

Situación México

Segundo Trimestre 2012
Análisis Económico

- México crecerá el 3.7% en 2012, con una inflación que no superará el 4% y unas tasas en niveles históricamente bajos y estables
- El crecimiento mundial se recuperará gradualmente en 2012 del bache del cuarto trimestre de 2011. La recuperación será más pronunciada en Asia. En el otro extremo, Europa soportará una leve recesión
- Los riesgos sobre el crecimiento mundial están fuertemente sesgados a la baja por la continuación de la crisis Europea. México cuenta con márgenes de maniobra relevantes para afrontar esta situación
- México, dentro del grupo de los EAGLEs, tiene el reto de aumentar sus intercambios con Asia

Índice

1. En Resumen.....	2
2. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos.....	5
3. México, mejores perspectivas de actividad para 2012, inflación anclada y favorables perspectivas de financiamiento.....	8
Recuadro 1: La inflación en México, con alta probabilidad de mantener su rumbo hacia la convergencia con el objetivo del banco central	18
Recuadro 2: México, beneficiado por aumentos del precio del petróleo que no limiten la demanda de sus socios comerciales.....	20
4. México, EAGLES y comercio exterior con Asia, oportunidades en perspectiva	23
5. Previsiones.....	26

Fecha de cierre: 8 de mayo de 2012

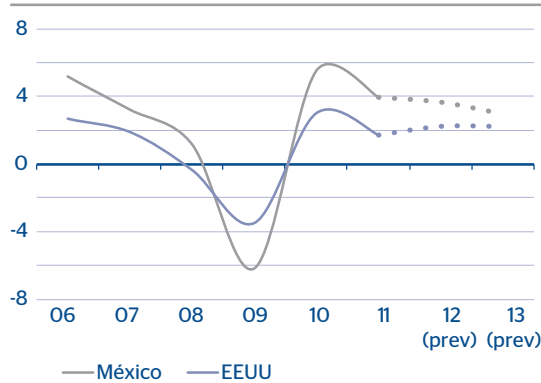
1. En Resumen

Revisión al alza del crecimiento de México en un escenario global que mejora al inicio de 2012, pero que al tiempo mantiene relevantes riesgos a la baja por Europa

El primer trimestre de 2012 confirmará la heterogeneidad del crecimiento entre las distintas áreas económicas, comportamiento que se mantendrá en 2012 y 2013. En los primeros meses de 2012 se han confirmado las perspectivas previas de mejoría en la actividad global tras un último trimestre de 2011 a la baja. Probablemente el crecimiento mundial del 1T12 supere al del trimestre previo apoyado en la mejoría de Asia ex China y de Latinoamérica. EEUU frenó temporalmente su crecimiento en el periodo y el área del Euro certificará su entrada en recesión con un segundo trimestre consecutivo de caída del PIB. En síntesis, una situación consistente con unas perspectivas de BBVA Research para 2012 y 2013 en las que las economías emergentes ampliarán su diferencial de crecimiento con las desarrolladas. Ello también ocurrirá entre EEUU y el área del Euro como consecuencia de las tensiones financieras que sufre Europa y que sólo remitirán paulatinamente, a pesar de que se seguirán tomando medidas decisivas para aliviarlas. En síntesis, se estima que el crecimiento mundial sea de 3.6% en 2012 y de 4.0% en 2013, con unas economías emergentes que contribuyen con cuatro quintas partes del total. Los riesgos de este escenario son bajistas, condicionados a la evolución de la crisis de acceso al financiamiento en algunos países del área del Euro.

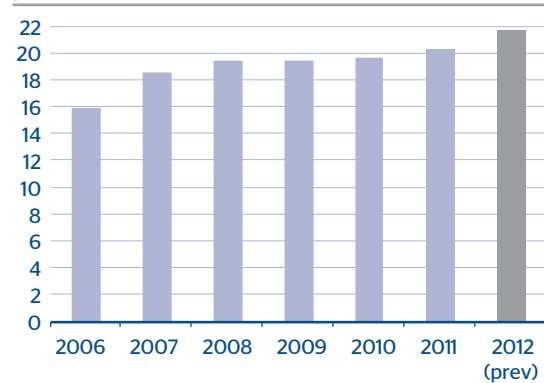
México seguirá creciendo por encima del 3.5% por tercer año consecutivo apoyándose en una inflación anclada en niveles bajos y en unas favorables condiciones de financiamiento. En este entorno global, la economía mexicana, tras crecer el 3.9% en 2011, puede situarse en 2012 en el 3.7%, una tasa ligeramente superior a la que se preveía hace tres meses en esta misma publicación. En este sentido, la información recibida en los primeros meses del año, en particular en lo que se refiere al mercado laboral y la inflación, con sostenidos aumentos del empleo formal y un crecimiento de los precios más bajo de lo esperado, supone un soporte para el ingreso disponible de los hogares. Ello, junto a una oferta de crédito capaz de atender sin restricciones los requerimientos de la demanda solvente en unas condiciones de financiamiento favorables, especialmente desde el sistema bancario, suponen un entorno positivo para el crecimiento del gasto de hogares y empresas. A la vez, las exportaciones y la inversión empresarial siguen beneficiándose de la demanda procedente de EEUU y de la ganancia de competitividad de la economía mexicana.

Gráfica 1
Crecimiento económico
% PIB



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2
México, crédito del sector bancario
Ratio de crédito del sector bancario al sector privado (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico e Inegi.

El panorama para 2013 dependerá en lo externo del desempeño de la economía de EEUU, sobre el que existen unas perspectivas de crecimiento del 2.3%, muy similar a 2012 (2.2%) pero con un grado de incertidumbre relevante sesgado a la baja. Ello se debe a las dudas sobre el impacto en la actividad de una consolidación fiscal que puede producirse a principios del próximo año, bien por subidas de impuestos ya aprobadas que entrarían en vigor en 2013, bien por un acuerdo entre el Ejecutivo y el Legislativo para cambiar estos ajustes automáticos por otras medidas. Al igual que este proceso va a estar asociado en EEUU a las elecciones presidenciales, en México existe incertidumbre sobre el comportamiento de la demanda pública, afectada por el cambio de ciclo sexenal. En todo caso este impacto debería ser transitorio. Con todo, se mantendrá el anclaje de unas políticas fiscal y monetaria bien orientadas hacia la estabilidad monetaria y financiera, no favorecedoras de desequilibrios de inflación, de cuenta corriente o de déficit y deuda pública.

El entorno externo sigue siendo la principal fuente de incertidumbre para México, y en particular el impacto de la crisis de financiamiento en el área del Euro, ante lo cual México cuenta con márgenes de maniobra relevantes. El margen de maniobra del que disponen las autoridades mexicanas ante potenciales sucesos externos que puedan conllevar un deterioro de la actividad y/o un impacto alcista en la inflación es apreciable. Desde el lado de la política monetaria, pensamos que en el escenario base el siguiente movimiento de la tasa de Fondeo, desde el vigente 4.5%, será al alza a mediados de 2013 para finalizar el año próximo por encima del 5%. Sin embargo, sería factible un recorte hasta el entorno del 4.0%, nivel congruente con una tasa real de corto plazo cercana a cero, si se vislumbran potenciales riesgos bajistas sobre la actividad en un entorno que rebaja las tasas de interés ante la incertidumbre sobre el crecimiento global. Un movimiento de este tipo podría ser coincidente con la puesta en práctica de las intervenciones en el mercado cambiario comprando pesos de acuerdo con las reglas marcadas por la Comisión de Cambios. Las reservas acumuladas y la disponibilidad de la Línea de Crédito Flexible (FCL) con el FMI permiten afrontar la volatilidad global gracias a una política fiscal que garantiza, dado el objetivo anual de saldo presupuestal, la no acumulación de pasivos más allá de las cantidades presupuestadas cada año.

Una segunda fuente de incertidumbre global es el alza de los precios del petróleo, que México afronta desde una posición relativamente favorable. La subida registrada por los precios del petróleo en los primeros meses del año ha llevado a elevar cerca del 15% las perspectivas previas para el conjunto del año, fundamentalmente como resultado del juego de una demanda sostenida con unos márgenes de aumento de la oferta y stocks, bien ajustados, además de riesgo geopolítico por las tensiones con Irán. En este escenario de aumento de precios, el impacto de ingreso negativo para México por la menor demanda externa será más que compensado por el efecto precio positivo por los mayores ingresos petroleros, al menos en el corto plazo. Pasados unos trimestres, y en caso de perdurar las tensiones, la vía de contagio más importante sería fundamentalmente la proveniente de una menor demanda externa desde EEUU. Desde una perspectiva doméstica, el mayor ingreso fiscal obtenido por el aumento de la renta petrolera se distribuye entre gasto público, dotación de fondos de estabilidad y el subsidio a los combustibles.

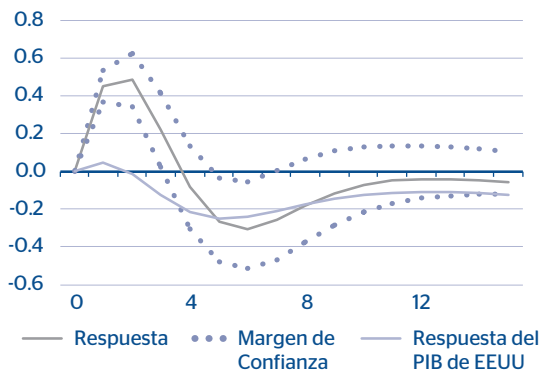
México de acuerdo con el análisis de BBVA Research, será en los próximos 10 años una de las economías líderes en contribución al crecimiento mundial (*Eagles: Emerging and Growth Leading Economies*, www.bbvaeagles.com), por encima del promedio de Alemania, Canadá, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido, los más desarrollados aparte de EEUU. México, por tamaño y perspectivas de crecimiento entra holgadamente en el grupo de Eagles, por lo que no está en riesgo de perder su puesto entre las economías más relevantes del mundo. En todo caso, consolidaría su posición y avanzaría dentro de los Eagles si se intensifica la implementación de las bien diagnosticadas reformas orientadas a que el cuello de botella que supone una baja productividad vaya desapareciendo. Algo especialmente necesario si se tienen en cuenta unas perspectivas según las cuales las economías asiáticas serán las principales contribuyentes al crecimiento del PIB mundial con un 60% del total, casi seis veces más que el aumento proveniente de EEUU y Canadá, nuestros principales clientes. La ventana de oportunidad que supone el aumentar los intercambios económicos con Asia no se puede dejar pasar, y más, si se tiene en cuenta que el patrón del comercio exterior mexicano no está, a diferencia del resto de grandes países de América Latina, centrado en las materias primas. México se especializa en manufacturas, algo que supone una menor dependencia de factores naturales menos manejables y una complementariedad creciente

con el tipo de importaciones de esa área geográfica. Ciertamente esa ventaja potencial sólo podrá ser efectiva con una mayor apertura comercial de Asia en general y de China en particular, algo en lo que México tiene mucho que enseñar al mundo en estos tiempos con una política comercial y de flujos financieros no proteccionista ni intervencionista.

Esta especialización exportadora supone una potente competencia para México desde países como China en EEUU, lo que se ha reflejado en penetraciones crecientes de productos de origen chino a costa de, entre otros, menores aumentos o caídas de cuota de los bienes de origen mexicano. Esto está cambiando desde hace dos o tres años gracias a una mejora de la competitividad relativa mexicana que parece que permanecerá en el escenario durante un tiempo prolongado. En primer lugar, por una apreciación del tipo de cambio del Yuan respecto al peso mexicano; y en segundo lugar, por un aumento más rápido de los costos laborales en China; factores ambos que ponen en valor las ventajas absolutas de cercanía al mercado de destino y fuertes ritmos de inversión directa, sobre todo, en algunos sectores.

Gráfica 3

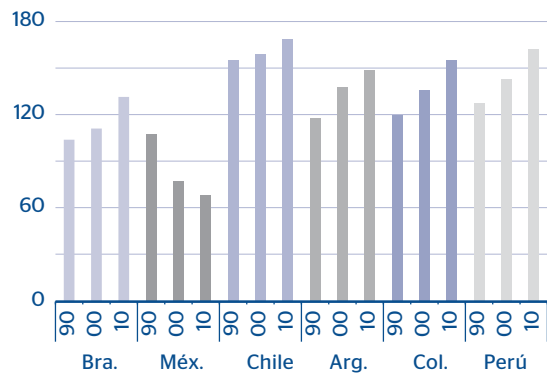
México. Respuesta del crecimiento económico a una subida de precios del petróleo
Cambio en el crecimiento anual del PIB ante una subida del 10% del precios del petróleo sin restricción en su oferta



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4

Índice de similitud con China de estructuras exportadoras
(Índice, 0 = idénticas vs 200 = totalmente diferentes)



Fuente: BBVA Research

2. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos

El crecimiento global se recuperará gradualmente aunque con mayores diferencias entre las principales áreas y con riesgos fuertemente sesgados a la baja

Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el anterior, teniendo en cuenta un mejor desempeño en Asia sin China (incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido -pero modesto- dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0.6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que aumenta la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento en el crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicada hasta mediados de 2011. Además, el crecimiento en América Latina también se recuperará, en gran medida por el mayor crecimiento en Brasil de la mano de una política monetaria más acomodaticia, a la vez que **México mantiene un crecimiento superior al 3.5% ayudado por la demanda de EEUU, la mejora de la competitividad y las favorables condiciones de financiamiento**. Por otro lado, EEUU continuará sosteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0.6% en 2012 y 2013, significativamente menor que en recuperaciones anteriores. Sin embargo, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona del euro en 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que éstas se redujeran temporalmente en el primer trimestre.

Por lo tanto, **las economías emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento** de alrededor de cuatro puntos porcentuales frente a las economías desarrolladas para el conjunto de 2012 y 2013. A su vez, Europa y EEUU también seguirán aumentando sus diferencias de crecimiento en los próximos dos años, aun cuando esperamos que las autoridades europeas sigan tomando acciones decisivas que poco a poco disminuyan las tensiones financieras.

Con todo, nuestras proyecciones de crecimiento no son muy diferentes de las de hace un trimestre. Esperamos un crecimiento mundial de 3.6% en 2012 y 4.0% en 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (Gráfica 5). Pero, como se mencionó antes, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa, y por lo tanto **los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.**

Las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. Sin embargo, la efectividad de su intervención (convencional o no) está disminuyendo, mientras que al mismo tiempo aumentan los riesgos, incluyendo el de una menor independencia del banco central y los de daños colaterales de las medidas no convencionales. Por lo tanto, es hora de que las autoridades e instituciones en los EEUU y Europa releven a los bancos centrales de manera decisiva en su tarea de reavivar el crecimiento, mediante la implementación de reformas económicas e institucionales y la gestión de los riesgos fiscales. Mientras estas medidas entren en vigor, los bancos centrales deben seguir apoyando el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

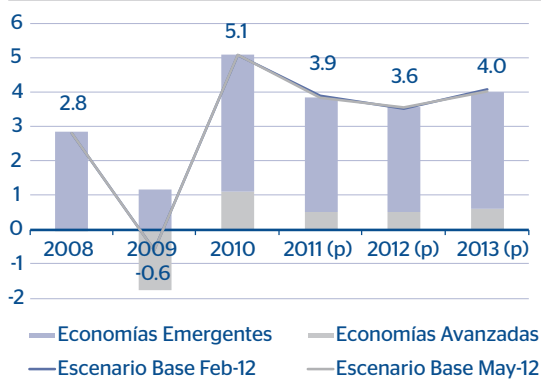
Las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas continuarán apoyando condiciones de financiamiento favorables en los países emergentes. Aquí los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna. La diferencia en las previsiones de inflación en Asia y América Latina - disminución en la primera, pero estable

en la segunda- condicionará sendas de tasas de interés oficiales diferentes en ambas áreas. Estimamos que ha llegado el fin del ciclo de relajamiento monetario en gran parte de economías emergentes de Asia (con la notable excepción de China e India), y un cauteloso sesgo restrictivo en la mayor parte de América Latina, excepto en Brasil.

Ha habido algunos avances para resolver la crisis europea, pero aún faltan pasos importantes. Europa necesita una hoja de ruta clara para salir de la crisis

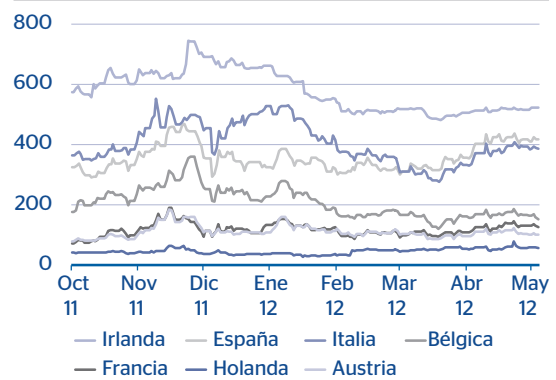
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay muchas cuestiones importantes pendientes. **En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos del público**, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo, incluyendo por la fatiga reformadora y una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, **se aprobó una capacidad de nuevos préstamos de 500mm de euros por parte del Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM)**, lo que se añade a los 200mm ya comprometidos por el EFSF. Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, dado que las necesidades de financiamiento de España e Italia en los próximos 3 años son superiores a esa cifra y a la presunción de que los préstamos del ESM tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. Además, no está claro qué parte del aumento de los recursos del FMI por 430mm de dólares (aproximadamente 330mm de euros) podría estar dirigida a los países europeos. Además, el tratado fiscal (pendiente de aprobación nacional), compromete a los gobiernos a déficits estructurales no mayores al 0.5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en "circunstancias excepcionales" puede presentar el tratado como no lo suficientemente estricto como para justificar una acción más enérgica por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal, o los eurobonos. **En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta clara hacia dónde se dirige Europa.**

Gráfica 5
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6
Prima de riesgo soberano en Europa (diferencial, bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

El recrudescimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

Una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa en el riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiamiento mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (Gráfica 6). Pero estos efectos positivos resultaron temporales, ya que los mercados (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían en el primer trimestre de 2012, y (ii) duda-

ban de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, en éste último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre (Gráfico 6).

El corto efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento resalta dos conclusiones. En primer lugar, **las acciones del BCE sólo pueden salvar el corto plazo**, para ganar tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto quiere decir que no se puede empezar ya a hablar de estrategias de salida para el BCE, pero también implica que deben empujarse las reformas económicas, al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona Euro, con un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, **es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada (para no arriesgarse a ser señalado por los mercados), apuntando a objetivos de déficit estructural** –en consonancia con el espíritu del tratado fiscal– y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de este mayor gradualismo, los estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales. De esta manera, unas finanzas públicas saneadas se pueden lograr sin grandes daños sobre el crecimiento en el corto plazo. Al mismo tiempo, esto permitirá cosechar los beneficios de largo plazo de las reformas estructurales que se están implementando en los países periféricos.

En este contexto, todavía **vemos un nuevo estallido de la crisis europea como el principal riesgo, con consecuencias potencialmente muy negativas para el crecimiento mundial**. El aumento de las tensiones pueden surgir de la fatiga reformadora en los países periféricos, junto con la fatiga de financiar más rescates en los países centrales, en el contexto de procesos electorales –y un referéndum– en muchos países europeos: Francia, Grecia, dos estados de Alemania, Irlanda y los Países Bajos tendrán procesos electorales en el primer semestre de este año.

El alza de los precios del petróleo tendrá sólo un impacto moderado en el crecimiento mundial. Un fuerte repunte adicional de los precios sí representa un riesgo elevado

Una segunda amenaza a la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP). En nuestro escenario base, consideramos unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012, alrededor de un 15% más alto que en nuestras previsiones de febrero. En nuestra opinión, esto sólo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Esto, unido a la debilidad del ciclo evitará el endurecimiento de la política monetaria, lo que ha sido uno de los canales tradicionales de transmisión de mayores precios del petróleo a un menor crecimiento. No obstante, si el conflicto se intensifica en el Golfo, podría haber un aumento muy fuerte y brusco en los precios del petróleo, e incluso si los bancos centrales no reaccionan aumentando sus tipos de interés, el crecimiento podría verse dañado por el consiguiente incremento de la aversión global al riesgo. Consideramos que la probabilidad de una escalada en el Golfo es relativamente reducida, pero es un escenario que, de materializarse, tendría un impacto significativo sobre el crecimiento mundial.

3. México, mejores perspectivas de actividad para 2012, inflación anclada y favorables perspectivas de financiamiento

Revisamos al alza la previsión de crecimiento de México en 2012 desde el 3.3% al 3.7%

En el primer trimestre de 2012 la actividad económica habrá presentado un ritmo de expansión similar al observado en el último trimestre de 2011. Estimamos que el PIB en los primeros meses del año se haya expandido a una tasa de 0.5%¹ cifra que confirmaremos el próximo 17 de mayo. Con todo, subimos nuestro pronóstico de crecimiento para 2012 desde el 3.3% estimado hace tres meses hasta el 3.7% ahora, que consideramos viable dada la dinámica esperada del sector externo y de los soportes domésticos de la demanda.

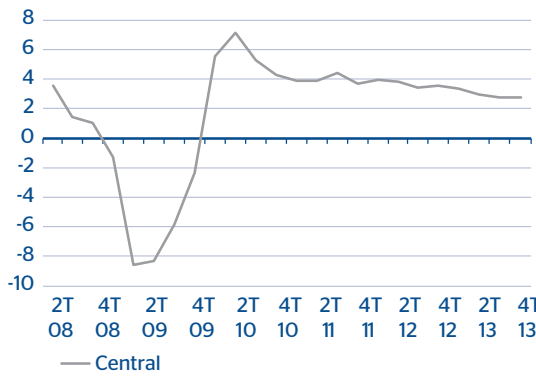
Menor ritmo de expansión de los indicadores ligados a la demanda externa de bienes y sostenido aumento de los de servicios. Si bien a inicios del trimestre indicadores disponibles apuntaban a una tasa de expansión trimestral del PIB cercana al 1.0%, la información que iba llegando señalaba una moderación relativa de los indicadores más estrechamente relacionados con la demanda externa. Es así que las exportaciones totales crecieron a una tasa anual de 9.5% en los primeros dos meses del año (en tasa anual promedio), por debajo del 11.2% de expansión del último trimestre de 2011. Las exportaciones manufacturadas dirigidas a EEUU, nuestro principal socio comercial, son las que se han desacelerado en mayor medida hasta registrar únicamente un crecimiento de 3.0% anual en promedio, vs. 12.9% a/a de las exportaciones dirigidas al resto del mundo. El menor ritmo de expansión de las ventas al exterior de bienes se ha reflejado en la producción industrial y particularmente en la manufacturera, con moderaciones de su crecimiento desde 3.4% en promedio en el último trimestre de 2011 hasta 2.8% en los primeros dos meses de 2012. Otros indicadores de la demanda externa de la economía mexicana, como los ingresos por remesas y turismo han mantenido o aumentado su crecimiento en los primeros meses de este año. Los ingresos por turismo en el último trimestre de 2011 crecían el 3.4%, 21 pp menos que el registro del primer bimestre de 2012. En el caso del ingreso por remesas, mantiene un ritmo de expansión anual del orden de 7.0% en ambos periodos.

Los indicadores de gasto doméstico crecen más rápido al comienzo de 2012. Los indicadores más relacionados con la demanda interna como las ventas al menudeo y el ingreso del sector servicios (sin comercio) han mostrado mayores tasas de crecimiento anual en este inicio del año que en el trimestre previo, mientras que en las actividades industriales menos expuestas al sector externo el comportamiento ha sido más diverso: mientras que algunas actividades como servicios profesionales, científicos y técnicos han crecido a tasas cercanas al 20% anual en los primeros meses del año (15.9 % en el último trimestre de 2011), otros como servicios educativos han disminuido fuertemente su ritmo de expansión (desde 15.4 hasta 3.8% anual en enero y febrero de este año). Las ventas al menudeo se expandieron a razón de 4.2% anual en los dos primeros meses del año, 3.1% en el cuarto trimestre de 2011.

Por otro lado, una variable relevante para la mejora de la productividad, como la inversión fija bruta, ha acelerado su ritmo de crecimiento, ya que si bien no se cuenta aún con datos del indicador de inversión total, la importación de bienes de capital, variable altamente relacionada con la inversión, se ha expandido a tasa de 14.2% (promedio anual), por arriba del 10.2% del último trimestre de 2011.

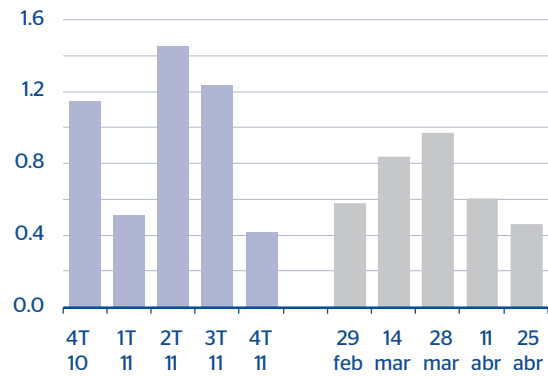
¹ Estimación del MICA-BBVA para la variación trimestral del PIB al 2 de mayo de 2012. El MICA-BBVA, está construido a partir de indicadores contemporáneos de actividad, gasto, expectativas y financieros. Este instrumento puede proporcionar previsiones de la variación trimestral del PIB tan oportunas como lo pueda ser la llegada de nuevos datos, que en el caso de los financieros es diaria.

Gráfica 7
**PIB México
(Var % a/a)**



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 8
**Estimación del crecimiento del PIB en el 1T12
Estimación en tiempo real a través del Modelo
MICA-BBVA Bancomer**

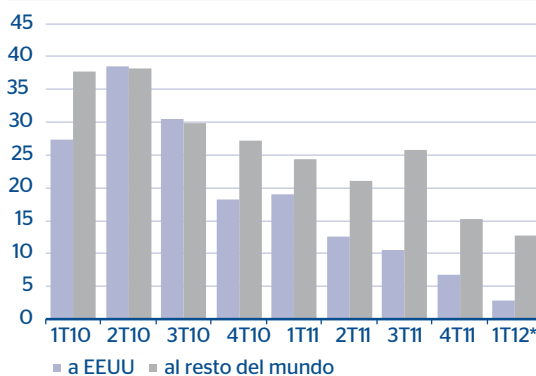


Fuente: BBVA Research e INEGI

Cabe mencionar que la presencia de un día más en el mes de febrero de 2012 por ser año bisiesto implicó un ajuste a la baja en los datos corregidos de estacionalidad y calendario laboral de dicho mes que, de acuerdo con la experiencia de años anteriores y a igualdad de todo lo demás, ha de tener un efecto salido al alza en los datos de marzo² que se irán conociendo en próximas fechas.

Las confianzas apuntan a la continuidad del crecimiento en el 2T12. Los indicadores más oportunos de la evolución de la economía, las confianzas del productor y del consumidor, son consistentes con la continuidad de las expectativas de ambos grupos. La confianza del productor mantuvo crecimientos marginales en los tres primeros meses del año resultado de caídas en los subíndices de producción, utilización de planta o demanda esperada mientras que mejoraron los ligados al buen momento para invertir o la percepción sobre el momento presente y el futuro de la empresa y la economía en general. En cuanto a la confianza del consumidor, aumentó ligeramente en el 1T12 gracias a la mejoría de la percepción de la situación presente y futura del hogar y del país, a la vez que la posibilidad de consumo de bienes durables, señal importante para el consumo, moderó su crecimiento en estos primeros meses de 2012.

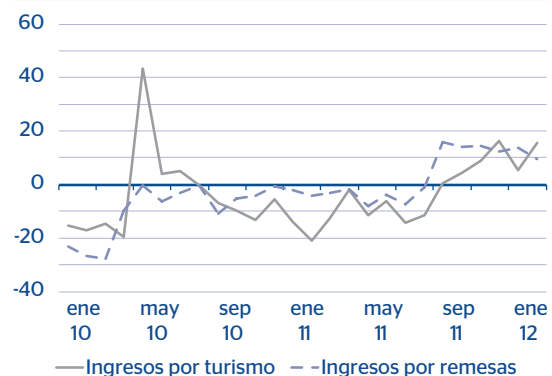
Gráfica 9
Exportaciones no petroleras a EEUU y al resto del mundo (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research e INEGI

* se compara hasta el mes de febrero con el mismo periodo del año anterior

Gráfica 10
Ingresos por turismo y remesas, pesos reales (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research e INEGI

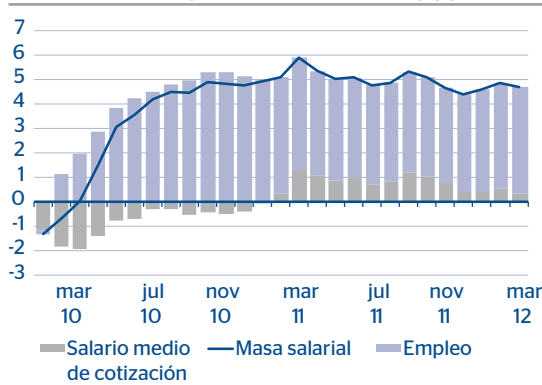
² Tomando como referencia los datos del IGAE corregidos de calendario que proporciona INEGI, la corrección del bisiesto implica en promedio un ajuste a la baja cercano a 3% entre los datos de nivel ajustados de efecto calendario y los originales.

El gasto en consumo de los hogares crece apoyado en ingreso disponible, sobre todo en el mercado formal y en el favorable financiamiento. El empleo en el sector formal privado y el salario en términos reales también en el sector formal se siguieron expandiendo a una tasa anual de 4.4 y 0.4 % respectivamente, similares a lo observado en el último trimestre del año pasado. El empleo en el sector formal privado representa aproximadamente el 30% del total de la economía mexicana que en el 4T11 creció a una tasa de 5.5% anual. Sin embargo, la composición de este empleo por niveles de salario mínimo sigue sesgada hacia los niveles más bajos: el 45% de los empleados perciben hasta dos Salarios Mínimos, mientras que menos del 10% perciben más de cinco salarios mínimos. El porcentaje de los ocupados en el mercado informal sigue en niveles cercanos al 30% del total, mientras que otros indicadores del mercado laboral como tasa de desempleo y subempleo o la de condiciones críticas de ocupación³ muestran también resistencia para alcanzar los niveles previos a la recesión de 2009. Estas características estructurales del mercado laboral siguen siendo un limitante a la expansión sostenida del ingreso y del gasto doméstico.

Al mismo tiempo, las condiciones de financiamiento siguen siendo favorables, como se refleja con un crédito al sector privado que continúa mostrando tasas de expansión importantes en este primer trimestre del año. El crédito a empresas y el crédito al consumo crecieron el 7.6% y 19.5% a/a, respectivamente, por encima de los registros del último trimestre de 2011 en 10.2% y 19.2% pp respectivamente.

Gráfica 11

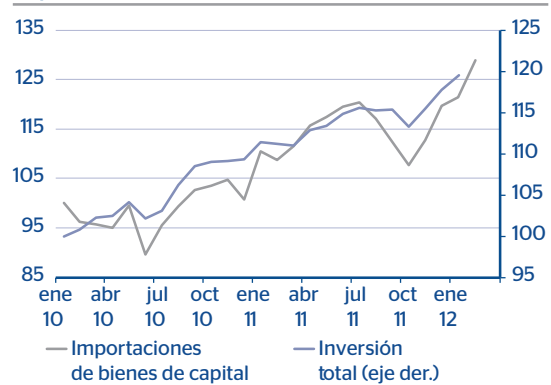
Masa salarial en el mercado formal privado: variación anual y contribuciones (% y pp)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 12

Inversión total e importaciones de bienes de capital (Ene 10 = 100)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Inflación: sin presiones de demanda, los precios más volátiles sorprenden a la baja y rebajan la perspectiva inflacionaria de 2012

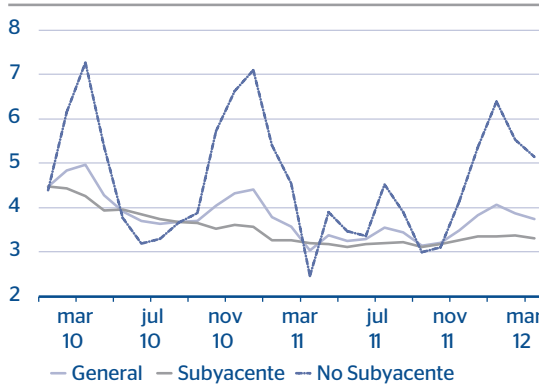
Tras un cierre al alza en 2011, los productos más volátiles sorprenden a la baja y rebajan las expectativas de inflación. Desde octubre pasado, la inflación experimentó un repunte intenso que impulsó la inflación hasta el 4.05% anual en enero de este año. Este repunte estuvo influido principalmente por factores no subyacentes como fueron las fuertes alzas en los precios de los productos pecuarios y los energéticos -particularmente las tarifas eléctricas y el gas doméstico- y un repunte ligero de los precios de los productos agrícolas. Adicionalmente al interior del componente subyacente los precios de los alimentos procesados mantuvieron una inflación anual persistentemente por encima de 7% mientras que el resto de las mercancías experimentaron un ligero repunte en su inflación debido a la depreciación del peso.

De haberse mantenido las tendencias descritas, la inflación general se habría ubicado por encima del 4% durante algunos meses a mediados de 2012. Sin embargo a partir del mes de febrero, la inflación comenzó a sorprender a la baja, también gracias a factores más bien no subyacentes.

³ Se considera empleo en condiciones críticas aquellos ocupados que se encuentra trabajando menos de 35 horas a la semana por razones de mercado, más la que trabaja más de 35 horas semanales con ingresos mensuales inferiores al salario mínimo, y la que labora más de 48 horas semanales ganando hasta dos salarios mínimos.

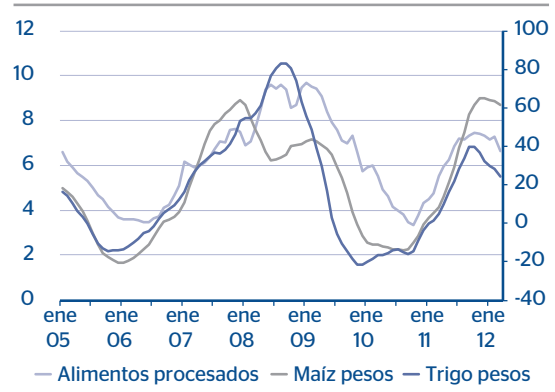
En la inflación subyacente se mantiene el comportamiento divergente entre precios de las mercancías y de los servicios. Desde enero del 2011 la inflación subyacente ha oscilado entre 3.4% y 3.12% a/a (mínimo alcanzado en mayo de 2011), resultado de la reducción de los precios de los servicios (3.4% en diciembre de 2010, 1.9% en noviembre de 2011) que compensó la mayor inflación de las mercancías (3.8% en diciembre de 2010, máximo en 4.8% en febrero pasado). Los comportamientos divergentes entre los precios de las mercancías y los servicios se deben principalmente a que los primeros se vieron afectados por los aumentos de los precios de las materias primas y en menor medida por la depreciación del peso, mientras que los segundos han respondido a la amplia disponibilidad de factores productivos de la economía, cuya brecha de producto aún es negativa.

Gráfica 13
Inflación y sus componentes (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 14
Inflación alimentos procesados y precios internacionales del maíz y trigo en pesos (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Bloomberg

Precios de los alimentos procesados, al ritmo de los precios de los granos. Los precios de los alimentos procesados han sido el componente más alcista de la inflación subyacente desde febrero de 2011 por los altos precios registrados por granos básicos como el maíz y el trigo en los mercados internacionales (crecimientos máximos anuales en pesos: 103% y 56% respectivamente en mayo del 2011). Esta situación se vio agravada por choques de oferta domésticos, primero por las heladas en el Norte del país y posteriormente por la sequía. Con todo, la inflación de los precios de los alimentos pasó de 4.4% anual en diciembre de 2010 a un máximo de 7.5% en octubre de 2011. En marzo pasado finalmente se observó una reducción en la inflación anual que consideramos continuará en los próximos meses dada la caída de precios de maíz y trigo. Sin embargo esta moderación de la inflación de los alimentos no será tan rápida como lo fueron las subidas debido al freno de la oferta que puede suponer la sequía.

Precios de las mercancías no alimenticias, con impacto muy acotado del aumento de los costos de importación. Por su parte los precios del resto de las mercancías han tenido un repunte en los últimos meses, afectados por la depreciación del peso desde agosto del año pasado, del 8.4% anual en promedio desde entonces. Sin embargo la inflación de estos productos se ha mantenido por debajo de 3% desde enero de 2011 alcanzando su mínimo del periodo en octubre pasado (1.9% a/a), desde entonces la inflación del resto de las mercancías ha repuntado hasta alcanzar 2.9% en marzo pasado. Consideramos que los precios del resto de las mercancías aunque se han visto afectados por el tipo de cambio, al igual que los servicios también responden a la holgura en la economía, lo que genera un contrapeso a las alzas que los productores pudieran realizar al enfrentar mayores costos en los bienes importados.

Gráfica 15

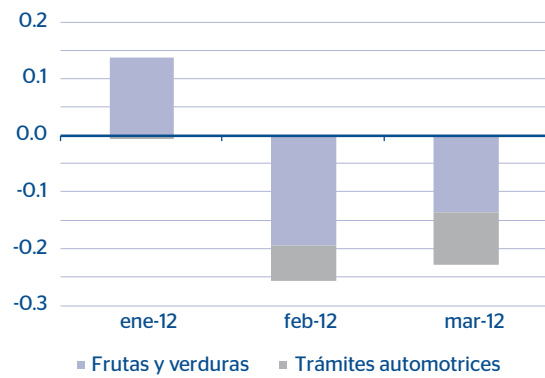
Inflación otras mercancías y precios de las importaciones en pesos (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Banxico

Gráfica 16

Contribución a la inflación mensual de las frutas y verduras y los trámites vehiculares (incluye tenencia) pp



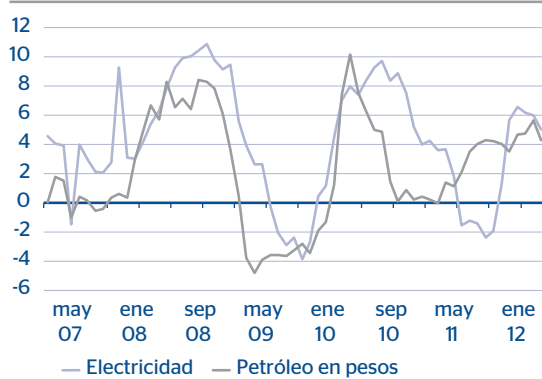
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

La baja inflación de servicios, resultado de la falta de presiones de la demanda. Los precios de los servicios, se mantienen con una inflación por debajo de 2.5% a/a desde abril de 2011, desempeño que se debe a que sus tres componentes -vivienda, educación y otros servicios- responden principalmente al ritmo de crecimiento de la demanda, que siendo positivo no es lo bastante intenso para que los recursos disponibles (financieros, laborales, de planta productiva) no sean suficientes para atenderlo sin tensiones de precios. Además algunos servicios específicos han tenido desempeño sobresaliente a la baja. Es el caso de la telefonía celular, que muestra una caída acumulada en sus precios de 20.1% en un entorno de mayor competencia. En el escenario previsto, los precios de los servicios debieran mantenerse con variaciones muy acotadas por un periodo prolongado, aunque tampoco parecen razonables tasas más bajas de modo permanente. La rigidez a la baja de los costos y la paulatina reducción del margen de recursos disponible debería más que compensar ganancias adicionales por aumentos de la competencia.

Las perspectivas de inflación evolucionarán de acuerdo a su componente más volátil. Debido a la estabilidad que prevalece en la inflación subyacente, en el corto plazo los productos no subyacentes serán el principal contribuyente a los cambios en las perspectivas de inflación. El componente no subyacente está compuesto por los productos y servicios que tienen variaciones más intensas debido a que responden a condiciones de oferta que pueden variar súbitamente (agropecuarios y algunos energéticos) o a que la determinación de estos precios es ajena a los mecanismos de mercado (tarifas fijadas por la administración pública).

Gráfica 17

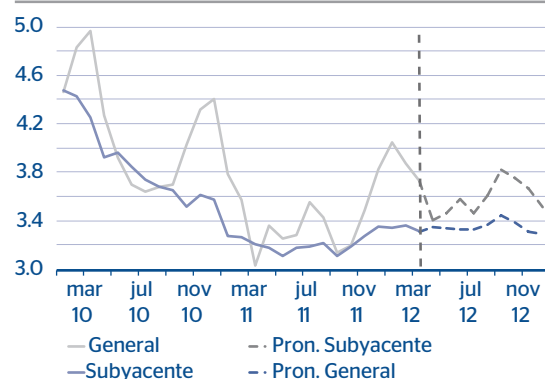
Precios del petróleo en pesos e inflación tarifas eléctricas (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Bloomberg

Gráfica 18

Escenario de inflación para 2012, (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research

Debido sobre todo a los diversos choques favorables experimentados a lo largo del año por la inflación no subyacente, **revisamos a la baja nuestra perspectiva de inflación de un promedio anual de 4% a un promedio de 3.7% a/a.** Consideramos que las presiones de los precios de los granos en el mundo continuarán moderándose gracias a una mejora en su disponibilidad. Además, estimamos que la actual alza en los precios del petróleo es transitoria y tenderá a reducirse en los próximos meses, en tanto las tensiones geopolíticas en Medio Oriente no empeoren. Con ello, los precios de los alimentos procesados, los productos pecuarios y las tarifas eléctricas contribuirían a desacelerar los precios de consumo. Se revisa también muy ligeramente a la baja la inflación subyacente (del 3.5% esperado en enero al 3.3%). Consideramos que además de la mejor perspectiva sobre los precios de los alimentos procesados, en nuestro escenario base el tipo de cambio -en ausencia de aumentos de la aversión al riesgo global- debe ir apreciándose paulatinamente. La holgura de recursos en la economía para atender los aumentos de la demanda se mantendrá, aunque se vaya cerrando poco a poco hasta hacer conveniente un tensionamiento de la política monetaria.

El balance de riesgos inflacionarios se encuentra equilibrado, pues mientras como posibles factores bajistas tenemos la reducción de los precios de los granos, la estabilidad y la potencial apreciación del peso y la holgura en la economía, no podemos descartar como factores al alza una reversión de la tendencia bajista de los precios de las frutas y verduras, la posibilidad de que se den nuevos aumentos en los precios del petróleo o que un aumento de la aversión al riesgo provoque en el peso una significativa depreciación.

Banxico, pausa monetaria. Siguiendo movimiento al alza

La minuta de la reunión de política monetaria del 16 de marzo reflejó un intenso debate sobre la conveniencia de un recorte de la tasa de fondeo. La tasa de política monetaria en México se ha mantenido sin cambios desde julio de 2009, no obstante, pocos anuncios de política monetaria habían despertado tanta expectativa como el del pasado 27 de abril. Esta expectativa se generó a partir de la minuta de la reunión de política monetaria del 16 de marzo, la cual mostró un intenso debate entre los miembros de Junta de Gobierno de Banxico respecto a la conveniencia de recortar la tasa de política monetaria. En particular, los miembros afines con un recorte aludieron a las perspectivas favorables de la inflación, así como al buen funcionamiento del sistema nominal de la economía mexicana para aseverar que en la medida en que se mantuvieran las perspectivas de crecimiento y la inflación continuará convergiendo al objetivo de largo plazo sería aconsejable reducir la tasa de fondeo. Por el contrario, los opositores, argumentaron que bajar la tasa de fondeo sin haber logrado la convergencia de la inflación y sus expectativas con el objetivo del 3 por ciento podría ser percibido como una falta de compromiso con el objetivo de estabilidad de precios e incrementar a la postre el costo en términos de tasas para lograr la convergencia. En definitiva, el asunto del papel de la credibilidad de la política monetaria en la consecución de la estabilidad de precios se situó en el centro del debate. Para los miembros a favor del recorte, la credibilidad lograda a través de los años por Banxico constituye un activo que le da margen de maniobra, mientras que para los miembros en contra su uso en estas circunstancias puede suponer un costo a posteriori. Otro debate de gran relevancia entre algunos miembros de la Junta de Gobierno es el de si se deben considerar variables adicionales, más allá de la consecución exclusiva de un crecimiento anual del INPC del 3 por ciento, en la determinación del cumplimiento del mandato de Banxico.¹

El intenso debate de la minuta aunado a la inflación de marzo y de la primera quincena de abril por debajo de lo esperado, generaron que el mercado descontara un recorte de 25 pb en la reunión del 27 de abril. En consecuencia, la curva de bonos gubernamentales cayó en promedio 10 pb, en un entorno de aversión al riesgo global derivada de renovados temores sobre la crisis de deuda en Europa. A pesar de ello, el rendimiento a vencimiento del bono gubernamental a 10 años se llegó a cotizar por debajo del 6%, cifra no vista desde finales de enero de este año. Cabe señalar que aun cuando los indicadores de mercado descontaban un recorte, fueron pocos los analistas que cambiaron su perspectiva de pausa monetaria para la reunión de finales de abril.

El comunicado del 27 de abril tuvo un tono menos acomodaticio que las minutas de la reunión de marzo. Finalmente, el pasado 27 de abril Banxico mantuvo sin cambios la tasa de fondeo en 4.5%. El tono del anuncio fue ligeramente más neutral, aunque dejó en claro que una mejoría en los mercados financieros

¹ Ver pág 20 del documento de Banco de México "Minuta número 10", de 30 de marzo. Disponible en Internet en www.banxico.gob.mx

incrementaría las posibilidades de un recorte. De este reciente episodio de incertidumbre en torno a la decisión de Banxico se desprenden algunas conclusiones:

Primero, la comunicación de Banxico con el público es un proceso que aun se encuentra en etapa de construcción. A partir de la publicación de las minutas, el público tiene a la mano mayor información acerca de la toma de decisiones de política monetaria, la cual busca incorporar de manera inmediata al precio de los activos. Este proceso de incorporación de la información supone un periodo de aprendizaje sobre la manera de emitir e interpretar los diversos mensajes que se proveen mediante las distintas vías de comunicación del Banco Central. De esta forma, los recientes episodios en los mercados que anticipan un resultado distinto al de la decisión de Banxico son parte de este proceso de aprendizaje y no necesariamente muestras de una comunicación deficiente.

Segundo, el tono del anuncio más reciente denota cautela ante el entorno económico incierto. En su más reciente comunicado Banxico no modificó su balance de riesgos de inflación, aun cuando los datos del crecimiento de los precios en marzo y de la primera quincena de abril fueron menores a lo esperado. Esto nos puede dar indicios de que Banxico ponderó en su decisión el hecho de que la caída reciente de la inflación se debe principalmente al componente no subyacente, además de que la inflación subyacente se ha mantenido un periodo prolongado alrededor de 3.3 por ciento por y las expectativas de inflación se mantienen ancladas alrededor de 3.5 por ciento. Todo esto en un entorno internacional caracterizado por el incremento de las tensiones en torno a las medidas de austeridad de la zona Euro.

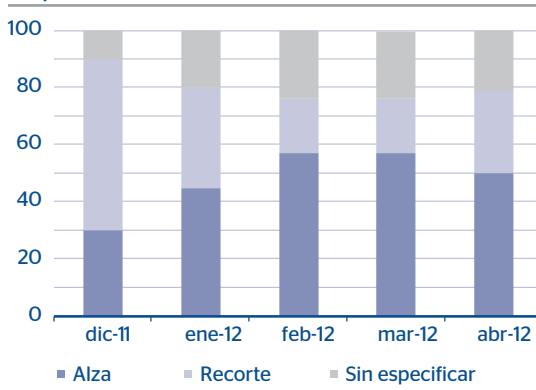
Tercero, el debate acerca del recorte de tasa se mantendrá en las próximas minutas. Hay que recordar que desde julio de 2011 las minutas muestran la intención de algunos miembros de la Junta de Gobierno de reducir la tasa de fondeo, si bien fue en la minuta más reciente cuando estos mostraron intenciones más claras. Esto no implica necesariamente un recorte inmediato de la tasa de política monetaria. Más aun, habría que considerar que las minutas son una información que complementa el anuncio, por lo cual, en general, un recorte de tasa no precedido por un anuncio en el mismo sentido resultaría inusual.

Por último, hay que tener en cuenta que el debate no versa sobre generar estímulos a actividad económica per se, sino sobre la eficiencia de la política monetaria. Esto es, sobre la posibilidad de alcanzar la convergencia al objetivo de inflación de largo plazo con una menor tasa de interés. Adicionalmente no hay que olvidar que se mantiene la incertidumbre sobre las consecuencias en materia de credibilidad de un recorte en un entorno con inflación por encima de 3 por ciento.

Actualmente el escenario de BBVA Research señala un crecimiento del PIB para 2012 de 3.7 por ciento, y una inflación de 3.6% en promedio para lo que resta del año. De esta forma con base las conclusiones mencionadas y nuestro escenario de crecimiento e inflación **mantenemos nuestra perspectiva de pausa monetaria hasta junio de 2013. No obstante, consideramos que hay una mayor probabilidad de un recorte que de un alza en la tasa, dado que los riesgos sobre actividad e inflación están sesgados a la baja, más en el caso de la actividad que de la inflación.**

Gráfica 19

Expectativa del próximo movimiento de la tasa de política monetaria (% analistas)



Fuente: Encuesta de expectativas de analistas de mercados financieros. Banamex

Gráfica 20

Tasa de fondeo (%)



Fuente: BBVA Research y Banxico.

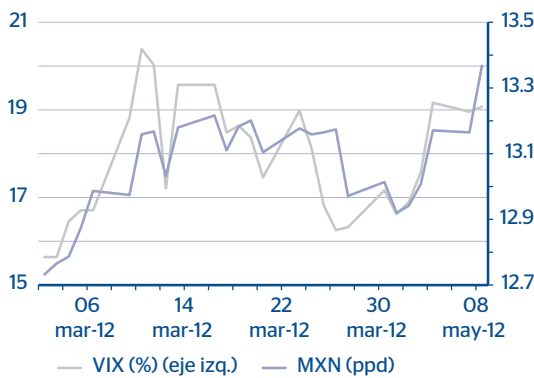
Mercados financieros: al ritmo de la inflación, la política monetaria y el riesgo global

En los últimos meses, las tasas de interés de la deuda gubernamental se desligaron del riesgo global respondiendo a los acontecimientos de la inflación y la expectativa de tasa monetaria.

A partir de la última semana de marzo, la incertidumbre global aumentó como resultado del deterioro de la crisis de financiamiento en Europa. La estrecha relación con el tipo de cambio del peso llevó a una depreciación por encima del 3.0% entre el 4 y el 16 de abril. No obstante, las tasas de interés de los bonos gubernamentales mexicanos no aumentaron, sino que, por el contrario, se redujeron en el mismo periodo ante una inflación mejor a lo esperada por el mercado en marzo y abril. Adicionalmente, el mercado percibió un tono de mayor relajamiento monetario a partir de la minuta sobre la reunión de decisión de política monetaria publicada el 30 de marzo.

Gráfica 21

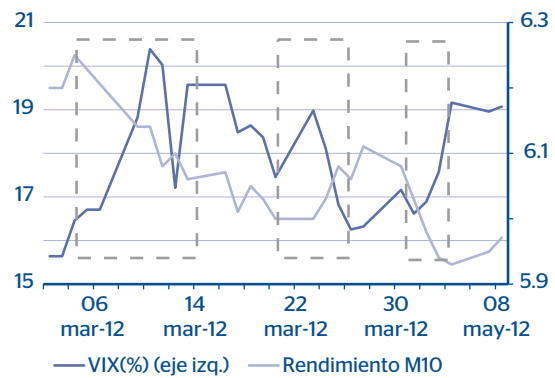
Riesgo global y tipo de cambio



Fuente: BBVA Research y Bloomberg.

Gráfica 22

Riesgo global y tasa de rendimiento del bono 10 años (porcentaje)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg.

La caída de la inflación en marzo impactó a lo largo de toda la curva de rendimientos. Las sorpresas bajas de inflación, además de reducir la prima de riesgo inflacionario, reforzaron la perspectiva de un posible recorte en la tasa de fondeo para la reunión de Banxico del pasado 27 de abril. Esto se puede observar en la caída atípica del rendimiento del bono gubernamental con vencimiento a 10 años del día 9 de abril, fecha en que se registró la primera sorpresa de inflación después de conocida la minuta de la reunión de política monetaria de Banxico. Ante la sorpresa de inflación quincenal (i.e. observada - esperada) de -0.04 puntos porcentuales se observó una caída de 12 puntos base en el rendimiento del bono, aún cuando el rendimientos del bono del Tesoro americano comparable cayó solo 1 punto base. De 2003 a la fecha, al considerar el comportamiento de las tasas de rendimiento del bono a 10 años, se observa que la caída arriba mencionada solo ha ocurrido en 9 por ciento de los casos cuando se conjugan sorpresas de inflación y cambios en el rendimiento del bono del Tesoro iguales o mayores a los registrados el día en cuestión.

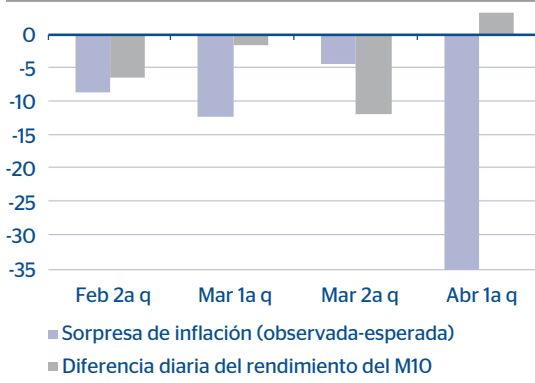
Otro factor que contribuyó temporalmente, y en menor medida a una reducción en las tasas mexicanas en los meses de marzo y abril fue la caída en las tasas de interés de los bonos gubernamentales americanos.

La mayoría de las sorpresas de inflación han reducido en mayor medida las tasas de rendimiento de los bonos en la parte media y larga de la curva.² No obstante, la sorpresa de menor inflación en la primera quincena de abril no estuvo acompañada por una caída en las tasas en la parte larga, únicamente en la corta, lo que parece sugerir que el mercado cotizaba ya en cierta medida una posible reducción en la tasa de política monetaria y una menor inflación a futuro.

² Estudios empíricos muestran que la inflación es uno de los determinantes más relevantes del nivel y la pendiente (i.e. rendimiento de la parte larga en relación a la parte corta) de la curva de deuda gubernamental, y que en general afecta más la parte larga que la parte corta de la curva, tanto en el caso de México como en el de EEUU. Para más detalles ver el Observatorio Económico de BBVA Research del 9 de febrero de 2012 "Crecimiento, inflación, fondeo y curva de tasas de interés: impacto en ambos sentidos".

Gráfica 23

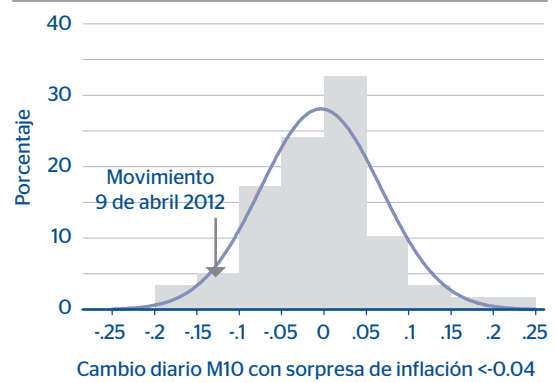
Sorpresas de inflación y diferencia en el rendimiento diario del bono a 10 años después del anuncio de inflación (pb)



Fuente: BBVA Research.

Gráfica 24

Distribución del cambio diario del rendimiento del bono soberano a 10 años condicionado a una sorpresa de inflación (%)



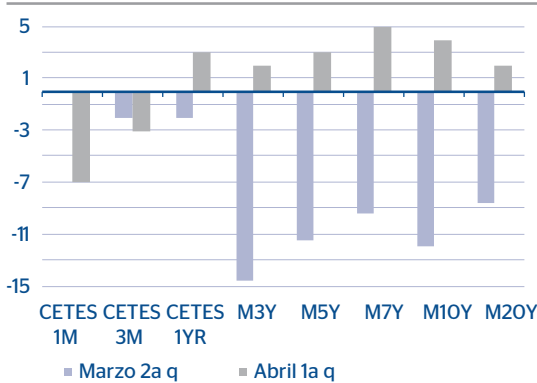
Fuente: BBVA Research. Nota: la muestra considera únicamente los días en que la sorpresa de inflación fue mayor o igual a -0.04 y el cambio en el rendimiento del bono del Tesoro fue mayor a -2 puntos base.

Finalmente, el Banco de México no recortó la tasa de fondeo a 1 día en la reunión del 27 de abril, y como consecuencia las tasas gubernamentales dejaron de cotizar una posible reducción en la tasa líder y sufrieron un aumento considerable. Por ejemplo, el bono a 3 años aumentó cerca de 20 puntos base el día del anuncio de la decisión de política monetaria.

Dada la perspectiva de BBVA Research de inflación y crecimiento moderados, y una tasa de política monetaria sin cambios en este año, se espera un crecimiento lento de las tasas de rendimiento de la deuda soberana con vencimiento de mediano y largo plazo. Así, por ejemplo, el rendimiento del bono a 10 años podría mantenerse en el entorno de 6.5% a finales de 2012. En el caso de que se registre una pronta caída de la tasa de fondeo en un entorno de menor inflación o de actividad más moderada, el rendimiento del bono sería aproximadamente 15 pb inferior al señalado.

Gráfica 25

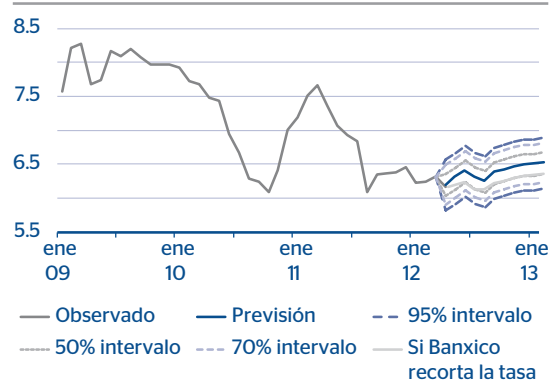
Curva de tasas: cambio diario con el cambio de la inflación (pb)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 26

Tasa de rendimiento del bono a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research.

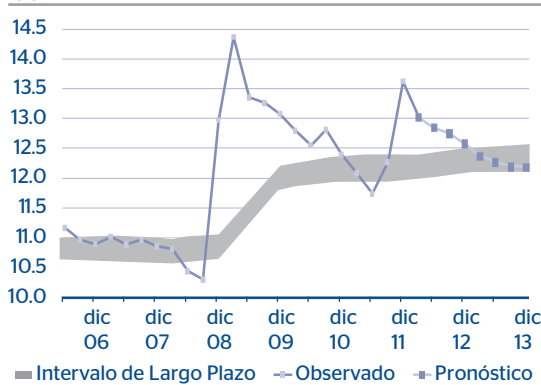
Durante la mayor parte del periodo comprendido de febrero a la fecha, el tipo de cambio del peso respecto al dólar se ha mantenido en un intervalo de entre 12.5 y 13.0, después de que en los primeros dos meses del año se registrara una apreciación del orden del 8 por ciento. De manera similar a episodios anteriores, durante el mes de abril, el incremento en la aversión global al riesgo trajo consigo una depreciación cambiaria que llevó a la paridad a tocar niveles por encima de 13.2 pesos por dólar. En particular, la publicación de datos por debajo de lo esperado en materia de empleo y producción industrial de EEUU, así como el deterioro de la situación económica en Europa se cuentan entre los factores que contribuyeron a la depreciación del peso. Aunado a ello, las expectativas del mercado de un recorte de la tasa de fondeo a partir de la minuta de la reunión de política monetaria del 16 de marzo también tuvieron efecto en el peso.³

El comportamiento de la entrada de flujos extranjeros es coherente con la evolución lateral del tipo de cambio. A diferencia de los dos primeros meses del año, durante el mes de marzo y buena parte de abril la tenencia de bonos por parte de extranjeros moderó sus aumentos. De acuerdo con datos de Banxico, después de que durante los primeros dos meses del año el incremento en la tenencia por parte de extranjeros se ubicara alrededor de USD 9,000 millones, cifra sólo superada en el 4T10 y 1T11, a marzo y abril el cambio en la tenencia apenas supera los USD 2,250 millones, cifra ligeramente por encima del promedio registrado desde enero de 2010. Con todo, es destacable la continuidad de la entrada de fondos a la renta fija pública, una señal de la certidumbre de la política presupuestaria doméstica.

En el mediano plazo, las perspectivas de crecimiento e inflación en México y EEUU son consistentes con **una tendencia de apreciación del peso frente al dólar.** De acuerdo con el escenario de BBVA Research el crecimiento para 2012 en México se ha revisado al alza desde 3.3 hacia 3.7 por ciento y la inflación ha sorprendido a la baja lo que la llevará a cerrar el año alrededor del 3.5 por ciento. De esta forma, en la medida que la incertidumbre global se disipe, los fundamentales económicos señalan que el tipo de cambio podría apreciarse para acercarse a su nivel de largo plazo hacia finales de año, el cual se estima en alrededor de 12.5 pesos por dólar.

Gráfica 27

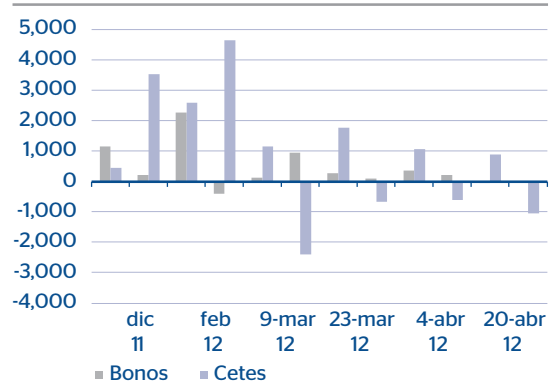
Tipo de cambio (ppd)



Fuente: BBVA Research.

Gráfica 28

Flujos foráneos a instrumentos de renta fija (mdd)



Fuente: BBVA Research y Banxico.

³ Esto debido a que, si bien varios factores intervienen en los movimientos cambiarios, el pasado viernes 27 de abril cuando Banxico mantuvo la tasa de fondeo sin cambios, en un entorno sin datos económicos de mayor relevancia, el tipo de cambio registró una apreciación de 1.6% que lo llevó de nuevo por debajo de los 13 pesos por dólar.

Recuadro 1: La inflación en México, con alta probabilidad de mantener su rumbo hacia la convergencia con el objetivo del banco central

Las expectativas de inflación, en particular las de 12 meses vista, han sido persistentes en los últimos años. Si bien en los últimos meses se han ubicado ligeramente por encima del nivel de inflación finalmente observada, hace apenas 3 años, éstas aumentaron de manera moderada pese a que la inflación experimentó un repunte que la llevó a 6.5% anual en diciembre de 2008. Estas divergencias son resultado de diversos factores con un comportamiento altamente volátil, y difíciles de prever 12 meses antes, lo que se une a la dificultad intrínseca de modelar la intensidad con la que se traspasarán a los precios los choques que se consideren. Entre estos están la variación del precio internacional de las materias primas, sometidas a factores climáticos o geopolíticos, los cambios tributarios o una oscilación intensa del tipo de cambio, entre otros.

El comportamiento de dichas expectativas sugiere que la perspectiva del mercado sobre la inflación mantiene un importante grado de incertidumbre. Con el fin de cuantificar la incertidumbre sobre la variación de precios, se estima la probabilidad de ocurrencia de distintos rangos de inflación. Es decir, se acota la incertidumbre en relación al comportamiento de los determinantes de los precios. Estos determinantes se identifican en el modelo de inflación mostrado en el Observatorio Económico "La inflación, al ritmo de la holgura de factores productivos".¹ En este análisis se concluye que no parece haber habido un cambio estructural reciente en el proceso de determinación de precios. Más bien, el compor-

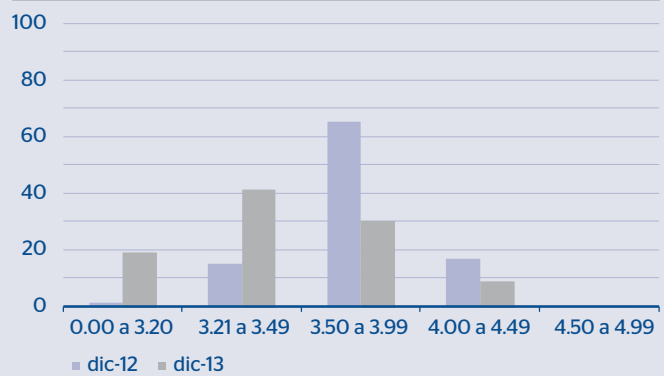
tamiento excepcionalmente bajo de factores como la presión de la demanda es el que está detrás de las moderadas tasas de inflación. Identificados los determinantes relevantes en el proceso de formación de precios al consumo en México, se estima un modelo tipo Probit ordenado. Esto es, un modelo de opciones cualitativas que asigna una probabilidad a que la variable dependiente -la inflación- caiga en un determinado rango, en este caso los siguientes: de 0.00% a 3.20%, de 3.21% a 3.49%, de 3.50% a 3.99%, de 4.00% a 4.49%, de 4.50 a 4.99%, de 5.00% a 6.00% y de 6.01% en adelante. La estimación de las probabilidades se basa en el escenario económico de BBVA Research.² Los resultados sugieren que la inflación se mantendrá contenida entre 3.0 y 4.0% con una probabilidad de 80% y 90% en 2012 y 2013, respectivamente. Se estima que la inflación se encuentre al final de 2012 entre 3.5 y 4.0% con un 60% de probabilidad, y al terminar 2013 se sitúe entre 3.0 y 3.5% con una probabilidad muy similar, aunque con un sesgo que se cuantifica en 30% a estar entre 3.5% y 4.0%. Esto como resultado de una inflación subyacente entre 3.2 y 3.5% con una probabilidad alrededor del 70%. En el caso de la inflación subyacente el sesgo se encuentra equilibrado con 14% de probabilidad de situarse por arriba de 3.5% y por debajo de 3.2%. La probabilidad de que la inflación se encuentre cercana al 3% (entre 2.9% y 3.2%) a finales de 2012 y de 2013 es del 2% y 20%, respectivamente, aunque con una mayor probabilidad de un resultado superior que uno inferior.

Gráfica 29
Inflación observada y expectativas un año antes (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos del SMN

Gráfica 30
Probabilidad de rangos de inflación para diciembre de 2012 y 2013



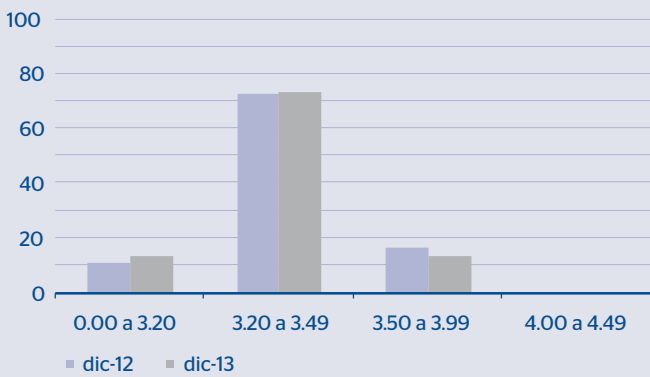
Fuente: BBVA Research e INEGI

1 Disponible en Internet en http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/110801_InflacionMexico_71_tcm346-265004.pdf?ts=452012
 2 Se considera que los precios de las materias primas se moderarán ligeramente. En el caso de México el precio del maíz es especialmente relevante por su peso en la canasta de consumo y la moderación se sitúa en niveles de 600 dólares por bushel, desde los 640 dólares en que se encontraba el precio de este producto en febrero. El resto del escenario económico es el siguiente. Un crecimiento del PIB de 3.7% y 3.0% en 2012 y 2013, respectivamente, que se traslada a salarios. Los precios de transporte mantienen un comportamiento similar al promedio observado en los años 2009-2010, y el tipo de cambio se aprecia paulatinamente para llegar a un nivel de 12.5 pesos por dólar en diciembre de 2013, mientras que la expectativa de inflación a 12 meses se mantiene en el nivel actual.

Dado el escenario económico de BBVA Research, los posibles efectos sobre la inflación de los errores de previsión generados por los factores volátiles también se pueden visualizar mediante una gráfica de abanico. La estimación se realiza con base en los mismos determinantes que los del modelo Probit y muestra que la inflación debería tender a una reducción moderada, manteniendo niveles entre 3% y 4% durante 2013. Este último resultado aunado al aumento de probabilidad esperado de que la inflación se sitúe entre 3.0 y 3.5% en diciembre de 2013 sugiere que la inflación debería tender hacia la convergencia del objetivo de inflación del banco central (3%+/-1%) en caso de mantenerse un cre-

cimiento moderado, una ligera reducción en el precio de las materias primas, apreciación del tipo de cambio hacia el nivel considerado de largo plazo y unas expectativas de inflación estables. Estos comportamientos son congruentes con estabilidad de la política monetaria y fiscal, y más en un entorno global especialmente incierto como el actual. Los resultados mostrados en la gráfica de abanico son consistentes con las probabilidades estimadas con el modelo probit. Por ejemplo, ambos casos le asignan una probabilidad superior a 50% a una inflación en el rango entre 3.0 y 4.0 por ciento en diciembre de 2013 y una tendencia de reducción de la inflación en el próximo año y medio.

Gráfica 31
Probabilidad de rangos de inflación subyacente para diciembre de 2012 y 2013



Fuente: BBVA Research.

Gráfica 32
Inflación anual, gráfica de abanico (%)



Fuente: BBVA Research.

Recuadro 2: México, beneficiado por aumentos del precio del petróleo que no limiten la demanda de sus socios comerciales

Con el inicio de 2012 el precio del petróleo Brent repuntó hasta superar los 120 dólares por barril, niveles no registrados desde el primer cuatrimestre de 2008. En esta ocasión el repunte ha resultado de la combinación de una demanda sostenida con una oferta con limitado margen de respuesta y de la incertidumbre derivada del embargo a la producción petrolera iraní por parte de algunos países. Este embargo es resultado de tensiones geopolíticas que de no resolverse podrían suponer fuertes restricciones de oferta de crudo. Si bien es cierto que dichas tensiones han disminuido, previsi-

blemente hasta pasadas las elecciones en EEUU, se anticipa un periodo prolongado de negociaciones e incertidumbre al menos por un semestre más.

Toda esta situación ha llevado a revisar el pronóstico de precios de petróleo, desde un promedio estimado para 2012 de 98.2 dls por barril (Brent) en diciembre pasado, hasta un precio esperado de 121.6 dls por barril en el escenario actual. El análisis de las posibles implicaciones de este cambio para la economía mexicana se describe a continuación.

Gráfica 33

Precio del petróleo Brent (dólares por barril), perspectivas



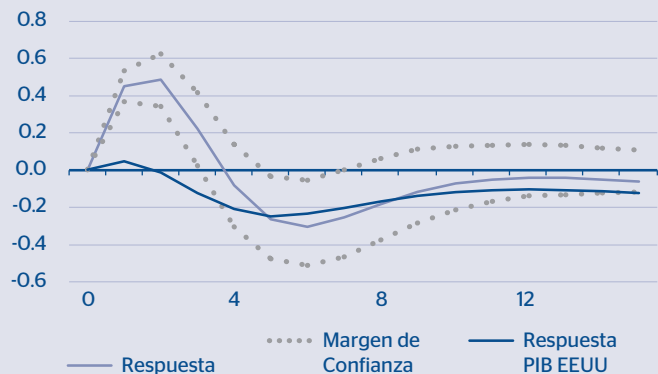
Fuente: BBVA Research.

Un aumento en el precio del petróleo es beneficioso para México siempre y cuando no sea una limitante para el crecimiento de sus socios comerciales

Considerando que México es un exportador neto de productos petrolíferos, un mayor precio del petróleo debería tener un efecto positivo en términos de ingresos por exportaciones, recursos fiscales y en actividad económica, al menos en el corto plazo. Por una parte, las finanzas públicas obtienen recursos adicionales que se trasladan de modo regulado a gasto público, a dotar el Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros (FEIP) y a cubrir el costo del aumento del subsidio a los combustibles, que crece con los precios de referencia de los mismos al mantenerse el deslizamiento fijo del precio efectivo.¹ Los precios administrados de los com-

Gráfica 34

Impacto en el crecimiento del PIB de México de un aumento en el precio del petróleo de 10% sin que haya restricciones de oferta (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research.

bustibles limitan el impacto a la baja sobre el ingreso disponible de hogares y empresas y al alza sobre la inflación.

Con el fin de aproximar cuantitativamente los impactos de un aumento del precio o una restricción de oferta del petróleo, se estima un modelo de vectores auto-regresivos (VAR) que toma en consideración las relaciones entre el PIB de EEUU, de México, la inflación y la tasa de política monetaria de estos países, el riesgo financiero global y el precio y la cantidad de producción global del petróleo. Los resultados muestran que no es indiferente el motivo del aumento de precios del petróleo: si es resultado de una restricción de oferta, tiene un efecto bajista en la actividad mientras que si es resultado de un aumento de la demanda puede tener un efecto alcista en el corto plazo.

¹ Los excedentes de ingresos se destinan en primer término a compensar el incremento en el gasto con relación al presupuesto y a atender desastres nacionales cuando los recursos presupuestados en este rubro resulten insuficientes. Posteriormente, los recursos adicionales se distribuyen entre el fondo de estabilización de los ingresos petroleros, las entidades federativas y la inversión en infraestructura de PEMEX.

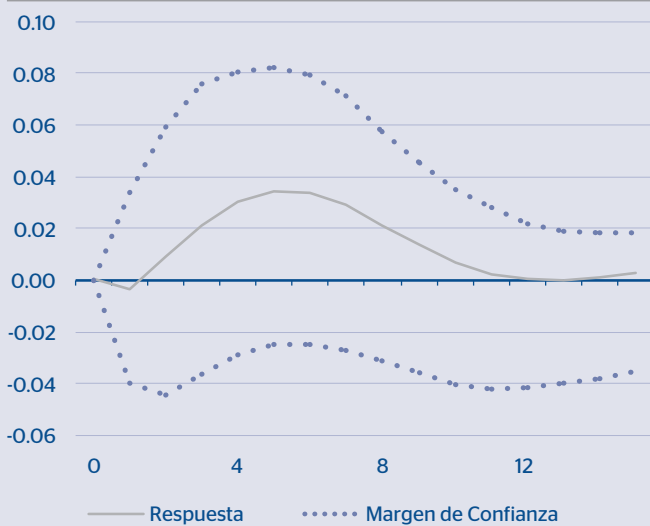
Con todo, a pesar de la mejora del PIB en México en el corto plazo, se estima que en el mediano plazo, el efecto de una menor demanda por parte de EEUU se vuelve dominante y por lo tanto negativo el impacto en el PIB mexicano. La economía de EEUU –el mayor socio comercial de México– se encuentra más expuesta al efecto de las oscilaciones de precios del petróleo, de modo que un aumento de precios

tiene una respuesta a la baja en su PIB tanto a corto como a medio y largo plazo.

En el caso de la inflación, el efecto de un aumento del precio del petróleo es alcista, pero los rangos de incertidumbre de la estimación estadística no permiten rechazar la ausencia de impacto.

Gráfica 35

Impacto en la inflación anual en México de un aumento en el precio del petróleo de 10% sin que haya restricciones de oferta (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research.

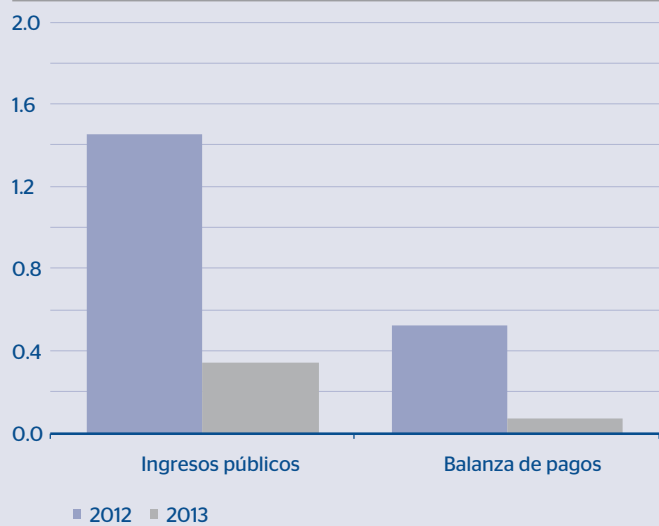
Los ingresos petroleros recibidos se distribuyen en gasto público, subsidios de gasolinas y dotación de fondos públicos

El mayor precio del petróleo impacta a la balanza de pagos y a las cuentas públicas a través de mayores ingresos por concepto de exportaciones petroleras netas así como en mayor recaudación fiscal. Estos efectos son de corto plazo y se mantienen así en la medida en que el alza de precios no sea tan severa o prolonga como para afectar el crecimiento de la demanda externa mexicana.

Para estimar el efecto en cuenta corriente e ingresos públicos, se considera una relación entre el precio de la mezcla mexicana de petróleo (relacionada a su vez con el precio del

Gráfica 36

Efecto directo del cambio de escenario de precios del petróleo (% del PIB)



Fuente: BBVA Research.

Brent) suponiendo estabilidad en la plataforma de exportación. Con estas consideraciones se estima que si el precio de la mezcla mexicana se ubica en cerca de 22 dls por barril por arriba de lo esperado en promedio en el año, los ingresos adicionales vía mejora en Cuenta Corriente serán del orden de 0.5% del PIB, mientras que el efecto vía mayor ingreso público se ubicará en torno a 1.5% del PIB en 2012. Para 2013, ambos efectos se moderan hasta 0.3 y 0.1% del PIB en ingresos públicos y balanza de pagos, respectivamente.

El 1.5% del PIB de mayores ingresos públicos no supone una reducción del déficit presupuestal en la misma medida ya que se distribuye como se señalaba más arriba. En este caso, el reparto del excedente de ingresos sería aproximadamente de la siguiente manera:

Cuadro 1

Distribución de los ingresos adicionales del gobierno provenientes de la exportación de petróleo crudo, 2012

Precio promedio esperado de la mezcla de crudo de México en 2012 (dólares por barril)	Ingresos excedentes del gobierno (% PIB)	Derecho extraordinario (% PIB)	Excedentes de ingresos (% PIB)				
		Ingresos de las Entidades Federativas	Ingresos de las Entidades Federativas, 25%	Infraestructura de Entidades Federativas, 10%	Fondo de Estabilización, 40%	Infraestructura de PEMEX, 25%	IEPS gasolinas (% PIB)
104	1.48	0.19	0.15	0.06	0.25	0.15	0.67
<i>Memorándum:</i>							
	Entidades Federativas	0.41					
	Fondo de Estabilización	0.25					
	Infraestructura de PEMEX	0.15					

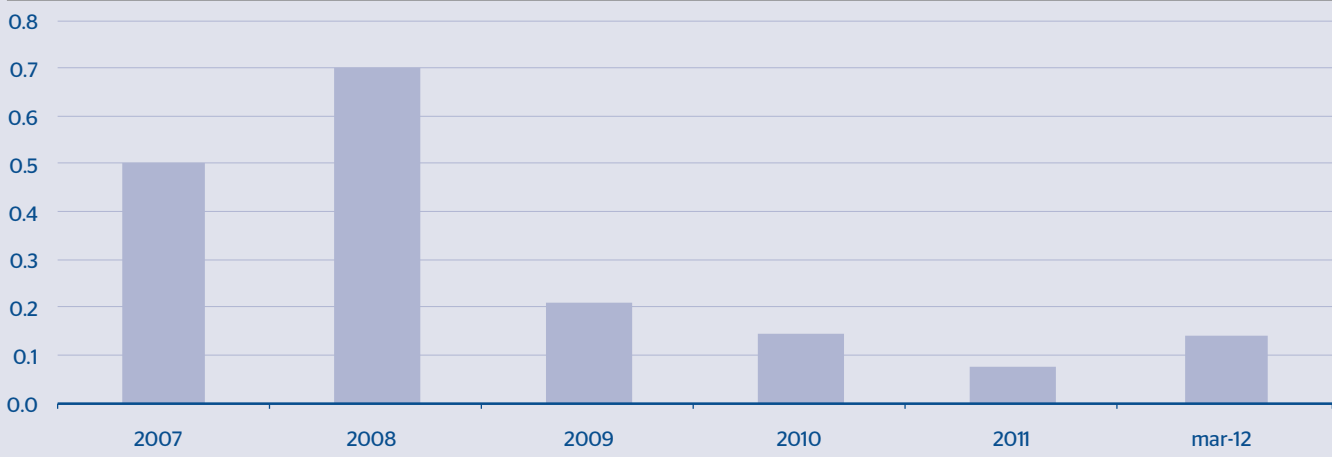
Notas:
 Crecimiento esperado del PIB 2012 de 3.7%
 Precio del petróleo en la estimación de ingresos 84.9 dólares
 Derecho extraordinario: se aplica un 131% a la diferencia entre el precio de venta del petróleo y el precio presupuestado
 Asumiento que el IEPS a gasolinas se financia con excedentes de ingresos petroleros
 Producción de crudo para 2012 de 2,560 miles de barriles diarios
 Tipo de cambio estimado promedio 12.8 pesos por dólar
 Fuente: BBVA Research con datos de la Secretaría de Hacienda

A marzo de 2012, el saldo del fondo de estabilización de los ingresos petroleros es reducido, menor a 0.2% del PIB. A pesar de los ingresos extraordinarios resultado de un precio del petróleo mayor al esperado en 2011 y 2012, se espera que este fondo alcance este año únicamente un monto de alrededor de 0.5% del PIB. Considerando la dependencia de las finanzas públicas de los ingresos petroleros, y que el objeto del fondo es acumular recursos para enfrentar una posible caída en los ingresos, tanto los petroleros como los no petroleros, sería conveniente aumentar el saldo de dicho

fondo. Otros países que cuentan con recursos naturales han establecido fondos de estabilización con el objetivo de que los recursos no renovables contribuyan al desarrollo de largo plazo, por ejemplo contribuyendo a mantener la estabilidad de las finanzas públicas, o distribuyendo recursos entre generaciones e invirtiendo una parte de estos recursos en proyectos que permitan una mayor diversificación económica y una mejor relación riesgo rendimiento, esto dado el agotamiento futuro de los recursos naturales.

Gráfica 37

Saldo del fondo de estabilización de los ingresos petroleros (% PIB)



Fuente: BBVA Research.

4. México, EAGLES y comercio exterior con Asia, oportunidades en perspectiva

Los Eagles, un grupo de economías líderes en contribución al PIB mundial **y concentradas en Asia**. En 2010, BBVA Research creó una agrupación de mercados emergentes llamada EAGLEs (“Emerging and Growth-Leading Economies”, por sus siglas en inglés economías emergentes que lideran el crecimiento) que engloba a aquellos países cuyo incremento esperado de nivel de PIB en los próximos 10 años supere al promedio de las economías industrializadas sin considerar a EEUU (Alemania, Canadá, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido). El concepto de los EAGLEs es dinámico puesto que no se trata de un grupo fijo de economías, sino que su composición se revisa anualmente. Esta revisión anual se efectúa no sólo a las economías candidatas a formar parte del grupo Eagles, sino también al umbral apartir del cual se considera su entrada. Cabe señalar que la más reciente revisión este umbral se estableció en 405 mil millones de dólares. Dado que se espera que en los próximos 10 años México aumente su PIB en más de 500 mil millones de dólares, forma parte de este grupo junto a Brasil, China, Corea del Sur, India, Indonesia, Rusia, Taiwán y Turquía. Los Eagles, aportarán alrededor del 50% del incremento del PIB mundial y tienen un claro predominio geográfico de Asia.

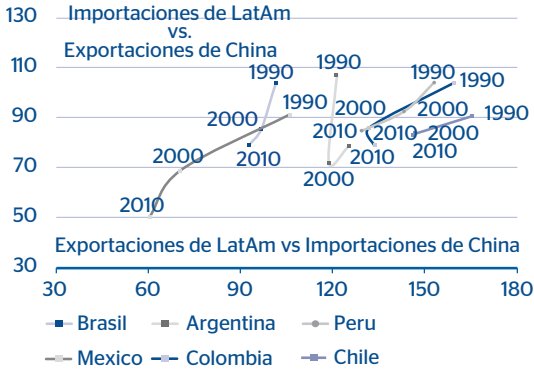
El predominio de países asiáticos dentro de los EAGLES implica un reto y una oportunidad para el conjunto de Latinoamérica y para México en particular. México, con un alto grado de apertura comercial (la suma de sus importaciones y exportaciones es aproximadamente el 60% del PIB), concentra el 80% de sus exportaciones en EEUU, mientras que el resto de países del área¹ mantienen una mayor diversificación, con un mayor peso a la vez del comercio exterior con Asia. Así, estos países han multiplicado por siete sus flujos comerciales con Asia en los últimos 10 años, mientras que México lo ha hecho 3.2 veces.

La estructura del comercio exterior mexicano es cada vez más complementaria con China. México tiene una estructura exportadora, a diferencia del resto de LATAM, totalmente integrada con EEUU y Canadá dentro del TLCAN (Tratado de Libre Comercio de América del Norte) y enfocada además en la producción manufacturera. Así, la estructura de comercio de México con China es similar a la que nuestro país tiene con el resto del mundo, liderada por las manufacturas salvo por el mayor peso de materias primas no energéticas (materiales crudos no comestibles ni combustibles). El resto de países latinoamericanos mantienen un comercio externo con un peso mucho mayor de materias primas. Como se observa en la gráfica 38, México es la economía de LatAm con una estructura de exportaciones e importaciones que ha aumentado más rápidamente su complementariedad con la estructura del comercio chino, lo que proporciona una oportunidad para el futuro desarrollo de intercambios bajos por el momento y, en todo caso, muy deficitarios para México. Así, México mantiene una balanza comercial deficitaria con Asia y específicamente con China (déficit de 46.2 mil millones de dólares en 2011). Esta situación es resultado de la dificultad que han encontrado los productos mexicanos para hacer de China un importante mercado de destino, pero también del comercio ligado a importaciones desde China para agregarles valor y reexportarlos. En este sentido, dentro de los principales productos que México importó durante 2011 de China, los de mayor peso son los de naturaleza semielaborada destinados a la manufactura exportadora mexicana como: ensamblajes para televisión de pantalla plana (6% del total de importaciones desde China), circuitos modulares (3.3% del total), y aparatos emisores con dispositivo incorporado (3.3%).

¹ LATAM-7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela

Gráfica 38

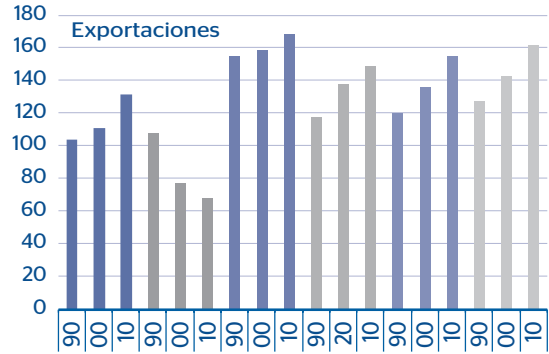
Índices de similitud de estructuras exportadoras vs importadoras de LatAm y China (Índice, 0 = idénticas vs 200 = totalmente diferentes)



Fuente: BBVA Research y COMTRADE

Gráfica 39

Índice de similitud con China de estructuras exportadoras (Índice, 0 = idénticas vs 200 = totalmente diferentes)

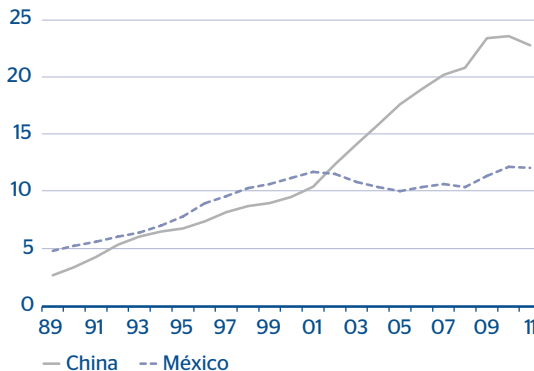


Fuente: BBVA Research y COMTRADE

A la vez, la creciente similitud de las exportaciones de China y de México es un reto por la competencia que también supone en terceros mercados como EEUU, tan relevante para ambas economías al ser el 1^{er} destino exportador para México y el 2^o para China. En 2002 México y China suministraban cada uno a EEUU aproximadamente el 12% de las importaciones de manufacturas del país. Esta participación en el caso de México se estancó y en el de China ha llegado a duplicarse. Las ventajas absolutas de costos desde el lado chino amplificadas por un tipo de cambio muy depreciado y la incorporación de China a la organización mundial de comercio son los factores que desencadenaron este proceso que se está corrigiendo en los últimos tres años. El tipo de cambio de la moneda china se está apreciando frente al dólar y más intensamente frente al peso, lo que supone una ganancia de competitividad-precio para México que empieza a poner en valor las ventajas absolutas de localización y costo de transporte entre ambos países y EEUU.

Gráfica 40

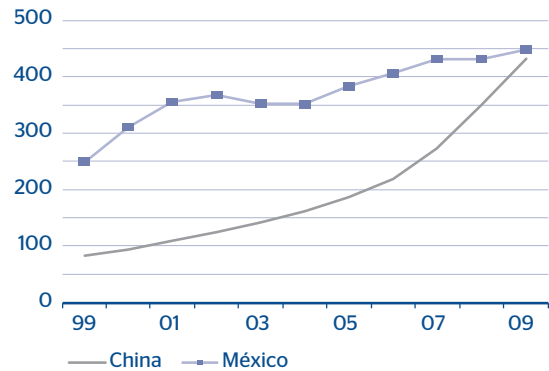
Importaciones manufactureras de EEUU (% del total)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 41

Salario promedio total México-China (Ingreso mensual en dólares)



Fuente: OIT, 2009 estimado

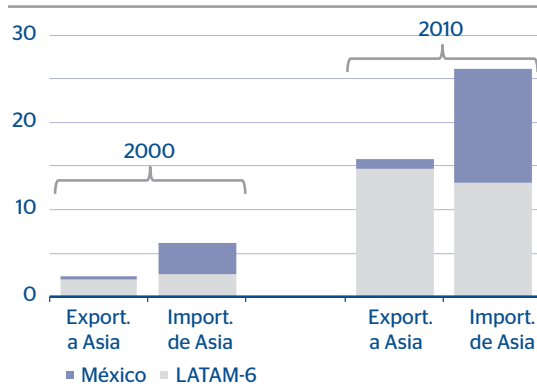
México, mejoras institucionales para incrementar el dinamismo del comercio externo. Debido a que el tipo de cambio no es la única variable relevante para aumentar la competitividad, México ha buscado ampliar su comercio mediante esquemas de facilitación comercial, los cuales incluyen simplificación de aranceles, facilitación aduanera, y el fortalecimiento de sus instituciones. La **simplificación de aranceles** busca dar un impulso a la industria en México, mediante un agresivo programa de reducción arancelaria, el cual inició en 2008 y busca reducir los aranceles de 10,000 fracciones pertenecientes al sector industrial. De esta manera se busca ampliar los beneficios de programas sectoriales ya existentes además de eliminar los incentivos a triangular y facilitar la generación de una zona aduanera de América del Norte, ya que los aranceles aplicados a dichos productos se igualarán en un plazo de cinco años a los de EEUU, con lo que se fomenta la inversión industrial y el empleo.

La **facilitación aduanera** tiene como objetivo fundamental reducir tanto el tiempo como los costos de transacción para importar y exportar bienes desde México. Esto se realizará mediante el establecimiento de una ventanilla única para trámites de comercio exterior, la cual mediante Internet servirá para realizar de manera más ágil los trámites relacionados con la importación, exportación y tránsito de productos, aumentando la transparencia, facilitando la recaudación y aumentando la seguridad de los trámites y transacciones. Se espera que la instrumentación de esta ventanilla pueda darse hacia finales de este mismo año.

Finalmente para apuntalar el marco institucional se creó la Comisión de Comercio Exterior (COCEX), órgano colegiado integrado por diversos organismos del sector público (SE, SHCP, SRE, SAGARPA, SEMARNAT, Banxico, y CFC), cuyo objetivo es dar orden y continuidad a la regulación del comercio exterior. Para ello se estableció el requisito legal de que para que se pueda poner en vigor cualquier arancel ó regulación comercial, este debe contar con una opinión del COCEX.

Gráfica 42

**Comercio exterior con Asia
(millones de dólares)**



Fuente: BBVA Research e y CEPAL

Gráfica 43

Tipo de cambio nominal y real China y México



Fuente: Bloomberg y Haver Analytics

5. Previsiones

Cuadro 2

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales. %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-3.5	3.0	1.7	2.3	2.2
UEM	-4.2	1.9	1.5	-0.2	0.9
Alemania	-5.1	3.6	3.1	0.7	1.6
Francia	-2.6	1.4	1.7	0.5	1.1
Italia	-5.1	1.8	0.5	-1.5	0.1
España	-3.7	-0.1	0.7	-1.3	0.6
Reino Unido	-4.4	2.1	0.7	0.5	1.4
América Latina *	-0.6	6.6	4.5	3.8	4.1
México	-6.1	5.4	3.9	3.7	3.0
EAGLES **	4.0	8.4	6.7	5.8	6.4
Turquía	-4.9	9.2	8.5	2.7	5.6
Asia-Pacífico	4.2	8.1	5.7	5.7	6.1
China	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
Asia (exc. China)	1.0	6.6	3.4	4.1	4.4
Mundo	-0.6	5.1	3.9	3.6	4.0

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

** Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 3

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales. %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-0.4	1.6	3.1	2.5	2.2
UEM	0.3	1.6	2.7	2.4	1.5
Alemania	0.2	1.1	2.3	2.0	1.5
Francia	0.1	1.5	2.1	2.2	1.6
Italia	0.8	1.5	2.8	3.1	1.9
España	-0.3	1.8	3.2	1.9	0.7
Reino Unido	2.2	3.3	4.5	3.0	1.9
América Latina *	6.9	9.0	10.0	9.3	10.0
México	5.3	4.2	3.4	3.9	3.6
EAGLES **	2.8	5.3	6.3	4.8	4.6
Turquía	6.3	8.6	6.7	9.6	7.1
Asia-Pacífico	0.3	3.6	4.8	3.5	3.5
China	-0.8	3.3	5.4	3.5	3.8
Asia (exc. China)	1.1	3.7	4.3	3.4	3.2
Mundo	2.2	3.5	5.1	4.4	4.0

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

** Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Servicio de Estudios Económicos
 del Grupo BBVA

Cuadro 4

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2010	2011	2012	2013	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	4T12
Indicadores Macroeconómicos												
PIB (variación % real)	3.0	1.7	2.3	2.2	2.2	1.6	1.5	1.6	2.1	2.4	2.5	2.4
Consumo personal (var. % real)	2.0	2.2	2.2	2.0	2.8	2.2	2.0	1.6	1.9	2.2	2.3	2.3
Consumo gobierno (var. % real)	0.7	-2.1	-1.5	0.4	-1.1	-2.2	-2.4	-2.8	-2.1	-1.8	-1.7	-0.6
Inversión fija bruta (var. % real)	17.9	4.8	8.2	6.0	7.4	2.9	1.0	8.1	8.7	8.6	9.7	6.0
Construcción ¹	-4.3	-1.4	9.9	5.9	-2.9	-6.8	1.3	3.5	8.8	9.6	11.2	9.8
Producción industrial (var. % real anual)	5.4	4.1	4.1	3.3	5.4	3.6	3.3	4.0	4.3	4.6	4.0	3.6
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-3.3	-3.3	-3.0	-3.3	-3.3	-3.3	-2.9	-3.3	-3.0	-3.0	-3.0	-3.1
Inflación anual (fin de periodo)	1.5	3.0	2.8	2.2	2.7	3.6	3.9	3.0	2.7	2.5	2.2	2.8
Inflación anual (promedio de periodo)	1.6	3.2	2.5	2.2	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	2.4	2.3	2.6
Balance fiscal primario ² (% del PIB)	-8.9	-8.7	-7.6	-5.0				-8.7				-7.6

 Actualización 13 de mayo de 2012
 Fuente: BBVA Research

Cuadro 5

Indicadores y Pronósticos México

	2010	2011	2012	2013	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	4T12
Actividad Económica												
PIB (series desestacionalizadas)												
Variación % real anual	5.5	3.9	3.7	3.0	3.9	3.9	4.4	3.7	3.9	3.8	3.4	3.6
Por habitante en dólares	9,582	10,515	10,998	12,191	10,538.8	11,050.1	10,729.5	9,843.2	10,548.7	10,871.7	11,144.5	11,445.8
Miles de millones de dólares	1,035	1,144	1,206	1,346	1,146.8	1,202.4	1,167.5	1,071.1	1,156.4	1,191.8	1,221.7	1,254.8
Inflación (% prom.)												
General	4.2	3.4	3.7	3.5	3.5	3.3	3.4	3.5	3.9	3.5	3.6	3.6
Subyacente	3.9	3.2	3.3	3.4	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.4	3.3
Mercados Financieros (% fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	4.50	4.50	4.50	5.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.5	4.5	4.5	4.5
Cetes 28 días	4.3	4.3	4.4	5.5	4.3	4.4	4.2	4.3	4.3	4.4	4.4	4.4
TIIE 28 días	4.9	4.8	4.9	5.9	4.8	4.9	4.8	4.8	4.8	7.8	4.8	4.9
Bono 10 años (% prom.)	6.9	6.8	6.4	7.0	7.5	7.0	6.4	6.3	6.1	6.4	6.4	6.6
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	12.6	12.4	12.8	12.2	12.1	11.7	12.3	13.6	12.9	12.9	12.8	12.6
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-3.5	-3.0	-3.0	-2.8	--	--	--	-3.0	--	--	--	-3.0
Sector Externo³												
Balanza comercial (mmd)	-3.0	-1.6	-9.1	-15.4	1.5	1.4	-3.8	-0.7	0.2	-0.5	-4.3	-4.6
Cuenta corriente (mmd)	-3.1	-8.8	-15.7	-19.1	-0.1	-1.8	-3.4	-3.5	-1.7	-3.7	-4.1	-6.2
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.3	-0.8	-1.3	-1.4	0.0	-0.6	-1.2	-1.3	-0.6	-1.2	-1.3	-1.9
Petróleo (mezcla mex., dpb, prom.)	72.1	100.1	89.1	92.6	93.0	105.6	101.2	100.8	94.6	86.4	86.4	89.1
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.7	4.3	3.6	2.9	4.9	4.2	4.2	4.1	4.0	3.8	3.4	3.3
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	5.4	5.2	5.1	4.8	5.2	5.5	5.3	5.0	5.0	5.1	5.1	5.2

Continúa en la siguiente página

Servicio de Estudios Económicos
 del Grupo BBVA

Indicadores y Pronósticos México

	2010	2011	2012	2013	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	4T12
Demanda Agregada ⁴ (Var % anual, desestacionalizada)												
Demanda Agregada Total	9.0	4.7	4.2	4.3	5.2	4.6	5.0	4.0	3.9	3.5	4.3	5.2
Demanda interna	5.2	4.9	3.6	3.4	5.5	5.0	5.1	4.2	3.6	3.5	3.3	3.8
Consumo	4.8	4.0	3.1	2.7	4.6	3.7	4.1	3.8	3.5	3.5	2.7	2.8
Privado	5.3	4.6	3.4	2.8	5.1	4.5	4.6	4.1	3.8	3.9	2.7	3.0
Público	2.1	0.6	1.6	2.0	1.2	-1.4	0.7	1.9	1.9	1.0	2.2	1.3
Inversión	6.4	8.3	5.1	5.9	9.0	9.7	8.7	5.9	3.6	3.7	5.7	7.3
Privado	6.4	12.1	4.7	4.4	14.5	17.4	10.3	6.7	2.5	1.9	4.5	10.1
Público	6.6	-1.8	6.3	10.6	-5.2	-9.4	4.0	3.8	7.1	9.5	9.4	-0.2
Demanda Externa	21.7	6.8	5.6	6.5	11.6	8.7	4.4	3.0	1.6	2.7	7.5	10.8
Importaciones	20.6	6.8	5.9	8.0	9.3	6.8	6.5	4.9	3.7	2.8	6.8	10.1
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	2.8	-0.4	2.5	1.9	-2.6	-5.8	7.0	-0.1	-1.5	2.6	6.8	1.8
Secundario	6.1	3.9	3.6	3.0	4.7	4.2	3.5	3.1	3.8	3.9	3.2	3.4
Minería	1.1	-2.3	1.3	1.7	-2.7	-2.0	-3.4	-1.0	0.8	1.5	1.5	1.6
Electricidad	10.1	5.4	3.5	3.4	9.9	7.5	3.0	1.8	3.4	3.5	3.6	3.5
Construcción	0.0	4.8	3.8	4.0	5.8	3.8	5.2	4.5	4.0	4.8	3.6	2.8
Manufactura	9.9	5.1	4.1	3.0	6.1	5.4	5.3	3.6	4.5	4.3	3.5	4.1
Terciario	5.6	4.2	3.7	2.9	4.2	3.7	4.7	4.2	4.3	3.8	3.3	3.4
Comercio	13.7	7.7	4.9	3.4	8.4	8.4	8.1	5.9	5.7	4.8	4.4	4.8
Transporte, correos y almacenamiento	7.6	3.5	3.1	2.9	3.4	3.3	4.0	3.3	2.8	2.9	3.0	3.8
Información en medios masivos	1.7	6.6	8.1	6.5	5.1	6.0	8.0	7.3	8.0	8.3	8.1	7.9
Serv. financieros y de seguros	12.3	4.8	6.2	5.4	4.6	0.4	7.5	6.7	7.0	7.4	5.2	5.2
Serv. inmob. y de alq. de bienes muebles e int.	1.9	2.1	1.7	1.4	1.8	1.9	2.1	2.7	2.0	1.9	1.6	1.5
Serv. profesionales, científicos y técnicos	-1.1	5.8	3.6	2.5	3.7	7.0	5.4	7.0	6.3	4.2	2.1	1.7
Dirección de corporativos y empresas	4.9	5.8	3.3	4.6	4.2	7.3	4.4	7.2	3.2	2.6	3.0	4.3
Serv. de apoyo a los neg., serv. de remediación	1.5	4.2	4.1	3.4	3.5	4.6	4.6	4.3	4.1	4.2	4.2	4.0
Serv. educativos	0.2	1.5	2.2	2.0	0.0	0.9	2.8	2.5	1.9	2.0	2.3	2.3
Serv. de salud y de asistencia social	0.7	1.7	2.2	1.4	1.1	2.8	2.9	-0.1	3.0	2.7	1.8	1.5
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	5.9	6.6	4.8	3.7	7.6	7.3	6.1	5.5	5.7	5.9	4.0	3.8
Serv. de alojamiento tem. y prep. de alim. y beb.	3.2	2.6	3.0	2.1	0.6	2.5	3.1	4.3	3.8	3.5	3.0	1.8
Otros serv. excepto actividades del gobierno	0.7	4.0	3.3	2.3	2.9	4.5	4.2	4.3	3.2	3.4	3.4	3.3
Actividades del gobierno	2.6	-0.8	0.8	1.1	0.1	-5.1	-0.7	2.7	3.5	0.5	-0.3	-0.5

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".

Servicio de Estudios Económicos
del Grupo BBVA

Consejo Editorial

Adolfo Albo

Julián Cubero

Jorge Sicilia

Han elaborado esta publicación

Editor

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Pedro Uriz
pedro.uriz2@bbva.com

Iván Martínez
ivan.martinez.2@bbva.com

Con la colaboración:
Escenarios Económicos

Arnoldo López
arnoldo.lopez@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiza@bbva.com

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.com

Análisis Macro México

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswald_lopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@bbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@bbva.com

Crédito Global

Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

BBVA Research Mexico
Avda. Universidad 1200
Colonia Xoco
C.P. 03339 México D.F.
Publicaciones:
E-mail: researchmexico@bbva.bancomer.com

Estas y otras publicaciones de BBVA Research
están disponibles en inglés y en español en: www.bbva.com/research

Otras publicaciones:

