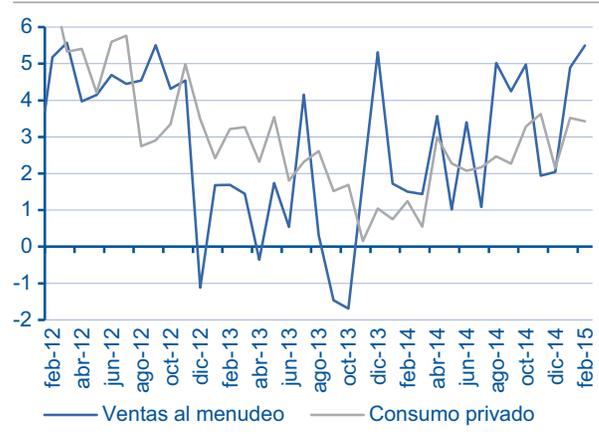
Componentes de la inversión
(Var % a/a, ae)



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
(Var % a/a, ae)



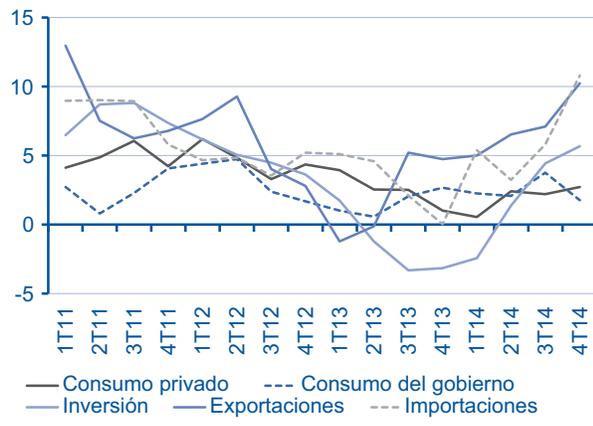
a/a=año a año.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI y la STPS.

Por otra parte, las ventas al menudeo durante los primeros meses del año mostraron tasas de crecimiento positivas que sugieren que el sector interno del país tendrá cierta recuperación en 2015. Cabe mencionar que en febrero la tasa de crecimiento anual de este indicador fue de 5.6%, ae, y ésta ha sido la mayor desde diciembre de 2013 (véase la gráfica 3.6).

El origen del impulso del PIB se puede observar en los componentes de la demanda agregada. En el cuarto trimestre de 2014 (4T14) las exportaciones aumentaron (10.2% a/a ae.), al igual que las importaciones (10.8% a/a ae.). La formación bruta de capital fijo total creció 5.7% anual y a su interior destacó la inversión privada (9.9% a/a), mientras que la inversión pública experimentó una caída sustancial (-9.1% a/a). De esta manera, el componente que contribuyó más al crecimiento económico del PIB en el 4T14 fue el sector exportador; le siguió la inversión privada y luego por el consumo privado. La inversión y el gasto del sector público tuvieron una aportación negativa, al igual que la variación de existencias. Las importaciones tuvieron una aportación negativa al crecimiento del PIB, y ésta fue mayor que en los dos trimestres anteriores (véase la gráfica 3.8). La contribución del gasto y de la inversión pública en el PIB en los últimos años ha sido marginal. Esto sugiere la existencia de problemas en la asignación y la ejecución de los recursos que deben ser evitados con mayor transparencia y rendición de cuentas. Estimamos que en el primer trimestre de 2015 los componentes de la demanda más relacionados con el sector externo tendrán una aceleración.

Gráfica 3.7

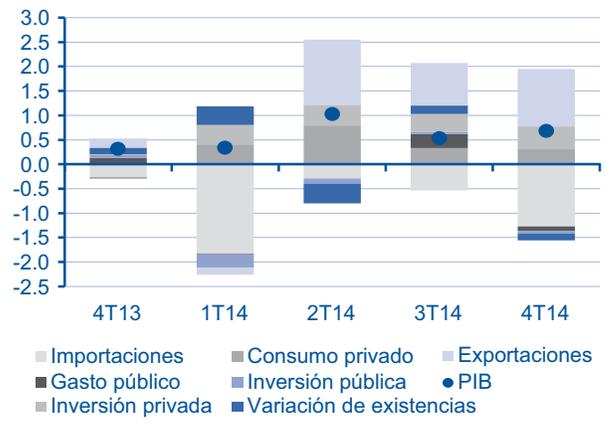
Demanda agregada: componentes (Var% a/a, ae)



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

Gráfica 3.8

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



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

3.1.2 Sector externo: continúa el dinamismo

Como se señaló previamente, la demanda externa se ha consolidado como el principal factor detrás del crecimiento económico del país. El sector que más se ha beneficiado de esta demanda, especialmente de la proveniente de Estados Unidos, es el sector automotriz (véase la gráfica 3.9).

Gráfica 3.9

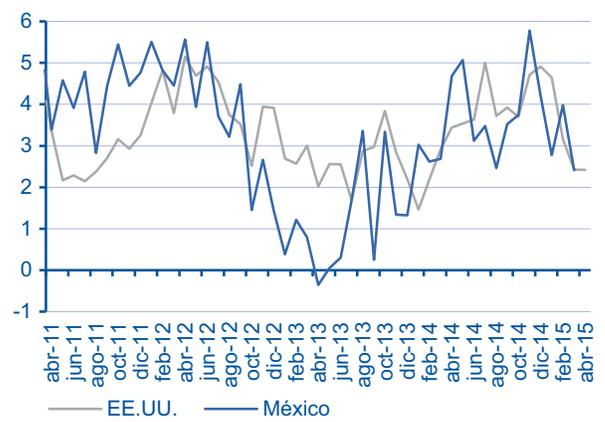
Producción y exportación de vehículos de México (Var % a/a)



a/a=año a año.
Fuente: BBVA Research con información de la AMIA.

Gráfica 3.10

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



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

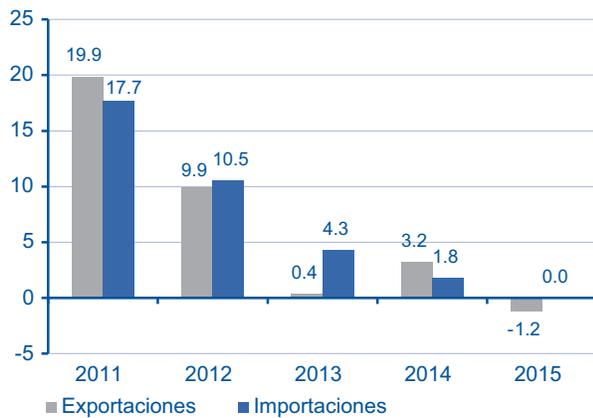
De acuerdo con la Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA), de enero a abril de 2015 la producción acumulada de vehículos aumentó 10.7% con respecto a igual periodo de 2014 y las exportaciones de vehículos crecieron 14.0% (véase la gráfica 3.9). Sin embargo, el resto del sector manufacturero mexicano ha experimentado los efectos negativos de una menor producción manufacturera de EE.UU., la cual a su vez está relacionada con los problemas climáticos que enfrentó ese país a principios de año y la apreciación del dólar (véase la gráfica 3.10). Independientemente de lo anterior, las exportaciones de automóviles han destacado por su alto ritmo de crecimiento.

3.1.2.1 Exportaciones e importaciones de mercancías

La tasa de crecimiento anual de las exportaciones e importaciones de mercancías acumuladas de enero a abril de 2015 fue de -1.2% y 0.0%, respectivamente (gráfica 3.11). El crecimiento negativo que las exportaciones registraron en el periodo referido refleja la importante contracción que el valor de las exportaciones petroleras ha tenido en los últimos meses, además de que el desempeño de las exportaciones no petroleras ha sido moderado. Por otra parte, la falta de crecimiento de las importaciones refleja un bajo nivel de demanda doméstica.

Gráfica 3.11

Exportaciones e importaciones de mercancías acumuladas de enero a abril (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.

A inicios del segundo trimestre, en el mes de abril, la tasa de crecimiento anual tanto de las exportaciones como de las importaciones fue negativa (gráfica 3.12), y en los últimos meses se observa un menor dinamismo (gráfica 3.13). Por su parte, las exportaciones petroleras han tenido el peor desempeño al acumular en los primeros cuatro meses de 2015 una caída anual de 46.7%, en tanto que las exportaciones con el mayor dinamismo en el periodo fueron las automotrices con una tasa anual de 11.1% (gráfica 3.14).

Gráfica 3.13

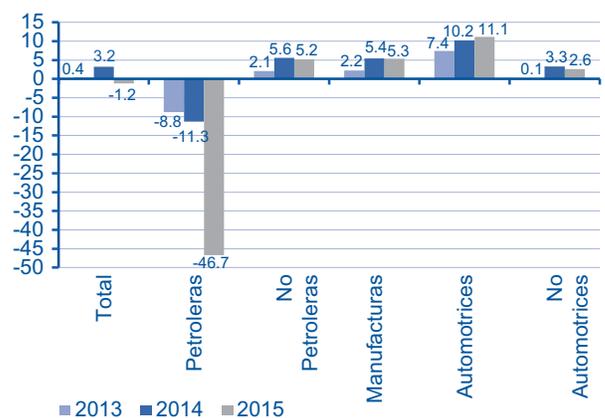
Exportaciones e importaciones de mercancías (Var % anual del promedio móvil de tres meses)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.14

Exportaciones de mercancías por tipo de bien acumuladas de enero a abril (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 315

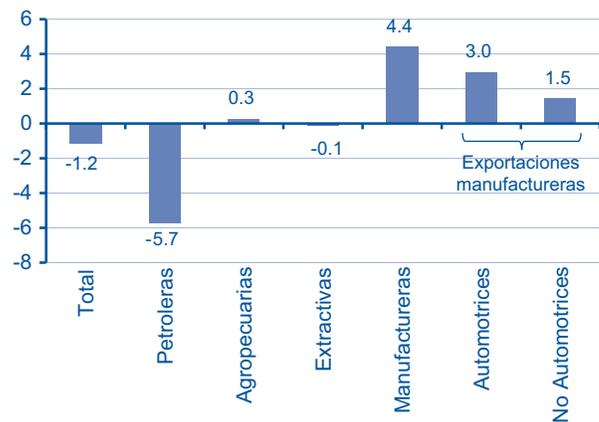
Exportaciones de petróleo crudo: promedio de la plataforma y del precio de exportación
(Cifras en miles de barriles diarios y en dólares por barril de petróleo crudo)



1T indica que son cifras promedio del primer trimestre del año.
Fuente: BBVA Research con información del INEGI;

Gráfica 316

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



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

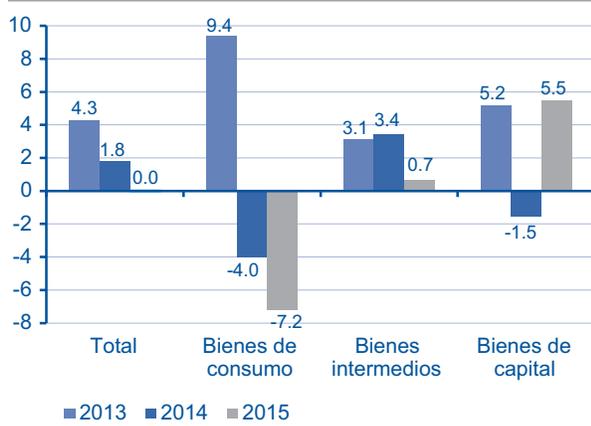
En la caída del valor de las exportaciones petroleras el factor que más ha incidido es la reducción del precio promedio del barril de petróleo. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2014 el precio promedio del barril de petróleo crudo de exportación del país fue de 92.4 dólares, y para el mismo trimestre de 2015 el precio promedio del barril se había reducido en 51.5% para ubicarse en 44.8 dólares (gráfica 315).

La caída de -1.2% en el crecimiento de las exportaciones de enero a abril de 2015 provino de una aportación negativa de las exportaciones petroleras de -5.7 puntos porcentuales (pp); -0.1 pp del resto de extractivas; y una contribución positiva de 3.0 pp de las exportaciones automotrices, 1.5 pp del resto de exportaciones manufactureras y 0.3 pp de las agropecuarias. Esto indica que la caída de las exportaciones petroleras es de tal magnitud que no pudo ser compensada con el crecimiento de las exportaciones automotrices y del resto de productos manufacturados.

En el caso de las importaciones, su nulo crecimiento anual en el periodo de enero a abril (gráfica 3.17) fue resultado de una fuerte caída de las importaciones de bienes de consumo (-7.2%) que no llegó a ser compensado por las importaciones de bienes intermedios (0.7%) y de bienes de capital (5.5%). Las importaciones de bienes de consumo pueden dividirse en importaciones petroleras y no petroleras, cayendo las primeras -25.6% en términos anuales y las segundas creciendo únicamente 0.9%. En términos de contribución al crecimiento, los bienes intermedios y de capital contribuyeron cada uno con 0.5 puntos porcentuales. Estas contribuciones positivas se vieron contrarrestadas por la contribución negativa que registraron las importaciones de bienes de consumo (gráfica 3.18)

Gráfica 317

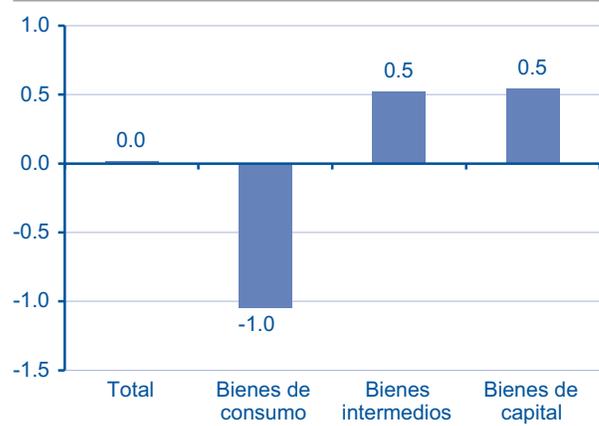
Importaciones anuales de mercancías por tipo acumuladas de enero a abril (Var % anual)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

Gráfica 318

Importaciones de mercancías acumuladas de enero a abril (Aportación al crecimiento, puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI

3.1.2.2 Déficit de la balanza comercial

De enero a abril de 2015 el saldo acumulado de la balanza comercial ascendió a un déficit de casi 2.3 mil millones de dólares (gráfica 319). Cabe mencionar que este déficit se debe principalmente al sector petrolero. Por ejemplo, si se excluye de las exportaciones e importaciones totales las provenientes del sector petrolero, el saldo de la balanza comercial es superavitario en 371 millones de dólares en el periodo de referencia. Por otra parte, si a lo largo de 2015 el déficit de la balanza comercial persiste resultado de la reducción del valor de las exportaciones petroleras, es posible que el sector externo del país no tenga una aportación positiva al crecimiento en el año.

Gráfica 319

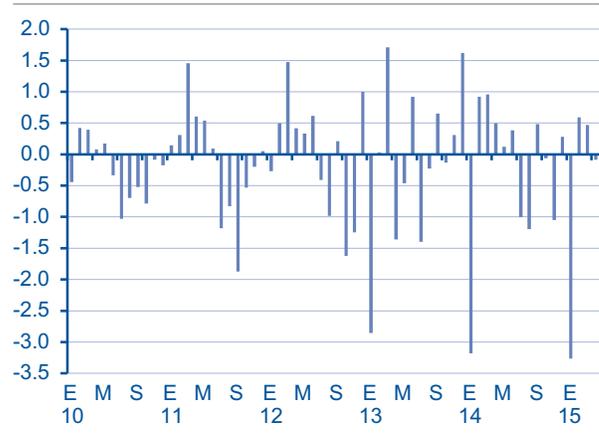
Saldo acumulado de enero a abril de la balanza comercial (Millones de dólares)



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.

3.1.3 Evolución positiva de los trabajadores del sector privado registrados en la seguridad social

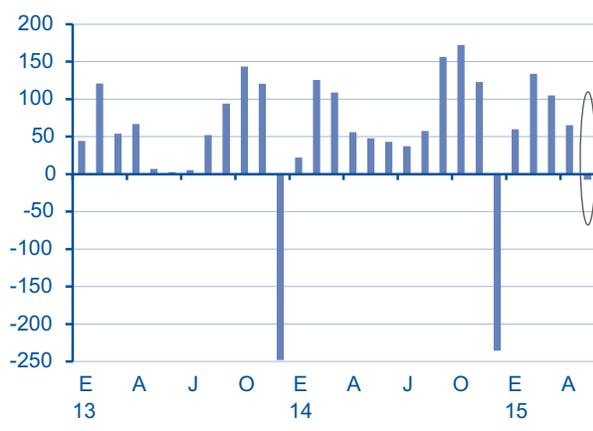
Desde agosto de 2013 a abril de 2015 cada mes se registró un aumento en el número total de trabajadores registrados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) con excepción de los meses de diciembre de 2013 y 2014 debido a factores estacionales como es la reducción de plantilla una vez que termina la temporada navideña. (gráfica 3.21)

Cabe mencionar que esto coincide con el programa de formalización del empleo implementado por las autoridades laborales desde la segunda mitad de 2013, el cual consiste en promover que las personas que tienen un empleo pero no las prestaciones de seguridad social puedan contar con estas últimas. Las autoridades laborales han indicado que el programa de formalización de empleo benefició a 300 mil trabajadores en 2013² y entre 300 y 350 mil en 2014.³ Este programa continúa en 2015.

El programa de formalización de empleo parece haber contribuido de manera importante en el aumento significativo que se ha observado en el número de trabajadores afiliados al IMSS a pesar del reducido ritmo de crecimiento de la actividad económica. Por ejemplo, en 2014 el crecimiento del PIB fue de 2.1% y el número de trabajadores afiliados al IMSS aumentó en casi 715 mil personas. De esta manera, la formalización del empleo que se ha dado desde la segunda mitad de 2013 proporcionó importantes avances en la expansión del empleo formal en el país.

Gráfica 3.21

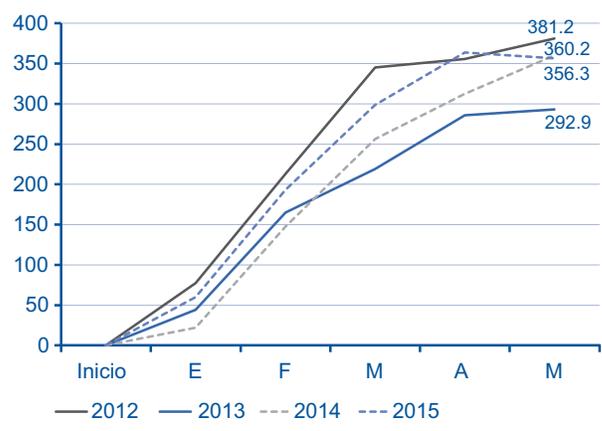
Aumento mensual del número total de trabajadores registrados en el IMSS (Número en miles de personas)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Gráfica 3.22

Aumento mensual acumulado de los nuevos trabajadores afiliados al IMSS (Número en miles de personas)



Fuente: BBVA Research con información del INEGI.

Por otra parte, en los primeros cinco meses de 2015 el número de nuevos trabajadores registrados en el IMSS fue de poco más de 356 mil, una ligera reducción al compararla con el mismo lapso de 2014 en el que fue de 360.2 mil personas (véase gráfica 3.22). Esto se debió principalmente a una disminución en mayo de casi siete mil quinientos trabajadores registrados en ese Instituto (véase gráfica 3.22), lo que podría sugerir una desaceleración en el mercado laboral.

3.1.4 Finanzas públicas: mayor dinamismo en gasto que en ingresos

Los ingresos del sector público acumulados de enero a abril de 2015 registraron una tasa de crecimiento real anual de 4.9%. Esto se debió al desempeño favorable de los ingresos no petroleros. Estos registraron una tasa de crecimiento real anual de 26.5% en el periodo, en tanto que los ingresos petroleros tuvieron una caída anual de 43.7% (cuadro 3.1). El desempeño favorable de los ingresos del sector público provino principalmente del impuesto sobre la renta

² Ver el artículo "Se formalizan 40 mil empleos en el Estado de México", publicado en El Financiero el 7 de febrero de 2014.

³ Ver el artículo "Formalizan 350 mil trabajos en 2014" publicado en El Financiero el 11 de enero de 2015.

(ISR), cuya recaudación registro una tasa de crecimiento real anual de 25.2% en el periodo. Este importante aumento parece deberse en gran medida a las nuevas reglas impositivas que se dieron con la reforma fiscal de 2014 y que se empezaron a aplicar con la declaración anual de personas físicas y morales en marzo y abril de 2015. En cambio, la recaudación generada por el impuesto al valor agregado (IVA) en ese periodo registró una tasa de crecimiento real negativa de -0.5%.

Cabe mencionar que los ingresos presupuestarios del sector público petroleros se contrajeron como consecuencia del menor precio de exportación del barril de petróleo crudo del país en los meses referidos.

Cuadro 31

Ingresos del sector público presupuestario acumulados de enero a abril de 2015 (Miles de millones de pesos)

	Monto	Var. % real	Estruc. %
Total	1,417.3	4.9	100.0
Gobierno Federal	1,110.2	9.1	78.3
Tributarios	873.0	29.2	61.6
ISR	488.8	25.2	34.5
IVA	231.8	-0.5	16.4
No Tributarios	237.2	-30.7	16.7
Org. y emp. control presup.	99.2	6.4	7.0
Emp. produc. del Estado	208.0	-13.3	14.7
Pemex	107.7	-19.3	7.6
CFE	100.3	-5.9	7.1
Total	1,417.30	4.9	100.0
Ingresos petroleros	233.6	-43.7	16.5
Ingresos no petroleros	1,183.7	26.5	83.5

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Cuadro 32

Gasto del sector público presupuestario acumulado de enero a abril de 2015 (Miles de millones de pesos)

	Monto	Var. % real	Estruc. %
Total	1,544.9	9.9	100.0
Gasto Programable	1,214.7	9.1	78.6
Gasto corriente	913.2	7.7	59.1
Gasto capital	301.5	13.9	19.5
No Programable	330.3	12.8	21.4
Participaciones a Edos.	218.7	1.4	14.2
Costo financiero	74.5	32.1	4.8
Adefas* y otros	37.1	77.7	2.4

Adefas: Adeudos de ejercicios fiscales anteriores

Fuente: BBVA Research con información de la SHCP.

Por su parte, el gasto total del sector público presupuestario acumulado de enero a abril de 2015 registró una tasa de crecimiento real de 9.9%, la cual fue mayor a la tasa de crecimiento de los ingresos del sector público del mismo periodo (cuadro 3.2). La principal partida de gasto ha sido la denominada gasto programable (59.1% corresponde a gasto corriente y 19.5% a gasto de capital), seguida del gasto no programable (21.4% restante).

Dentro de los dos componentes del gasto programable, el más dinámico corresponde al gasto de capital al crecer 13.9% real anual en el periodo referido en tanto que el gasto corriente lo hizo en 7.7%.

Al interior del gasto no programable, el costo financiero del sector público muestra un importante incremento de 32.1% real anual. Esta variación puede ser resultado del rápido aumento de la deuda del sector público que se ha venido dando en los últimos años. Por otro lado, se observa que la participación de fondos a los Estados creció únicamente 1.4% anual real en el periodo de referencia. Esto puede estar influido en gran medida por los menores ingresos fiscales procedentes de las exportaciones de petróleo, las cuales antes de la disminución del precio del petróleo de exportación se canalizaban en un alto porcentaje a las entidades federativas.

Por otra parte, el monto acumulado de enero a abril de 2015 observado del gasto total del sector público fue 6.8% mayor al monto del gasto total del sector público autorizado en el presupuesto para ese periodo (gráfica 3.23). En la medida en que en los meses posteriores se corrija esta situación se tendrá un crecimiento menos dinámico en la segunda mitad del año con el fin de cumplir con el déficit fiscal programado, lo que podría tener implicaciones negativas sobre la actividad económica.

Gráfica 3.23

Gasto presupuestario del sector público acumulado de enero a abril de 2015: programado y observado (Miles de millones de pesos)



Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

Cuadro 3.3

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

	2014	2015	Var. % real
Balance público	-37.2	-121.6	ns
Bal. púb. sin inversión productiva	85.8	54.5	-38.4
Balance presupuestario	-53.1	-127.6	ns
Ingreso presupuestario	1,310.8	1,417.3	4.9
Gasto neto pagado	1,363.9	1,544.9	9.9
Gobierno Federal	-36.1	-55.4	ns
Organismos y empresas	-17.0	-72.2	ns
Pemex	-66.8	-121.9	ns
Otras entidades	49.8	49.7	-3.2
Entidades bajo control indirecto	15.9	6.0	-63.3
Balance primario	15.9	-47.3	ns
Balance presupuestario	16	-201.2	ns
Gobierno Federal	3.6	-13.0	ns
Organismos y empresas	-2.0	-40.1	ns
Pemex	-55.3	-92.8	ns
Otras entidades	53.3	52.7	-4.2
Entidades bajo control indirecto	14.3	5.9	-60.4

ns=no significativo

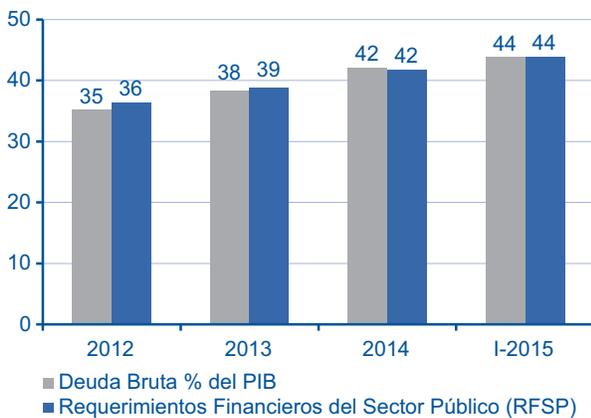
Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

El déficit del balance del sector público acumulado de enero a abril de 2015, en valor absoluto, fue de casi 3.3 veces mayor al que existió en los mismos meses de 2014 (cuadro 3.3). Como es de esperar ante los bajos precios del petróleo y los importantes niveles de inversión, destaca por su alto déficit la partida que corresponde a Pemex.

Por otra parte, el déficit del sector público se ha traducido en un mayor nivel de deuda total del sector público. En concreto, la deuda bruta total del sector público pasó de 35% del PIB en 2012 a 44% del PIB al final del primer trimestre de 2015 (gráfica 3.24). Si bien la deuda bruta total como proporción del PIB es relativamente baja en relación a estándares internacionales, es necesario mantener un marco macroeconómico sólido en un escenario de aumentos de tasas en EE.UU.

Gráfica 3.24

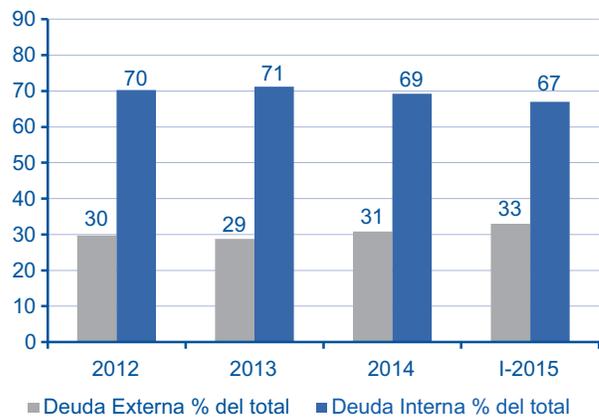
Deuda bruta total y Requerimientos Financieros del Sector Público (% del PIB)



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.

Por otra parte, una proporción relevante de la expansión de la deuda total del sector público se ha dado mediante el endeudamiento externo. Por ejemplo, el porcentaje de la deuda externa dentro de la deuda total pasó de 30% en 2012 a 33% en el primer trimestre de 2015. La exposición de esta deuda a una depreciación del tipo de cambio como la que ocurrió en los últimos trimestres representa un mayor costo fiscal, lo que podría estar influyendo en el aumento en el costo financiero del sector público (cuadro 3.2).

3.1.5 Perspectivas de la economía mexicana

Para el segundo trimestre se espera que el crecimiento económico se acelere apoyado por un mayor gasto público ligado a las elecciones, en tanto que en la segunda mitad del año la demanda externa habría de mejorar de la mano del mercado laboral en EE.UU. De esta manera el PIB crecería 2.5% en el año (gráfica 3.26).

La caída en los precios y la producción de petróleo que tienen consecuencias tanto en el mismo sector como en los montos de gasto e inversión públicos, genera que el crecimiento de la actividad económica dependa aún más del sector exportador. Por tanto, es impostergable equilibrar los motores de crecimiento mediante el fortalecimiento de la demanda interna. Para que esto ocurra se requiere, entre otros factores, poner en marcha políticas económicas que fomenten la creación de empleo formal bien remunerado; el impulso a la inversión productiva; llevar a cabo una lucha más eficiente para abatir los índices delictivos que acaban por inhibir la inversión; contar con mayores niveles de transparencia en todas las acciones del sector público que eviten el desvío de recursos y ayuden a reducir los niveles de corrupción e impunidad que inciden en una menor inversión e incrementan la incertidumbre económica del país. La aplicación de las medidas a las que se ha hecho referencia contribuiría a ir superando paulatinamente los rezagos y las limitantes para que el país alcance una mayor tasa de crecimiento de la actividad económica.

Gráfica 3.26

**Crecimiento anual del PIB de México
(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
(Var. % a/a, ae)**



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

Fuente: BBVA Research con información del INEGI y BEA

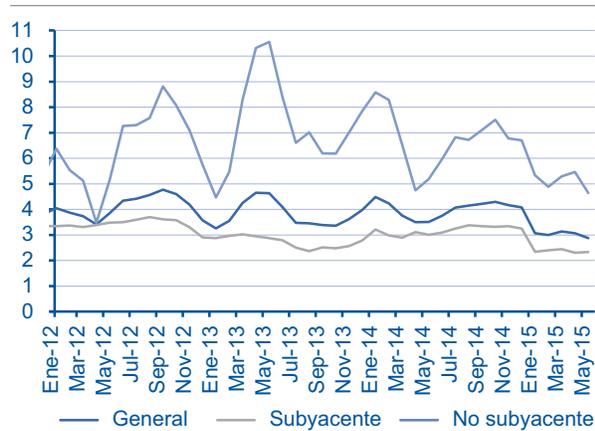
3.2 Evolución positiva de la inflación anual durante 2015; alcanza mínimo histórico en mayo

Como se anticipaba, la inflación general anual registró una importante disminución en enero de 2015. La inflación 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. Esta disminución 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 servicios como consecuencia de los menores precios en los servicios de telecomunicaciones tras eliminarse el 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. Adicionalmente, el menor incremento al previsto en el precio de la gasolina y la baja en el precio de la electricidad también contribuyeron a la reducción reciente de la inflación.

Así, a pesar de la fuerte depreciación del peso durante los últimos ocho meses, la inflación general anual promedió 3.07% en el primer trimestre de 2015 (comparado con 4.18% en el último trimestre de 2014), con lo cual alcanzó un mínimo histórico para un trimestre en la historia reciente del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), y se ubicó muy cerca de la meta del Banco de México (Banxico) de 3.0%. En abril la inflación general anual fue 3.06% y posteriormente en mayo registró una disminución adicional para ubicarse en un mínimo histórico de 2.88% (véase gráfica 3.28). Lo anterior implica que con una muy elevada probabilidad el promedio de la inflación general anual en el segundo trimestre de este año será ligeramente menor a 3.0%.

Gráfica 3.28

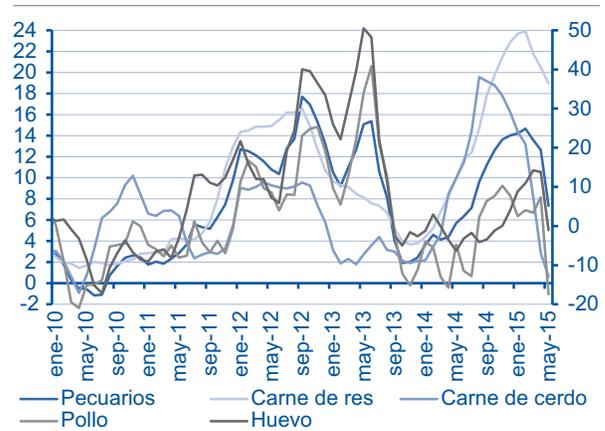
Inflación y componentes Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.29

Inflación de precios pecuarios Var. % anual



Fuente: BBVA Research con datos de la Secretaría de Economía

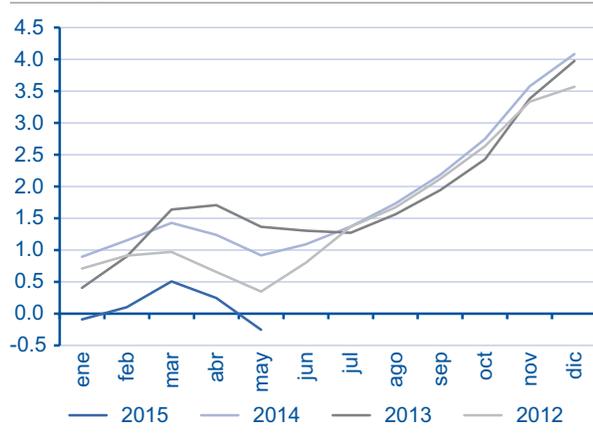
Por su parte, la inflación subyacente anual registró un promedio de 2.39% en el primer trimestre de 2015, también mínimo histórico para un trimestre en la historia del índice de precios. Este promedio se compara con el 3.30% del último trimestre de 2014. Cabe destacar que la inflación subyacente anual se ha mantenido cerca de 3.0% desde el primer trimestre de 2011 con un promedio trimestral de 3.09% entre 2011 y el primer trimestre de 2015. A pesar de que la inflación subyacente anual se ha mantenido baja durante muchos trimestres y no ha presentado ninguna señal de presiones de demanda sobre los precios, ésta había aumentado de un promedio 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. Durante el primer trimestre de 2015, consecuencia de la dilución del choque de oferta observado en enero de 2014 por el aumento de impuestos, la inflación subyacente anual disminuyó de forma sensible y se ha mantenido muy baja a pesar de la fuerte depreciación del peso durante los últimos dos trimestres. Así, durante abril y mayo la inflación subyacente registró disminuciones adicionales y su tasa anual se ubicó en 2.31% y 2.33%, respectivamente.

Las variaciones anuales de los componentes de la inflación subyacente, mercancías y servicios, registraron disminuciones durante el primer trimestre de 2015. Esta tendencia bajista ha continuado en el segundo trimestre de este año. La inflación anual del subíndice de precios de mercancías redujo su promedio de 3.57% a 2.56% entre el cuarto trimestre de 2014 y el primero de 2015. Durante abril y mayo su promedio fue de 2.55%. Esta favorable evolución ha sido explicada principalmente por una disminución importante en la tasa de variación anual promedio del componente de alimentos procesados, cuyo promedio disminuyó de 5.35% a 3.15% entre el último trimestre de 2014 y el primero de este año. En abril y mayo se registraron disminuciones adicionales a un promedio de 2.67%. Es importante resaltar que la favorable evolución del subíndice de mercancías también ha sido posible por un desempeño positivo del componente de otras mercancías que se explica por el limitado traspaso cambiario a precios, que hasta ahora se ha manifestado principalmente, en los precios de los bienes durables y no ha dado lugar a efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios, como anticipamos. Así, la inflación anual de las mercancías no alimenticias muestra una tendencia de aumento muy gradual que ha permitido que se mantenga baja, al aumentar de 2.04% al cierre de 2014 a 2.44% en mayo de 2015. Por su parte, la variación anual promedio del subíndice de servicios se redujo de forma importante entre el cuarto trimestre de 2014 y el primero de 2015 de 3.08% a 2.26%, y se ubicó en 2.03% y 2.23% en abril y mayo, respectivamente. Principalmente dos factores explican esta caída: i) la baja en el precio de los servicios de telecomunicaciones, y ii) las condiciones de holgura en la economía.

Es destacable la reducción de la inflación subyacente en los últimos seis trimestres. A pesar de enfrentar tres distintos choques como fueron el aumento de impuestos, el fuerte aumento de precios de la carne a fines del año pasado que resultó en traslado a ciertos alimentos procesados, y la fuerte depreciación del peso, la inflación subyacente ha permanecido baja e incluso ha registrado disminuciones adicionales. A lo anterior ha contribuido la estabilidad de las expectativas de inflación y la debilidad de la demanda interna en un contexto de holgura de la economía. En todo caso destaca que estos choques no hayan afectado de ninguna manera visible el proceso de formación de precios y los diferentes cambios en precios relativos no se hayan traducido en efectos de segundo orden.

Gráfica 3.30

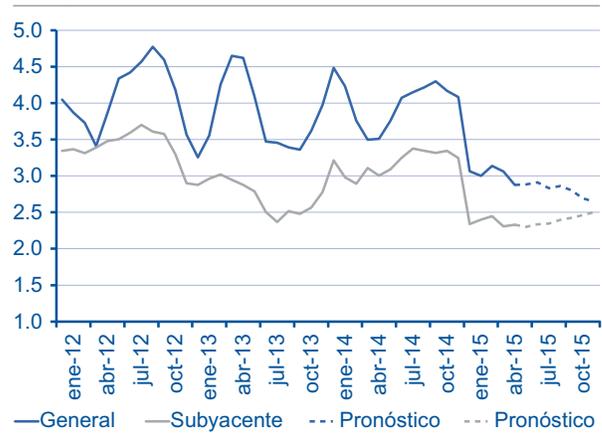
Inflación acumulada por año
Puntos porcentuales



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI

Gráfica 3.31

Perspectivas de inflación
Var. % anual



Fuente: BBVA Research

La inflación anual del subíndice no subyacente, que contiene los productos más volátiles como son los agropecuarios, la energía y las tarifas públicas, disminuyó de 6.99% a 5.17% en promedio entre el cuarto trimestre de 2014 y el primer trimestre de 2015. Además está registrando disminuciones adicionales en el segundo trimestre al ubicarse en mayo en 4.64%. Esta disminución ha estado principalmente asociada a la disminución en la inflación anual de los precios energéticos que pasaron de una tasa de variación anual de 6.36% en el cuarto trimestre de 2014 a una de 3.30% en el primero de 2015, y están registrando disminuciones adicionales en el segundo trimestre del año al situarse en 2.90%. Esto se debe principalmente al menor ritmo de aumento de los precios de las gasolinas y a las reducciones de las tarifas de electricidad con 2.0% en enero de 2015 y apoyadas por la favorable dinámica de los precios de los combustibles utilizados para su generación, principalmente el combustóleo y el gas natural. Por otra parte, si bien en conjunto la tasa de variación anual del subíndice de precios agropecuarios no registra un cambio de tendencia notorio (pro-

medio de 8.39% en el primer trimestre de 2015 frente a 8.04% en el cuarto de 2014, y 8.68% durante abril y mayo), las fuertes presiones de los precios pecuarios en la segunda mitad de 2014 que en conjunto no habían cedido durante el primer trimestre de este año parecen por fin empezar a reducirse (promedio de 13.43% en el cuarto trimestre de 2014, 14.15% en el primer trimestre de 2015, frente a 9.99% durante abril y mayo, y 7.64% en mayo). Como se observa en la gráfica 3.29, la tasa de variación anual de los principales productos pecuarios ya muestra una tendencia a la baja.

En suma, la evolución de la inflación ha sido muy favorable durante los primeros cinco meses del año. A ello han contribuido los siguientes factores: i) la dilución de los efectos de los cambios fiscales de 2014, ii) el efecto positivo de la reforma de telecomunicaciones, las bajas de los precios de la electricidad y los menores aumentos de los precios de las gasolinas, iii) la holgura de la economía, y iv) y la credibilidad del Banco de México que ha permitido que se mantengan ancladas las expectativas de inflación a pesar de distintos cambios en precios relativos. Así, como se observa en la gráfica 3.30, por primera vez en la historia la inflación acumulada a mayo es negativa y de -0.26 puntos porcentuales.

Hacia adelante, estimamos que la inflación general se mantendrá por debajo de 3.0% durante todo el año y revisamos a la baja nuestra previsión de fin de año a 2.65%.

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, y que el traspaso cambiario se ha mantenido limitado, nuestras perspectivas para la inflación durante 2015 siguen siendo favorables en un contexto de elevada holgura de la economía. Asimismo, los efectos de la reforma de telecomunicaciones han sido notorios y la evolución de la inflación también ha sido favorecida por los efectos favorables sobre las tarifas de electricidad de los menores precios de los combustibles utilizados para su generación.

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. Además de lo anterior, como explicamos en el capítulo de actividad económica, hemos revisado a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2015 y 2016, lo que supone una ampliación adicional de la ya de por sí elevada holgura de la economía. Lo anterior seguirá permitiendo que el traspaso de la depreciación del peso a la inflación continúe acotado y que no se observen efectos de segundo orden, como ha sido el caso hasta ahora.

En términos cualitativos, nuestro escenario de inflación no cambia. Sin embargo, en términos cuantitativos revisamos a la baja nuestras previsiones para la inflación general al cierre de 2015 de 2.9% en nuestra revista anterior a 2.65% y de 2.8% a 2.5% para la inflación subyacente. Además, ahora prevemos que la inflación general anual promediará 2.9% durante 2015 en comparación con 4.0% en 2014, y que la inflación subyacente anual promediará 2.4% este año, 0.8 puntos porcentuales menos que en 2014 (3.2%).

De mantenerse el menor aumento de los precios energéticos (de no regresar a los significativos aumentos de los precios de la gasolina y no revertirse el buen comportamiento de los combustibles utilizados en la generación de electricidad) no sólo propiciará una menor inflación en 2015 por sus efectos directos sobre la canasta del INPC sino que también debiera favorecer el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta de 3.0% de forma permanente en la medida que tenga 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 subíndice de inflación no subyacente debiera tener un comportamiento más favorable a partir de 2015 en comparación con los años previos, contribuyendo a alcanzar inflaciones menores.

Nuestras previsiones están sujetas a riesgos tanto a la baja como al alza. Los principales riesgos a la baja son un menor dinamismo al esperado en la economía que provoque un aumento de la brecha del producto, 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, y disminuciones más fuertes a las anticipadas en los precios pecuarios. Por su parte, los riesgos al alza provendrían del tipo de cambio en caso de consolidarse su nivel actual o registrarse una depreciación mayor del peso (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.

Recuadro 1: Evolución reciente de los precios de los productos pecuarios

A finales del año pasado la inflación no subyacente enfrentó presiones al alza debido principalmente a fuertes aumentos en los precios de la carne de res y el huevo, entre otros productos pecuarios (véase gráfica 3.32). Por ejemplo, en el caso del precio de la carne, éste tuvo una incidencia en la inflación general acumulada para el cuarto trimestre de 2014 de 0.139 puntos porcentuales (pp), es decir, de no haber aumentado dicho precio a ritmos mensuales tan elevados en ese periodo, la inflación habría cerrado 2014 dentro del intervalo alrededor del objetivo del banco central en 3.9% y no en 4.08% como terminó siendo el caso. En el caso del precio del huevo, su incidencia acumulada en los últimos dos meses de 2014 sobre la inflación general fue de 0.59 pp. El subíndice de precios pecuarios tiene un ponderador de 4.87% sobre el índice nacional de precios al consumidor. Dentro de la canasta de dicho subíndice, el precio con mayor importancia relativa es el de la carne de res con un peso de 1.78% sobre el índice general, por lo que representa 36% del subíndice de precios pecuarios. Por su parte, si bien la importancia relativa del precio del huevo es menor con 0.61% del índice, la fuerte volatilidad en su precio que provoca variaciones mensuales muy grandes (véase gráfica 3.33) ha hecho que durante los últimos años su incidencia sobre la inflación general haya sido muy relevante.

Si bien existe un monitoreo mensual de precios pecuarios que permite tener un estimado razonable de estos precios en la inflación mensual al consumidor, anticipar inflexiones en estos precios resulta un reto importante y un factor de incertidumbre sobre los pronósticos de inflación mensual de los siguientes meses, y por tanto sobre la previsión de inflación anual. En este sentido, es importante reconocer que ante la integración comercial entre México y Estados Unidos, cambios en precios relativos de estos productos en EE.UU. parecen anticipar cambios en la misma dirección y con intensidades similares en los precios de dichos productos en México. Como se observa en la gráfica 3.34, en los últimos dos periodos en los que los precios de la carne de res en México aumentó de forma considerable y de manera persistente (i.e. fines de 2011 a 2012, y durante la segunda mitad de 2014), los incrementos tuvieron lugar en EE.UU. con anterioridad. Parece entonces que choques de oferta en este producto en EE.UU. se transmiten en México con pocos meses de retraso. Es decir, que caídas en la oferta en EE.UU. influyen en la oferta de nuestro país. Esto podría ser porque si se reduce la producción en EE.UU., ante el aumento de precios en aquel mercado, los productores mexicanos podrían responder aumentando la cantidad que destinan a la exportación la cual termina reduciendo la oferta para el mercado nacional y provoca un incremento en el precio de la carne de res. Por su parte, como se observa en la gráfica 3.34, si bien los precios

Gráfica 3.32

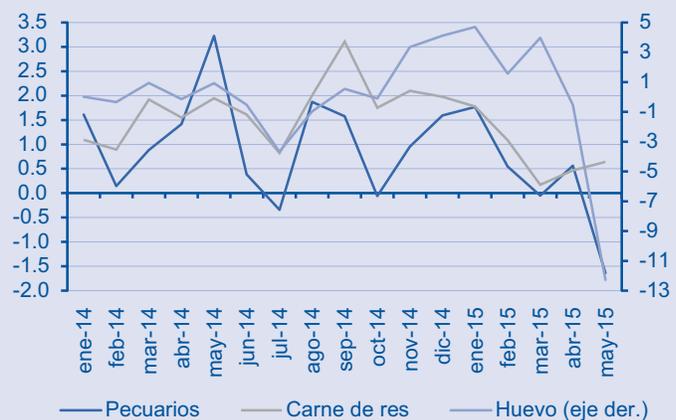
**Precios agropecuarios
Var. % anual**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 3.33

**Precios agropecuarios
Var. % mensual**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

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.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/2015/01/150130_FlashMexico_GastoPublico.pdf

del huevo en México presentan movimientos más bruscos y en algunos momentos se han identificado problemas de oferta (e.g. brote de influenza aviar en el verano de 2012), éstos parecen responder más a factores globales. Esto se observa en la correlación elevada con el precio de este producto en EE.UU., y en tiempos más recientes (último trimestre de 2014 y primeros cinco meses de este año), el precio en ese país parece mostrar inflexiones en su tendencia un poco antes que las del precio en México. Adicionalmente, los precios de la carne de puerco y el pollo también se mueven en cierta sintonía con los de EE.UU. y con retraso.

Si consideramos que la suma de las ponderaciones de la carne de res, la de puerco, el huevo y el pollo representa 90% del total del subíndice de pecuarios, anticipar cambios de ten-

dencia en los precios de estos genéricos con algunos meses de anterioridad permite adelantar a su vez cambios de tendencia en la inflación general motivados por estos productos.

Hacia adelante, el reciente cambio de pendiente en el índice de productos pecuarios hace suponer que los fuertes incrementos observados a partir de la segunda mitad del año anterior podrían haber llegado a su fin. Una estabilización en este índice produciría efectos de comparación anual muy favorables en la segunda mitad del año que sesgarían a la baja nuestra previsión de inflación general de cierre de año 2.65%. Como riesgo al alza se mantiene el precio de la carne de res que no parece haber alcanzado todavía su pico al volver a mostrar un incremento importante en mayo.

Gráfica 3.34

Índice de precios de la carne de res en EE.UU. y México*



* Índice de EE.UU. dic97 = 100; índice de México 2a. quincena dic10 = 100
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Bloomberg

Gráfica 3.35

Índice de precios del huevo en EE.UU. y México*



* Índice de EE.UU. dic97 = 100; índice de México 2a. quincena dic10 = 100
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Bloomberg

3.3 La comunicación del banco central apunta a una sincronización de su política monetaria con el proceso de aumento de tasas de la Reserva Federal

El débil crecimiento económico y el bajo nivel de inflación durante la primera mitad del año generaron incertidumbre sobre la idoneidad de iniciar un ciclo de restricción monetaria. No obstante, el Banco de México (Banxico) ha mantenido el mensaje de restricción monetaria ante los riesgos que genera para la consolidación de la inflación la próxima alza de la tasa de fondos federales en EE.UU. En concreto, después de dar a conocer la reducción en el intervalo de pronóstico para el crecimiento del PIB en 2015, que se redujo a 2.0-3.0% desde 2.5-3.5%, el gobernador del banco central reiteró que la perspectiva de incrementos en la tasa de política monetaria se mantiene aun cuando esto pueda tener costos en términos de actividad económica en el corto plazo.

El punto anterior se debe a que el banco central ha enfocado su atención en los riesgos que para la inflación supone la potencial depreciación del peso ante el inicio del ciclo de normalización monetaria de la Reserva Federal (Fed). Si bien, al momento el traspaso de la depreciación del peso a los precios y a sus expectativas ha sido limitado, el instituto central se mantiene cauteloso al señalar que las acciones de política monetaria de la Fed podrían tener repercusiones en la inflación en México a través de la volatilidad que se genere en los mercados cambiario y de renta fija.

En este punto es natural preguntarse si en un entorno donde la inflación se encuentra en mínimos históricos con 2.88% en mayo ¿es de tal magnitud el riesgo que podría verse comprometida o retrasarse la convergencia de la inflación a la meta? Para lo que resta del año, probablemente la respuesta sería negativa. No obstante, dados los tiempos en que actúa la política monetaria, Banxico probablemente está analizando el balance de riesgos para el 2016 en el que la inflación estimamos se ubicará en promedio en 3.4% en ausencia de choques relevantes. Esto es, si los riesgos sobre la inflación se vuelven más significativos a mediados del próximo año entonces la inflación en términos anuales rondará el 3.5% dado el efecto de comparación anual del índice nacional de precios que tendrá lugar.

Cabe mencionar que hay que tener en cuenta que la comunicación de Banxico no indica simplemente la convergencia al objetivo, sino que señala la necesidad de su consolidación (entendida esta como no sólo lograr que la inflación se ubique en 3.0% durante unos meses, sino que se mantenga alrededor de ese nivel por tiempo prolongado). A diferencia de los años anteriores en que la convergencia “eficiente” (i.e. la convergencia al objetivo minimizando los costos para la actividad económica) fue el principal criterio para modificar la postura monetaria; en los próximos meses la consolidación de la convergencia de la inflación al objetivo será probablemente la que guíe las acciones del instituto central.

Gráfica 3.36

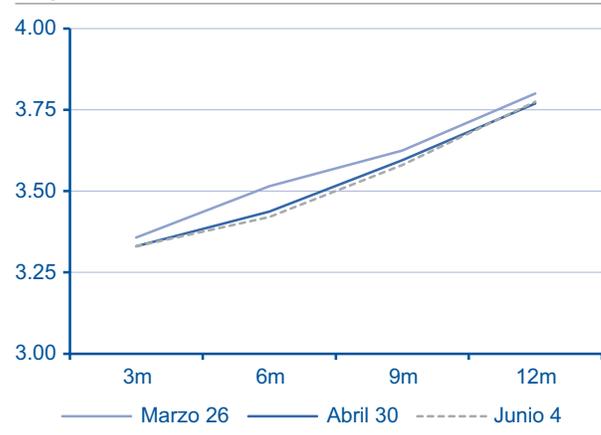
Tasa de interés real de corto plazo (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico e INEGI.

Gráfica 3.37

Curva de tasas swap en los últimos comunicados de política monetaria (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

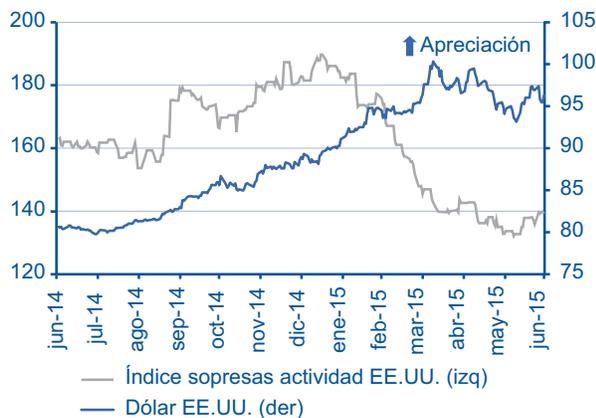
De esta manera y ante la claridad y énfasis de la comunicación del banco central sobre su futura decisión monetaria, habrá que estar atentos a las acciones de la Reserva Federal y al traspaso del tipo de cambio sobre los precios y sus expectativas, las cuales serán catalizadores de las decisiones de política monetaria en México.

En concordancia con los puntos anteriores, mantenemos nuestra previsión de un alza de 25 puntos base en la tasa de referencia hacia el último trimestre del año, en línea con el alza de la tasa de fondos federales en EE.UU. Consideramos que si bien la debilidad de la economía parece influir poco en el inicio del ciclo restrictivo sí será relevante en la velocidad del ciclo de alzas.

3.4 Ante la próxima alza de la tasa de fondos federales, el mayor atractivo de activos denominados en dólares lleva al peso a niveles mínimos históricos

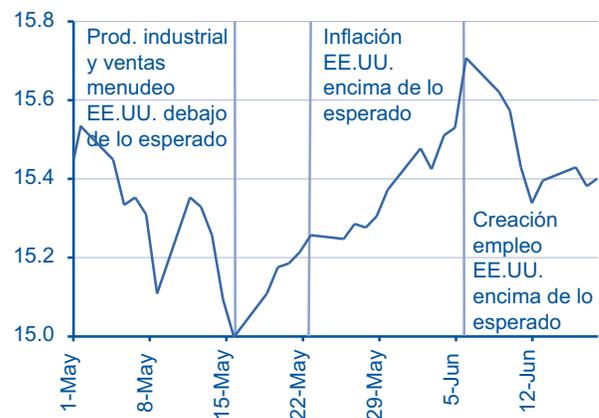
La divergencia sobre las perspectivas económicas y de política monetaria entre los EE.UU. y el resto del mundo continúa siendo el principal factor detrás de los movimientos en los mercados financieros. En particular la incertidumbre en cuanto a la fecha de inicio y el ritmo del proceso de normalización monetaria de la Reserva Federal (Fed) han dado lugar a una reasignación de recursos entre las distintas clases de activos por parte de los inversionistas. Una de las manifestaciones más relevantes de esta reasignación es el incremento de la demanda de activos denominados en dólares americanos desde el último trimestre de 2014. El dólar se ha apreciado alrededor de 18% respecto a las principales monedas a nivel mundial en el último año. Esta demanda por dólares se ha mantenido en buena medida aun cuando en el primer trimestre del año la economía de EE.UU. mostró un crecimiento de -0.7% trimestral anualizado y a pesar de que la producción industrial ligó seis meses con crecimientos mensuales negativos ¿Cómo entender este comportamiento? La explicación puede encontrarse en el hecho de que la economía norteamericana es la única región del mundo desarrollado con perspectivas de crecimiento por encima de su potencial, lo que a su vez influye en la expectativa de que la Reserva Federal comience a incrementar su tasa de referencia después de casi siete años de medidas de política monetaria no convencionales que mantienen la tasa de fondos federales en un nivel de entre 0 y 0.25%. Estas condiciones se reflejan en un mayor rendimiento esperado en los activos norteamericanos que además se benefician por tener elevados niveles de liquidez y reducidos niveles de riesgo crédito respecto a otros mercados.

Gráfica 3.38
Índice de sorpresas de actividad EE.UU. y dólar respecto a principales monedas (índices)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 3.39
Tipo de cambio (pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

En este entorno, la fortaleza del dólar también ha quedado de manifiesto en relación con el peso mexicano. Después de la depreciación de 11.3% durante el último trimestre de 2014 derivada de la caída del precio del petróleo, la incertidumbre que se genera sobre las acciones de la Fed tras cada dato de actividad económica en EE.UU. ha llevado al dólar a cotizar hasta en 15.71 pesos por dólar (ppd), su mayor nivel de la historia. Como un ejemplo de esta incertidumbre que afecta al peso, durante la primera semana de junio, que concluyó con el reporte de empleo del mes de mayo, en el que se crearon más empleos de los esperados por el consenso de analistas, el peso se depreció 2.12%. Y es que en los últimos meses se han acentuado las correlaciones negativas entre los datos positivos de la economía norteamericana y la cotización del peso, a tal nivel que un dato de empleo y de crecimiento de los salarios en EE.UU. por encima de lo esperado se traduce, en promedio, en una depreciación diaria de 1.0% para el peso. Adicionalmente, también se ha observado que a pesar de esta correlación negativa, el peso no logra mantener las ganancias de aquellos días en que se reportan datos de actividad norteamericana por debajo de lo esperado. Esto es, si bien datos de producción industrial, ventas al menudeo o crecimiento del PIB por debajo de lo esperado sí han generado

apreciaciones para el peso, que se reflejan en niveles del dólar incluso por debajo de los 15 pesos, estas ganancias han sido efímeras y se diluyen en los días posteriores. Este comportamiento puede ser un reflejo de la alta demanda por dólares y la alta liquidez del peso mexicano en los mercados internacionales. No obstante los movimientos antes descritos, el peso se ubica entre las 11 monedas de países emergentes menos depreciadas frente al dólar durante 2015 con una caída de 4.38%. Esta cifra dista de las caídas de más de 14.0% de países como Brasil y Turquía e incluso de los niveles de depreciación del Euro y el dólar canadiense que han perdido 7.19 y 5.79%, respectivamente.

Una segunda manifestación de esta reasignación de recursos entre las distintas clases de activos ha sido la reducción de la tenencia de bonos mexicanos de corto plazo por parte de extranjeros. El mes de mayo fue el sexto mes consecutivo con una caída en la tenencia de Cetes por parte de inversionistas foráneos, un fenómeno no visto anteriormente y que generó que su participación como porcentaje del total de estos instrumentos cayera de casi 70% a poco más del 45%. Esta reducción puede explicarse en parte por la menor rentabilidad de estrategias de inversión de corto plazo fondeadas en moneda extranjera (llamadas de *carry trade*), dada la depreciación y la alta volatilidad del peso mexicano. En contraste con este comportamiento, la tenencia extranjera de bonos en la parte media y larga de la curva se ha mantenido estable. De hecho durante los meses de abril y mayo esta se incrementó nuevamente después de dos meses de ligeras reducciones, con lo cual la participación de inversionistas no residentes como porcentaje del total se mantiene ligeramente por debajo del 60%. Esta estabilidad puede estar relacionada con la inclusión de varias emisiones de bonos M a índices de bonos globales que usualmente forman parte de la asignación de activos de inversionistas institucionales como son los fondos de pensiones. Esto es, a diferencia de los Cetes, algunos de los inversionistas en bonos M parecen tener horizontes de inversión de más largo plazo, lo que promueve mayor estabilidad en su tenencia aun en el entorno actual de incertidumbre.

A pesar de la depreciación cambiaria y la reducción de la tenencia de bonos de corto plazo por parte de extranjeros hay algunos indicadores de riesgo que apoyan la idea de que lo que observamos es consecuencia más de una reasignación de recursos entre clases de activos ante la normalización monetaria en EE.UU., que un deterioro per se de la economía mexicana. El nivel de riesgo crediticio de la deuda mexicana denominada en dólares medido a través de los derivados de incumplimiento crediticio a 5 años (CDS por sus siglas en inglés) se ubica en 127 puntos base (pb), nivel muy por debajo del observado durante la quiebra de Lehman Brothers (601pb) y del registrado durante la crisis del Euro en septiembre de 2011 (216pb). Otro de los indicadores es el riesgo cambiario, aproximado por la volatilidad implícita de las opciones del tipo de cambio, que actualmente se ubica en 11.0% cuando en episodios de volatilidad como los antes mencionados se ubicó hasta en 71%. Por último, si bien es cierto que la Comisión de Cambios puso en marcha un programa de subastas de dólares sin precio mínimo, estas tienen un carácter preventivo, pues hasta el momento no se han registrado faltantes de liquidez en el mercado cambiario.

Gráfica 3.40

Tenencia de cetes y bonos M por parte de extranjeros (% total de tenencia por instrumento)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 3.41

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



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Otra de las variables que ha registrado un comportamiento distinto al de episodios de volatilidad anteriores ha sido la curva de tasas de interés. A pesar del contexto de aversión al riesgo global por el próximo inicio del ciclo de normalización de la política monetaria en EE.UU., las tasas de interés de largo plazo de los bonos mexicanos se han movido en sincronía con las de las Notas del Tesoro de EE.UU. El nivel del rendimiento del bono M a 10 años (M10) se ubica en 6.18%, nivel muy por debajo del alcanzado en los momentos de mayores tensiones financieras tras la quiebra de Lehman Brothers (promedio de 9.82% en noviembre de 2008) y 100 puntos base por debajo del promedio registrado durante el primer semestre de 2011 cuando las preocupaciones por la crisis del Euro se intensificaban. Así, en lo que va de 2015 los movimientos de las tasas de interés del bono M10 han estado asociados a aquellos de los de la Nota del Tesoro a 10 años. En los momentos los datos de creación de empleo y crecimiento de los salarios en EE.UU. son positivos e influyen en la expectativa respecto a la fecha de la primera alza de la tasa de fondos federales, los rendimientos de los bonos de largo plazo en ambos países han tendido al alza; mientras que en aquellos momentos en los que datos son peores que los anticipados, las tasas de interés de largo plazo han detenido su tendencia alcista y retornado brevemente a niveles algo menores. No obstante, con todo y después de una tendencia bajista durante 2014, las tasas de interés han tenido una tendencia de alza gradual durante 2015 (véase gráfica 3.41). De hecho, después de alcanzar sus niveles mínimos recientes a inicios de año, de 1.64% para la Nota del Tesoro a 10 años y 5.19% para el bono M10, los rendimientos de ambos bonos gubernamentales han aumentado 69 y 99pb respectivamente, para ubicarse en niveles de 2.33 y 6.18%, respectivamente.

Gráfica 3.42

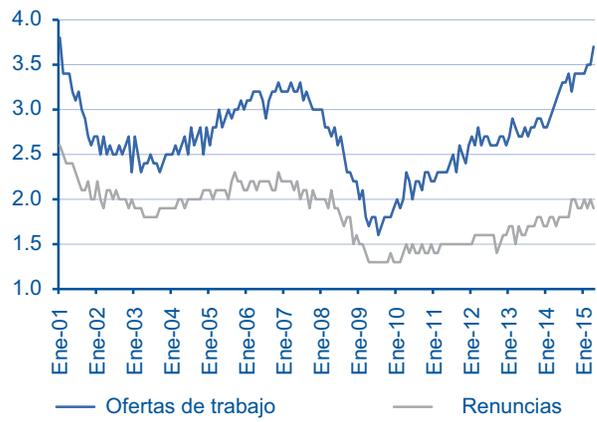
Índice de costos laborales*
(Var. % anual)



*Trabajadores de todas las industrias y ocupaciones
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 3.43

Ofertas de trabajo y renuncias
(% del empleo)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Hacia adelante esperamos que la reasignación de recursos entre las diversas clases de activos se mantenga e incluso se intensifique ante la cercanía del inicio del proceso de normalización monetaria. Además, no hay que descartar una mayor volatilidad ante eventos como las negociaciones entre Grecia y las autoridades europeas o algún evento de riesgo geopolítico. En concreto, en materia cambiaria consideramos que hay espacio para una apreciación limitada desde los niveles actuales hacia niveles de entre 14.8 y 15.0 pesos por dólar hacia finales de año, con base en las siguientes consideraciones: 1) reducción de la incertidumbre respecto a la trayectoria de las tasas de interés en EE.UU. una vez que inicie el ciclo de normalización en Septiembre próximo y que los mercados incorporen la gradualidad del ciclo de alzas que la Fed planteó; 2) un repunte de la economía norteamericana durante la segunda mitad del año de manera que se alcance una tasa de crecimiento anual de no menos de 2.5% en 2015; y 3) que continúe la recuperación del precio del petróleo. En lo que respecta a las tasas de interés de largo plazo de la deuda gubernamental, el factor determinante también será el próximo inicio del ciclo de subidas de tasas por parte de la Fed. En este sentido, cabe preguntarse si las sorpresas en balance negativas en lo que va del año de los datos de actividad de EE.UU. podrían implicar un retraso en la decisión de la Fed de iniciar su proceso de normalización de la política monetaria. Como se esperaba, la Fed no tomó ninguna decisión de cambio en la tasa monetaria en su reunión de junio,

influida por el bache de la economía americana en el primer trimestre del año y considerando que las bajas tasas de inflación implican que no existe una necesidad apremiante para dicha acción. Más bien, la Fed decidió esperar a ver si los datos todavía se siguen moviendo en la dirección correcta. En septiembre, sin embargo, la paciencia de la Fed podría o bien llegar a su fin o con mayor certeza acercarse a éste, de tal manera que seguimos anticipando que la Fed iniciará su ciclo de subidas en septiembre. En caso de que esto no sea así, el retraso podría no extenderse más allá de la reunión de diciembre de este año.

¿Por qué nos estamos acercando al fin de los niveles excepcionalmente bajos de las tasas de interés en EE.UU.? Si bien ha habido una caída en la producción de EE.UU. en el primer trimestre y los datos económicos no se han recuperado tan rápido como se esperaba en el segundo, lo que le permite a la Fed seguir siendo paciente, la realidad es que factores temporales que habían deprimido a la inflación -como las fuertes caídas en los precios del petróleo y la significativa apreciación del dólar- comienzan a desaparecer, e incluso empiezan a traducirse en una tendencia alcista de las expectativas de inflación de mercado, hecho que contribuirá a que la tasa de inflación anual se mueva gradualmente hacia el nivel objetivo de la Fed. Y éste es uno de los dos factores determinantes para el inicio del ciclo de subidas, ya que cabe recordar que la Fed ha dejado claro que no iniciará este ciclo hasta que el mercado laboral se fortalezca más y esté "razonablemente confiado" de que la inflación anual se elevará a niveles de 2.0% en el mediano plazo.

Es importante resaltar la importancia del mercado laboral para la Fed porque la recuperación de éste se mantiene intacta a pesar de la desaceleración que han mostrado otros datos de actividad económica en lo que va del año. No solo la creación de empleo sigue a ritmos fuertes, sino que también los salarios (que serán determinantes para que la inflación se acerque a los niveles deseados por la Fed) comienzan a fortalecerse. Los salarios tuvieron un crecimiento mensual de 0.3% en mayo (frente al 0.2% esperado) y el índice de costos laborales de todos los empleados tuvo una variación anual de 2.5% en el primer trimestre de 2015 (2.8% para los trabajadores del sector privado). Lo más importante es que después de varios años con crecimientos muy modestos los costos laborales parecen haber iniciado un ciclo alcista (véase gráfica 3.42), lo cual es el factor clave para que la inflación aumente hacia delante. Además, la fortaleza del mercado laboral, cada vez más clara si consideramos que las ofertas de trabajo están creciendo al mayor ritmo desde 2001 y el hecho de que más trabajadores están renunciando a sus posiciones actuales ante las mejores perspectivas del mercado laboral (véase gráfica 3.43), hace previsible que los salarios continúen en una senda de recuperación en los próximos trimestres.

En suma, consideramos que los datos más relevantes para las decisiones de la Fed siguen moviéndose en la dirección correcta, lo que debiera implicar que suban su tasa de política monetaria este año. En la medida en que la primera subida del próximo ciclo alcista ocurra más pronto que tarde (i.e., en septiembre y no en diciembre) el sesgo a nuestras previsiones actuales para las tasas de interés gubernamentales a 10 años de México (6.1%) y de EE.UU. (2.4%) sería alcista y de alrededor de 30-40pb para el caso del bono M10; mientras que si la Fed decide retrasar esta subida a diciembre el sesgo sería algo más acotado.

4. Evolución reciente del empleo en México

Introducción

Ante la importancia del mercado laboral como fuente de demanda interna y a la luz del trascendente programa de formalización de empleo iniciado en el tercer trimestre de 2013,¹ en este artículo se analiza la evolución reciente del mercado laboral en México.

De acuerdo con las cifras de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) que publica el INEGI, en el primer trimestre de 2005 había casi 43.1 millones de personas económicamente activas (PEA), y para el primer trimestre de 2015 ésta aumentó a poco más de 52 millones de personas. De esta forma, en 10 años la PEA se incrementó en 8.9 millones de personas. Es decir, en este lapso se incorporaron al mercado laboral 890 mil personas al año en promedio.

La PEA se divide en personas ocupadas y desocupadas. En el primer trimestre de 2015 había 49.8 millones de personas ocupadas (95.8% de la PEA) y 2.2 millones desocupadas (4.2% de la PEA). Las personas ocupadas se pueden dividir a su vez por posición en el empleo como son: trabajadores subordinados; empleadores; trabajadores por cuenta propia y otros; y por tener acceso o no a la seguridad social.

Por otra parte, en el país se ha llevado a cabo un programa de formalización de empleo, el cual se ha caracterizado porque ha aumentado el número total de trabajadores registrados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) de manera importante dentro de un contexto de bajo crecimiento de la economía. Por ejemplo, en 2013 el PIB creció 1.7% y el crecimiento anual del número total de trabajadores afiliados al IMSS al final de ese año fue 2.9%. En 2014 el PIB creció 2.1% y el número total de trabajadores registrados en el IMSS lo hizo en 4.3%. En las cifras anteriores no se distingue el número de puestos de trabajo que se han creado solo por la expansión de la actividad económica de los empleos formales que se han registrado como resultado del programa de formalización de empleo.

Cabe mencionar que un nuevo registro de empleo formal resultado de la expansión de la actividad económica implica un flujo de ingreso adicional en la economía, lo cual a su vez aumenta la demanda de bienes y servicios. En cambio, un nuevo registro resultado de la formalización del empleo existente no implica un flujo adicional de ingreso, pues esa persona ya contaba con éste. Por otra parte, la formalización genera mayor seguridad para el trabajador tanto en sentido laboral como en lo referente a su salud y al bienestar de su familia. Esto en el mediano plazo podría promover un mayor consumo, aunque esta medida también dependerá del ingreso neto que el trabajador perciba antes y después de la formalización. El problema de identificar el origen de la creación de empleo formal tiene implicaciones para el pronóstico de ciertas variables relevantes, como puede ser el caso del consumo privado o la demanda de créditos al consumo y a la vivienda, que en gran medida dependen del nuevo empleo que solo proviene de la actividad económica.

Creación de empleo con y sin acceso a seguridad social

Para el caso de las personas que están ocupadas se tiene que éstas se pueden dividir entre las que cuentan con seguridad social y las que no. Asimismo, es común que esta clasificación se use como indicación de informalidad laboral, siendo un trabajador formal aquel que cuenta con seguridad social y uno informal aquel que no tiene acceso a ésta. De acuerdo con esta clasificación se tiene que de las 49.8 millones de personas ocupadas en el primer trimestre de 2015, solo 18.3 millones ó 36.7% de ese total contaban con acceso a la seguridad social. De esta forma, las personas ocupadas que no tenían seguridad social eran 31.3 millones, que equivale a 62.5% de la población ocupada (véase cuadro 4.1).

¹ El tema de la formalización del empleo ha aparecido en la prensa en algunas ocasiones como, por ejemplo, ha sido en los artículos publicados el 7 de febrero de 2014 y el 11 de enero de 2015 en El Financiero. Además, en los boletines de prensa emitidos por la Secretaría del Trabajo y Previsión Social (STPS) se hace referencia al tema de la formalización o migración de empleos hacia la formalidad (e.g. Boletín informativo 165 de la STPS del 7 de febrero de 2014). Este proceso consiste en hacer que alguien que tenía un empleo pero carecía de seguridad social (i.e. sin registro en el IMSS) se formalizara, es decir, que ese trabajador ahora contara con seguridad social (i.e. se diera de alta en el IMSS).

Cabe mencionar que, de acuerdo con la ENOE, desde el final del segundo trimestre de 2013, período en que inició el programa de formalización de empleo, al final del primer trimestre de 2015, el aumento en la población ocupada total fue de 509,835 personas. Esta cifra está compuesta por un incremento de 579,661 personas con acceso a la seguridad social y por una disminución de 24,497 individuos que no tenían acceso a la seguridad social, además de una reducción de 45,329 personas que no estaba especificado si tenían o no acceso a la seguridad social (véase cuadro 4.1).

Cuadro 4.1

Población Económicamente Activa ocupada por su acceso a la seguridad social

	Cifras en personas				Aumento en el número de personas ocupadas en el periodo referido				
	1	2	3	4	5	6	7	8	
	Total PEA Ocupada	PEA con acceso a Seguridad Social	PEA sin acceso a seguridad social	PEA no especificada	Total PEA Ocupada	PEA con acceso a Seguridad Social	PEA sin acceso a seguridad social	PEA no especificada	
IV-2010	45,911,934	16,500,567	29,133,888	277,479	2010-2009	(431,770)	460,544	(870,450)	(21,864)
IV-2011	48,307,467	16,925,874	31,075,371	306,222	2011-2010	2,395,533	425,307	1,941,483	28,743
IV-2012	49,945,599	18,056,654	31,597,517	291,428	2012-2011	1,123,328	383,255	762,293	(22,220)
IV-2013	49,945,599	18,056,654	31,597,517	291,428	2013-2012	1,123,328	383,255	762,293	(22,220)
IV-2014	49,823,798	18,267,966	31,299,257	256,575	2014-2013	(121,801)	211,312	(298,260)	(34,853)
II-2013	49,296,229	17,716,433	31,302,185	277,611					
I-2015	49,806,064	18,296,094	31,277,688	232,282	I-15-II-13	509,835	579,661	(24,497)	(45,329)

Fuente: INEGI, ENOE

De estas cifras se desprende que del final del segundo trimestre de 2013 al primero de 2015 hubo un avance en la mayor cobertura de la población trabajadora que cuenta con acceso a la seguridad social, pues esta población aumentó en mayor magnitud que la ocupación total. Esta situación refleja los avances del programa de formalización del empleo que las autoridades laborales empezaron a llevar a cabo a partir del inicio del tercer trimestre de 2013.

Creación de empleo formal subordinado y asalariado

El número total de personas que están ocupadas se puede dividir también en las siguientes categorías: 1) trabajadores subordinados y remunerados; 2) trabajadores subordinados y remunerados asalariados; 3) trabajadores con percepciones no salariales²; 4) empleadores; 5) trabajadores por cuenta propia; y 6) trabajadores no remunerados (véase cuadro 4.2)

Del final del segundo trimestre de 2013 al primero de 2015 disminuyó el número de personas que tenían percepciones no salariales (-119,436, cuadro 4.2 columna 11), así como también se redujo el número de empleadores (-39,100, cuadro 4.2, columna 12), los trabajadores por cuenta propia (-26,251, cuadro 4.2, columna 13), y los trabajadores no remunerados (-288,884, cuadro 4.2, columna 14). La suma de la ocupación en estas cuatro categorías muestra una reducción en el periodo de 473,671 personas.

² Un ejemplo de percepción no salarial es el caso de ingresos que una persona puede tener por concepto de honorarios.

Cuadro 4.2

Población Económicamente Activa Ocupada por Posición en la Ocupación

	Cifras en número de personas							Aumento en el número de personas ocupadas en el periodo referido						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Total PEA Ocupada	Total Trabajadores Subordinados y Remunerados	Trabajadores Subordinados y Remunerados Asalariados	Trabajadores con percepciones no salariales	Empleadores	Trabajadores por Cuenta Propia	Trabajadores No Remunerados	Total PEA Ocupada	Total Trabajadores Subordinados y Remunerados	Trabajadores Subordinados y Remunerados Asalariados	Trabajadores con percepciones no salariales	Empleadores	Trabajadores por Cuenta Propia	Trabajadores No Remunerados
IV-2010	45,911,934	31,926,649	29,771,088	2,155,561	1,764,154	9,287,728	2,933,403	2010-2009 (431,770)	1,736,017	1,728,674	7,343	(324,078)	(1,603,674)	(240,035)
IV-2011	48,307,467	31,973,036	29,858,562	2,114,474	2,325,825	10,915,950	3,092,656	2011-2010 2,395,533	46,387	87,474	(41,087)	561,671	1,628,222	159,253
IV-2012	48,822,271	33,962,012	31,747,737	2,214,275	1,903,568	9,968,460	2,988,231	2012-2011 514,804	1,988,976	1,889,175	99,801	(422,257)	(947,490)	(104,425)
IV-2013	49,945,599	33,614,596	31,535,684	2,078,912	2,292,799	11,096,188	2,942,016	2013-2012 1,123,328	(347,416)	(212,053)	(135,363)	389,231	1,127,728	(46,215)
IV-2014	49,823,798	33,836,470	31,787,571	2,048,899	2,072,609	11,178,627	2,736,092	2014-2013 (121,801)	221,874	251,887	(30,013)	(220,190)	82,439	(205,924)
II-2013	49,296,229	33,033,213	30,886,624	2,146,589	2,205,208	11,261,033	2,796,775	-						
I-2015	49,806,064	33,897,283	31,870,130	2,027,153	2,166,108	11,234,782	2,507,891	I-15-II-13 509,835	864,070	983,506	(119,436)	(39,100)	(26,251)	(288,884)

Fuente: INEGI, ENOE

En contraste con las cifras anteriores, el número de trabajadores subordinados y remunerados asalariados aumentó en 983,506 personas (cuadro 4.2, columna 10). Si a este casi millón de personas se le restan las casi 474 mil en que se redujo la ocupación en las cuatro categorías de personas ocupadas comentadas previamente, se tiene que la ocupación solo aumentó en 509,835 individuos (cuadro 4.2, columna 8). Esto implica que en los últimos siete trimestres se han creado en promedio casi 73 mil puestos de trabajo por trimestre.

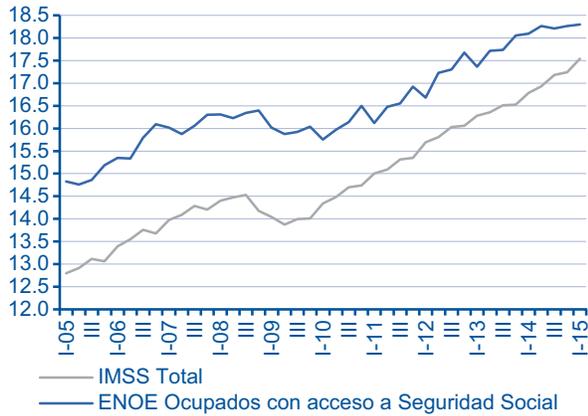
En el periodo de referencia, la ocupación total ha sido de casi 510 mil personas (cuadro 4.2, columna 8), y al mismo tiempo ha habido un aumento de casi 984 mil personas que son trabajadores subordinados y asalariados (cuadro 2, columna 10). Esta última cifra sugiere un importante esfuerzo de fiscalización de las autoridades con miras a buscar el registro como trabajador subordinado y asalariado de personal inscrito bajo otras modalidades laborales. Además, es importante considerar que solo una proporción de los 510 mil empleos en que aumentó la ocupación en el periodo comentado fue consecuencia de la expansión de la actividad económica que se dio en ese lapso.

Comparación de cifras de la ENOE e IMSS

De acuerdo con las cifras del IMSS, el número total de trabajadores registrados en ese Instituto ha aumentado de manera persistente desde el tercer trimestre de 2009, lo cual no ha ocurrido con el número total de personas ocupadas que tienen acceso a la seguridad social. En concreto, desde el segundo trimestre de 2009 al primero de 2015 el aumento en el número total de personas registradas en el IMSS fue de 3.7 millones, mientras que el incremento en las personas ocupadas con acceso a la seguridad social fue de únicamente 2.4 millones. Estas cifras indican que el avance de la formalización del empleo se ha estado observando principalmente en los registros del IMSS. Esto también se puede observar en la reducción de la diferencia entre el número total de personas ocupadas con acceso a seguridad social y el número total de trabajadores registrados en el IMSS, la cual pasó de dos millones de personas en el primer trimestre de 2005 a 0.8 millones de personas en el primer trimestre de 2015 (véanse las gráficas 4.1 y 4.2).

Gráfica 4.1

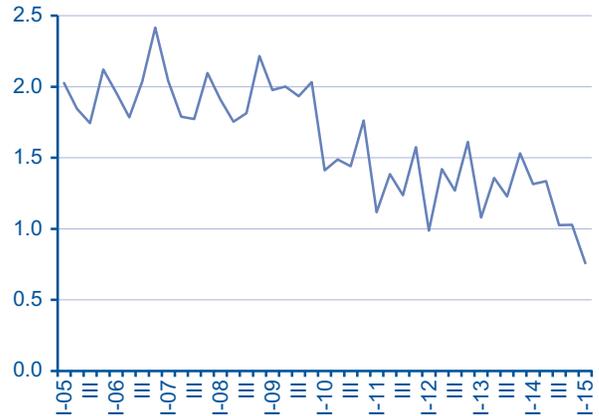
Número total de trabajadores afiliados al IMSS y número de personas ocupadas con acceso a la seguridad social de acuerdo con la ENOE
Cifras en millones de personas



Fuente: INEGI, ENOE

Gráfica 4.2

Diferencia entre el número de personas ocupadas que tienen seguridad social y el número total de personas registradas en el IMSS
Cifras en millones de personas



Fuente: INEGI, ENOE

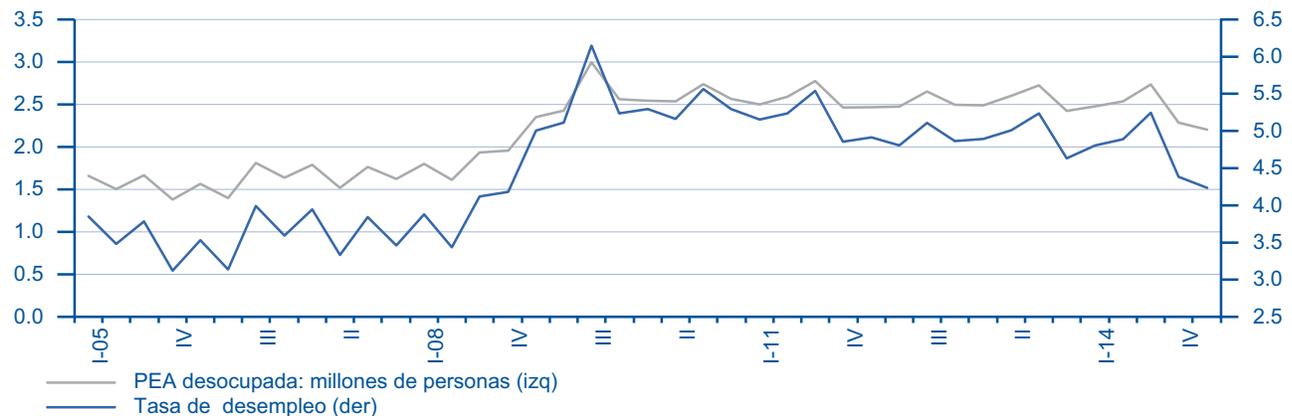
Población en edad de trabajar

Considerando que del segundo trimestre de 2013 al primero de 2015 la población en edad de trabajar (15 años y más) aumentó en 2.1 millones de personas (cuadro 4.3, columna 8), y que el número de puestos de trabajo ocupados fue de únicamente 510 mil personas, la consecuencia podría ser un aumento en el número de personas desempleadas o en el número de personas que deciden permanecer fuera del mercado laboral. A estos últimos se les clasifica como Población No Económicamente Activa (PNEA) y son aquellos que no buscan trabajo por dedicarse a otras actividades como las amas de casa, estudiantes, rentistas, o pensionados y jubilados. Obviamente, todos ellos son personas de 15 años o más.

En relación con el desempleo, no se observa en el período referido un aumento, e incluso se registra una caída en la PEA desocupada de casi 398 mil personas (cuadro 4.3, columna 11), y en el último trimestre la disminución tanto en el número de personas como en términos de tasa de desocupación se acentúa (véase gráfica 4.3). Lo anterior también se aprecia en la tasa de desempleo, pues en el primer trimestre de 2015 ésta en lugar de aumentar con respecto a la tasa de desempleo del trimestre anterior, como así ha sucedido en cada primer trimestre del año desde 2006, con excepción solo de 2011, disminuyó.

Gráfica 4.3

PEA desocupada en millones de personas y tasa de desempleo



Fuente: INEGI, ENOE

Cuadro 4.3

Población de 15 años y más y su división en Población Económicamente Activa (PEA) o No Activa (PNEA)

	Cifras en personas							Aumento en el número de personas en el periodo referido							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	Población total de 15 años y más	PEA	PEA Ocupada	PEA Desocupada	PNEA Total	PNEA Disponible	PNEA No Disponible	Población total de 15 años y más	PEA	PEA Ocupada	PEA Desocupada	PNEA Total	PNEA Disponible	PNEA No Disponible	
IV-2010	82,226,208	48,478,718	45,911,934	2,566,784	33,747,490	6,204,965	27,542,525	2010-2009	1,435,959	(425,074)	(431,770)	6,696	1,861,033	250,750	1,610,283
IV-2011	83,741,134	50,772,496	48,307,467	2,465,029	32,968,638	6,144,202	26,824,436	2011-2010	1,514,926	2,293,778	2,395,533	(101,755)	(778,852)	(60,763)	(718,089)
IV-2012	85,346,680	51,317,999	48,822,271	2,495,728	34,028,681	6,135,101	27,893,580	2012-2011	1,605,546	545,503	514,804	30,699	1,060,043	(9,101)	1,069,144
IV-2013	86,128,981	52,370,886	49,945,599	2,425,287	33,758,095	6,112,965	27,645,130	2013-2012	782,301	1,052,887	1,123,328	(70,441)	(270,586)	(22,136)	(248,450)
IV-2014	87,520,286	52,108,400	49,823,798	2,284,602	35,411,886	5,834,585	29,577,301	2014-2013	1,391,305	(262,486)	(121,801)	(140,685)	1,653,791	(278,380)	1,932,171
II-2013	85,764,390	51,895,865	49,296,229	2,599,636	33,868,525	6,193,113	27,675,412								
I-2015	87,883,549	52,007,842	49,806,064	2,201,778	35,875,707	6,031,098	29,844,609	I-15-I-14	2,119,159	111,977	509,835	(397,858)	2,007,182	(162,015)	2,169,197

Fuente: INEGI, ENOE

En contraste, la población no económicamente activa (PNEA) se incrementó en 2 millones de personas (cuadro 4.3, columna 12) en el período de referencia, mientras que la PEA aumentó únicamente en 111 mil personas en ese mismo lapso (cuadro 4.3, columna 9). Las cifras anteriores muestran que una proporción importante de la población en edad de trabajar ha decidido mantenerse al margen del mercado laboral. Entre las razones para esto podría estar la dificultad que tienen esas personas de encontrar un puesto de trabajo con condiciones laborales y salariales propicias para ellas.

El hecho de que una proporción importante de la población en edad de trabajar decida mantenerse fuera del mercado laboral podría contribuir a que la población desempleada y la tasa de desempleo en la economía no aumenten, como parece haber sido el caso del segundo semestre de 2013 al primero de 2015. No obstante lo anterior, esto difícilmente será algo permanente en la medida en que el grado de dependencia de la población no económicamente activa (PNEA) con respecto a la PEA puede aumentar solo hasta determinado nivel antes de que las familias empiecen a enfrentar carencias y aumente la demanda de un empleo por parte de la población. Además, es importante tener en cuenta que el estar fuera del mercado laboral por un periodo prolongado las posibilidades de reintegrarse se reducen y que el bono demográfico para el país generado por las personas que alcanzan la edad de trabajar también se diluye.

En suma, las cifras de la ENOE sugieren que el proceso de formalización del empleo llevado a cabo por las autoridades ha sido exitoso. Por otra parte, los datos de creación de nuevos puestos de trabajo si bien son modestos, éstos no han ido acompañados de un mayor nivel de desempleo, aunque sí de un mayor número de personas que han decidido mantenerse al margen del mercado laboral.

5. Previsiones

Cuadro 5.1

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	-0.8	-0.4	0.9	1.6	2.2
Alemania	0.6	0.2	1.6	1.9	2.2
Francia	0.4	0.4	0.4	1.1	1.8
Italia	-2.8	-1.7	-0.4	0.7	1.3
España	-2.1	-1.2	1.4	3.0	2.7
Reino Unido	0.7	1.7	2.8	2.5	2.3
América Latina *	2.8	2.5	0.8	0.6	2.1
México	3.8	1.7	2.1	2.5	2.7
Brasil	1.0	2.7	0.1	-0.7	1.8
EAGLES **	5.8	5.6	5.3	4.9	5.3
Asia-Pacífico	5.7	5.9	5.7	5.8	5.8
Japón	1.8	1.5	0.0	1.3	1.2
China	7.8	7.7	7.4	7.0	6.6
Asia (exc. China)	4.1	4.5	4.3	4.9	5.0
Mundo	3.4	3.4	3.4	3.5	3.9

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2015

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2.1	1.5	1.6	0.5	1.9
UEM	2.5	1.4	0.4	0.1	1.3
Alemania	2.1	1.6	0.8	0.3	1.4
Francia	2.2	1.0	0.6	0.1	1.1
Italia	3.3	1.3	0.2	0.0	0.9
España	2.4	1.4	-0.2	-0.2	1.4
Reino Unido	2.8	2.6	1.5	0.3	1.7
América Latina *	7.8	9.2	12.6	13.5	13.5
México	4.2	3.8	4.0	2.9	3.4
Brasil	5.4	6.2	6.3	6.7	5.7
EAGLES **	5.2	5.2	4.6	4.8	4.5
Turquía	8.9	7.6	8.9	7.3	7.2
Asia-Pacífico	3.9	4.1	3.3	2.7	3.3
Japón	0.0	1.6	2.7	1.0	1.6
China	2.6	2.6	2.0	1.7	2.5
Asia (exc. China)	4.8	5.2	4.4	3.5	3.9
Mundo	4.5	4.2	3.9	3.8	4.1

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2015

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.3

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	2.2	-0.7	3.9	5.9	4.5
Consumo personal (var. % real)	2.4	2.5	3.0	1.9	1.2	2.5	3.2	4.4	1.8	2.8	3.4	3.7
Consumo gobierno (var. % real)	-2.0	-0.2	0.8	0.4	-0.8	1.7	4.4	-1.9	-1.1	2.1	3.9	-0.8
Inversión fija bruta (var. % real)	4.7	5.3	7.2	7.1	0.2	9.5	7.7	4.5	-1.3	13.9	15.9	11.0
Construcción	3.4	4.8	7.7	5.3	4.7	5.5	8.8	10.3	3.6	8.7	10.4	8.2
Producción industrial (var. % real anual)	2.9	4.2	1.9	3.4	3.3	4.2	4.6	4.6	3.5	1.6	1.3	1.1
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.5	-2.7	-3.8	-3.2	-2.4	-2.3	-2.3	-2.6	-3.3	-3.6	-3.4	-3.0
Inflación anual (fin de periodo)	1.5	0.8	1.9	1.7	1.5	2.1	1.7	0.8	-0.1	0.2	0.9	1.9
Inflación anual (promedio de periodo)	1.5	1.6	0.5	1.9	1.4	2.1	1.8	1.2	-0.1	0.0	0.7	1.4
Balance fiscal primario (% del PIB)	-4.1	-2.8	-2.8	-2.5				-2.8				-2.8

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.4

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	2.5	2.7	0.9	2.8	2.2	2.6	2.6	2.4	2.6	2.3
Por habitante en dólares	10,630	10,627	10,720	11,009	10,506	10,939	10,830	10,414	9,646	9,814	9,863	10,288
Miles de millones de dólares	1,256	1,272	1,297	1,467	1,258	1,310	1,296	1,247	1,167	1,188	1,194	1,245
Inflación (% prom.)												
General	3.81	4.02	2.90	3.36	4.16	3.59	4.15	4.18	3.07	2.94	2.87	2.72
Subyacente	2.72	3.18	2.37	3.07	3.03	3.07	3.32	3.30	2.39	2.31	2.35	2.45
Mercados Financieros (% fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	3.50	3.00	3.25	4.00	3.50	3.33	3.0	3.0	3.00	3.00	3.25	3.25
Cetes 28 días	3.16	3.00	3.25	4.00	3.23	3.14	2.79	2.86	2.94	2.99	3.13	3.25
TIIE 28 días	3.80	3.35	3.85	4.85	3.79	3.63	3.29	3.30	3.30	3.33	3.53	3.68
Bono 10 años (% prom.)	5.68	6.10	5.78	6.38	6.34	5.87	5.9	5.8	5.60	5.90	5.93	6.07
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	13.0	13.29	15.1	14.5	13.2	13.0	13.2	14.1	15.1	15.3	15.2	14.8
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-3.0	-4.0	-4.0	-3.5	-	-	-	-4.0				-4.0
Sector Externo³												
Balanza comercial (mmd)	-1.2	-2.4	-4.6	-0.8	-1.3	1.1	-1.5	-0.7	-3.1	-0.2	-2.1	0.7
Cuenta corriente (mmd)	-29.7	-26.5	-23.7	-25.7	-10.6	-7.9	-2.8	-5.3	-6.5	-6.1	-5.5	-5.6
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.4	-2.1	-2.0	-1.9	-3.4	-2.4	-0.9	-1.7	-2.2	-2.1	-1.8	-1.8
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.5	3.5	4.3	3.6	2.8	3.3	3.8	4.2	4.6	4.5	4.2	4.0
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.91	4.83	4.68	4.69	4.97	4.93	4.88	4.52	4.56	4.66	4.76	4.74

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	2.0	3.1	2.5	4.2	2.0	2.9	3.1	4.6	2.4	2.6	2.7	2.5
Demanda interna	1.9	1.8	1.0	2.5	1.0	1.8	1.8	2.7	-0.3	1.0	1.8	1.6
Consumo	2.4	2.0	2.4	2.5	0.8	2.4	2.4	2.6	2.6	2.3	2.2	2.5
Privado	2.5	2.0	2.5	2.8	0.5	2.4	2.2	2.7	2.7	2.2	2.4	2.6
Público	1.6	2.5	1.8	1.0	2.2	2.1	3.8	1.8	2.3	2.7	0.6	1.8
Inversión	-1.0	2.3	3.4	3.6	-2.1	0.9	4.5	6.0	5.6	4.0	2.7	1.5
Privada	-0.7	4.7	5.3	5.5	-1.6	3.4	7.2	9.9	7.6	5.4	4.6	3.5
Pública	-1.9	-7.2	-4.7	-5.9	-4.2	-9.0	-6.2	-9.1	-2.8	-2.1	-6.0	-7.9
Demanda Externa	2.1	7.3	7.2	9.2	5.0	6.5	7.1	10.2	11.0	7.4	5.6	5.0
Importaciones	2.9	6.3	2.8	8.7	5.4	3.2	5.8	10.8	1.9	3.1	3.2	2.9
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	0.8	3.5	5.8	2.7	2.6	3.1	6.8	1.4	6.8	5.5	6.4	4.6
Secundario	-0.6	1.9	1.5	2.8	0.4	2.7	2.0	2.3	1.5	1.9	1.6	1.2
Minería	-0.5	-2.2	-3.8	-1.5	-0.3	-0.2	-2.8	-5.6	-4.7	-4.7	-3.6	-2.2
Electricidad	0.5	1.8	3.2	3.9	2.2	1.7	1.5	1.7	3.2	2.6	4.0	2.8
Construcción	-4.7	1.8	2.5	3.7	-3.2	1.3	3.8	5.6	4.4	5.3	1.8	-1.2
Manufactura	1.5	3.7	3.5	3.8	2.9	4.1	3.3	4.6	3.8	3.2	3.5	3.5
Terciario	2.7	2.2	2.8	2.7	1.2	2.9	2.1	2.8	2.9	2.5	2.9	2.8
Comercio	2.9	3.3	3.4	3.4	0.6	3.4	3.9	5.4	5.7	3.1	2.7	2.1
Transporte, correos y almacenamiento	2.7	1.9	2.9	3.3	1.6	2.9	0.8	2.3	3.1	2.5	2.8	3.0
Información en medios masivos	5.1	2.2	7.3	6.5	2.1	4.6	-0.2	2.4	5.7	5.6	9.5	8.6
Servicios financieros y de seguros	10.5	2.0	2.9	6.8	4.2	1.4	1.0	1.7	1.5	2.5	3.0	4.6
Serv. inmob. y de alquiler de bienes muebles e int.	1.0	2.1	2.2	2.0	1.8	2.2	2.3	2.2	1.5	1.9	2.6	2.9
Servicios profesionales, científicos y técnicos	0.9	1.2	2.6	1.9	-0.5	0.2	1.3	3.7	2.5	3.3	2.8	1.9
Dirección de corporativos y empresas	-1.4	6.4	0.0	1.8	6.5	3.9	3.4	12.5	-2.8	-2.0	2.9	1.9
Servicios de apoyo a los neg., serv. de remediación	4.3	0.0	2.2	1.2	0.0	1.8	-0.1	-1.7	2.6	1.3	2.5	2.4
Servicios educativos	0.8	1.5	1.0	0.8	1.1	1.8	2.3	0.9	0.6	0.7	1.2	1.6
Servicios de salud y de asistencia social	2.5	0.7	1.2	0.8	0.3	0.9	0.8	0.6	1.3	1.1	1.5	1.1
Servicios de esparcimiento, culturales y deportivos	4.0	-0.8	3.4	2.6	-2.2	-0.9	2.0	-2.0	3.7	3.9	3.1	2.9
Serv. de alojamiento temp. y prep. de alim. y beb.	1.9	2.9	3.3	2.0	1.9	4.2	2.1	3.3	3.6	3.0	3.8	2.8
Otros Servicios excepto actividades del gobierno	2.2	1.4	1.8	1.6	0.4	1.4	1.9	1.9	2.8	1.4	1.2	1.7
Actividades del gobierno	-0.5	2.5	3.0	-2.3	3.0	2.6	2.3	2.0	5.2	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".

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.amador@grupobbva.com

Iván Martínez

ivan.martinez.2@bbva.com

Juan Carlos Rivas

juancarlos.rivas.valdivia@bbva.com

Fco. Javier Morales

francisco.morales@bbva.com

Con la colaboración:

Escenarios Económicos

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

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
oswaldolopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
rdomech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscardelaspenas@bbva.com

BBVA Research Mexico

Avda. Universidad 1200

Colonia Xoco

C.P. 03339 México D.F.

Publicaciones:

E-mail: bbvaresearch_mexico@bbva.com

Estas y otras publicaciones de BBVA Research

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

Otras publicaciones:

