

Situación México

Tercer Trimestre 2012
Análisis Económico

- El crecimiento global ganará tracción sólo si llegan a tiempo medidas de política económica ya aprobadas y algunas por tomar aún. El debilitamiento generalizado de la actividad en 2012 hace determinante el papel de las políticas económicas para lograr una ligera mejora del crecimiento en 2013
- México se desacopla positivamente del entorno global gracias a sus fortalezas domésticas. A pesar de la revisión a la baja del escenario global, se mantiene el crecimiento previsto para México en el 3.7% gracias a estabilidad doméstica y competitividad externa
- Brasil y México, cambio de perspectivas y retos que permanecen. Brasil y México son dos grandes economías con buen potencial de crecimiento, distinta exposición al entorno global y el reto de adoptar reformas que aumenten su productividad

Índice

1. En Resumen.....	2
2. Escenario global: una desaceleración que puede agravarse sin acciones decisivas de política económica.....	5
3. México: crecimiento sostenido en un escenario global más incierto gracias a las fortalezas domésticas.....	9
3.1 Perspectivas de actividad en México: certezas domésticas frente a incertezas externas	9
Recuadro 1: La informalidad frena el crecimiento de la productividad y la inversión	12
3.2 En un entorno de choques de oferta al alza, la inflación se mantiene controlada gracias a que la demanda (aún) no es un factor de presión relevante.....	14
Recuadro 2: Factores de oferta impactan en la inflación en México ante la falta de presiones relevantes de la demanda.....	17
Recuadro 3: La mejora de las condiciones de liquidez: soporte de la caída de las tasas de interés.....	23
Recuadro 4 ¿Se han revertido las condiciones que llevaron a la reducción de la calificación de deuda soberana de México?	25
4. Brasil y México, cambio de perspectivas y retos que permanecen	26
5. Previsiones.....	30

Fecha de cierre: 3 de agosto de 2012

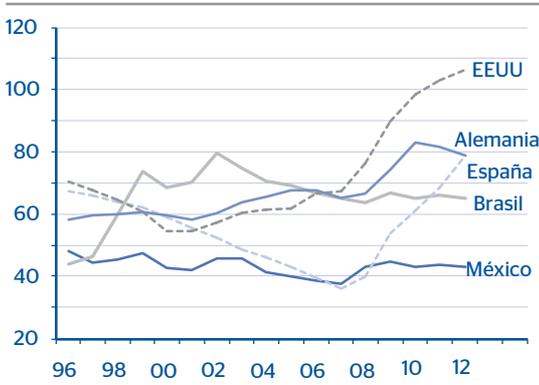
1. En Resumen

México se desacopla positivamente de un entorno global de desaceleración y riesgos a la baja si la política económica no actúa decididamente

El crecimiento global ganará tracción sólo si las medidas de política económica ya tomadas son implementadas oportunamente y las que están por aprobarse llegan a tiempo. Con el debilitamiento de la actividad global registrado en la primera parte de 2012, el papel de las políticas económicas se percibe como determinante para que, tal y como contempla nuestro escenario, se produzca una ligera mejora del crecimiento en 2013. Estimamos un crecimiento mundial en el entorno del 3.5% en el bienio 2012-2013, pero ello ocurrirá sólo si las medidas de política económica (aprobadas y en proceso de implementación, las anunciadas pero no implementadas y, lo más incierto, algunas decisivas medidas por tomar aún) llegan a tiempo para evitar un accidente financiero en Europa ¹, un ajuste fiscal automático en EEUU en 2013 y ayudan a recuperar tasas de crecimiento más altas en las economías emergentes. En caso de que las políticas económicas no logren sus objetivos, la desaceleración en marcha desde 2011 se intensificaría en 2012 y 2013, dejando el crecimiento mundial el año próximo en el nivel más bajo de los últimos 30 años, exceptuando la recesión de 2009.

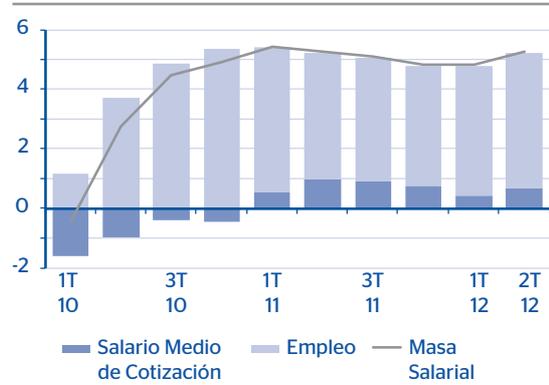
En las perspectivas de actividad de México, con crecimiento en el entorno del 3.5% en 2012-13, pesan más las fortalezas domésticas que la incertidumbre del entorno externo. La actualización trimestral del escenario económico global ha supuesto revisiones más o menos intensas entre los países, pero generalizadas a la baja excepto en el caso de la economía mexicana, para la que mantenemos las perspectivas de mayo pasado de un crecimiento del PIB del 3.7% en 2012 y 3.0% en 2013. En primer lugar, la evolución de la coyuntura económica ha sido mejor de lo esperado por BBVA Research en la primera mitad de 2012, lo que supone un efecto estadístico positivo que ya contribuye a compensar el freno en las perspectivas de EEUU, nuestro principal socio económico. En segundo lugar, y más importante, se mantienen los factores de soporte económico domésticos frente a un entorno externo muy incierto. Se trata de un círculo virtuoso de estabilidad que favorece el financiamiento de hogares y empresas en un entorno de tasas e inflación bajas y estables; y más con un sistema financiero sólido, capaz de atender la demanda solvente de crédito. Y ello gracias a la caída primero y estabilización después de inflación y tasas de interés, con un banco central independiente en la consecución de la estabilidad de precios, y una política fiscal orientada al equilibrio presupuestal que financia el déficit de modo ortodoxo en el mercado.

Gráfica 1
**Deuda Pública Bruta
% PIB**



Fuente: BBVA Research con datos del FMI

Gráfica 2
**México, Masa Salarial Sector Formal Privado
Var % a/a y contribuciones**



Fuente: BBVA Research

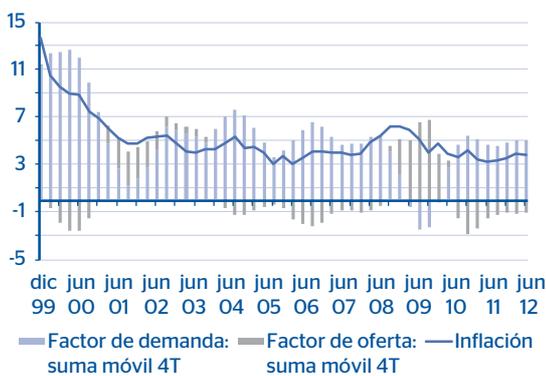
¹ El accidente financiero puede tener varias formas como por ejemplo la falta de demanda en emisiones soberanas de alguna de las economías periféricas.

El crecimiento mexicano no está exento de riesgos a la baja si se da un deterioro relevante del crecimiento en EEUU. En lo que se refiere a EEUU, la revisión a la baja de las expectativas de 2012 en adelante se deriva tanto del decepcionante crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2012, por debajo de lo esperado y no atribuible totalmente a factores estacionales, y del impacto de unas tensiones financieras más elevadas desde Europa. Adicionalmente, en EEUU ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que evite la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de eliminación de exenciones impositivas que, tal y como están definidas, no suponen una mejora de la sustentabilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y previsiblemente llevarían a la economía norteamericana a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha en EEUU dificulta la llegada de acuerdos antes de las elecciones, por lo que es previsible que la incertidumbre fiscal aumente su relevancia en los próximos meses.

El panorama de las tasas gubernamentales mexicanas está marcado más que por factores domésticos como la inflación o las perspectivas de política monetaria, por la abundancia de liquidez global, que favorece la entrada de flujos de capital. Las perspectivas de inflación doméstica permanecen bien ancladas en niveles históricamente bajos a pesar de los recientes repuntes de precios por problemas de oferta de productos alimenticios, sin que existan presiones de demanda relevantes. En este sentido, una descomposición de la inflación entre la incidencia de la oferta y de la demanda muestra como el tipo de cambio o los precios de las materias primas están muy relacionados con el factor de oferta. Oscilaciones relevantes de los mismos inciden en las variaciones de precios. Un factor de demanda muy estable refleja la ausencia de tensiones en los mercados de factores -laboral, crédito, capacidad instalada- para atender el crecimiento del gasto: se mantiene la holgura de la economía. Como resultado, parece razonable pensar que Banxico seguirá avanzando en su cuarto año de pausa monetaria. Sólo cabría pensar en recortes de tasas en un escenario de rápido e intenso deterioro del balance de riesgos de actividad, lo que llevaría además aparejado un tensionamiento relativo de la política monetaria mexicana dada la previsible expansión cuantitativa adicional en EEUU.

Gráfica 3

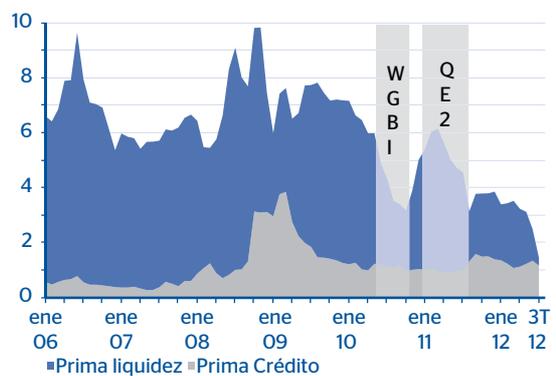
**México, Inflación. Oferta y demanda
% y pp**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4

**México. Prima de Plazo de las Tasas a 10 años,
contribución de riesgo de crédito y de liquidez %**



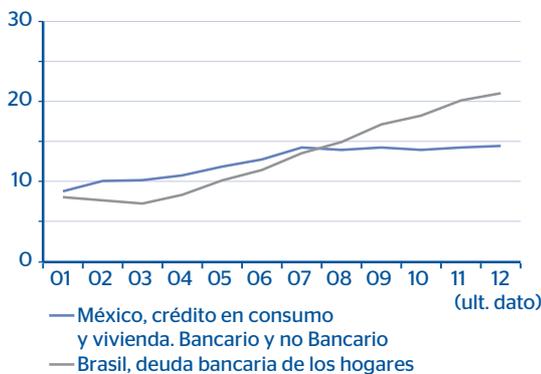
Fuente: BBVA Research

En esta situación de estabilidad en lo doméstico, el comportamiento de las tasas de mediano y largo plazo -en mínimos históricos- está siendo dirigido por la entrada de flujos desde el exterior a la búsqueda de rentabilidad real en economías con fortaleza fiscal, margen de recorte de tasas en política monetaria, sin desequilibrios externos y alejadas del foco de la crisis en el área del euro, como es el caso de la economía mexicana. Con todo, como se ilustra en la publicación, los niveles tan bajos alcanzados por las tasas largas de México, son consistentes con una prima por liquidez prácticamente inexistente dados los niveles del riesgo de crédito. Cambios en las perspectivas de política monetaria -al alza-, un evento de riesgo sistémico o una expansión cuantitativa que llevase a los inversores a preferir renta variable frente a renta fija serían factores que llevarían a una alza de las tasas locales más allá de la consistente con la referencia del bono del Tesoro de EEUU y la perspectiva de crecimiento e inflación local.

Brasil y México, perspectivas que cambian y retos que permanecen. Las dos economías latinoamericanas más grandes se encuentran en un periodo de cambio de perspectivas a favor de México por primera vez en los últimos cuatro años, periodo en el que Brasil ha crecido significativamente más que México. Esa mejor posición relativa de Brasil es un fenómeno reciente ya que hasta la primera parte de la década pasada ambas economías crecían y convergían en ingreso per cápita con los países más ricos, con periodos de ventaja relativa que se alternaban entre ambas. Factores relevantes en el dinamismo brasileño reciente han sido la fortaleza de su demanda doméstica apoyada intensivamente por el financiamiento y el mayor crecimiento de sus socios comerciales. Sin embargo, ambos factores no son necesariamente de naturaleza permanente. El dinamismo de las economías emergentes asiáticas puede frenarse y/o Brasil verse afectado por la continúa pérdida de competitividad precio, lo contrario que en México; y además de que la disponibilidad de crédito puede ser menos relevante para el crecimiento a partir de cierto nivel de endeudamiento. Recientemente, México ha destacado a partir de un financiamiento dinámico y mejora en competitividad. Desde el lado de la oferta, ni por demografía ni por ritmo inversión se justifica una ventaja a favor de Brasil, sino todo lo contrario. Y en cuanto a la productividad, no parece tampoco que haya diferencias relevantes a favor de Brasil, y menos al considerar la posición en el ranking *Doing Business* del Banco Mundial. En síntesis, Brasil y México son dos grandes economías, con buen potencial de crecimiento en los próximos años cuya realización dependerá de su distinta exposición al entorno global y también de su capacidad de adoptar reformas que reduzcan sus vulnerabilidades. Entre ellas, implementar medidas que logren una reducción de la informalidad para que mejore la principal fuente de crecimiento a largo plazo de una economía: productividad.

Gráfica 5

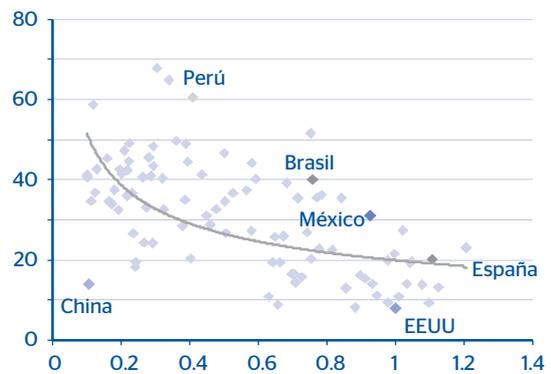
**Endeudamiento de los hogares
% PIB**



Fuente: BBVA Research con datos de CNBV de México y del Banco de Brasil

Gráfica 6

**Informalidad (% del PIB) y productividad
(relativa a EEUU)**



Fuente: BBVA Research con datos de Schneider (2009) y Banco Mundial

2. Escenario global: una desaceleración que puede agravarse sin acciones decisivas de política económica

El crecimiento global ganará tracción sólo si medidas de política económica ya aprobadas y algunas por tomar aún, llegan a tiempo

Con el debilitamiento de la actividad registrado en la primera parte de 2012, el papel de las políticas económicas se percibe como determinante para que, tal y como contempla nuestro escenario, se produzca una ligera mejora del crecimiento en 2013. En nuestro escenario se prevé un crecimiento en el entorno del 3.5% en el periodo 2012-2013, pero ello ocurrirá sólo si las medidas de la política económica (aprobadas y en proceso de implementación, las anunciadas pero no implementadas y, lo más incierto, algunas decisivas medidas por tomar aún) llegan a tiempo para evitar un "accidente" financiero en Europa, ¹ un ajuste fiscal automático en EEUU en 2013 y ayudan a recuperar tasas de crecimiento más altas en las economías emergentes. En caso de que las políticas económicas no logren sus objetivos, la desaceleración en marcha desde 2011 se intensificaría en 2012 y 2013, dejando el crecimiento mundial el año próximo en el nivel más bajo de los últimos 30 años exceptuando la recesión de 2009.

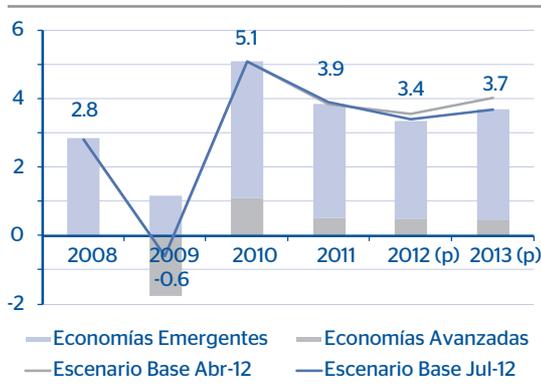
En el área del euro, tras la cumbre de junio se han dado pasos en la dirección adecuada para reforzar la moneda única, entre los que se incluyen acuerdos sobre supervisión bancaria única en la zona del euro, la aprobación de planes de largo plazo en lo bancario y lo fiscal y medidas de apoyo al crecimiento. Sin embargo, han de aplicarse los mecanismos aprobados para asegurar la estabilidad financiera del área y utilizar la plena capacidad de los mecanismos financieros existentes, permitiendo que economías con difícil acceso al mercado puedan implementar planes de consolidación fiscal aprobados y reformas estructurales. Ello también debería implicar la participación del BCE.

En EEUU ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que evite la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de exenciones fiscales que, tal y como están definidas, no suponen una mejora de la sustentabilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y previsiblemente, llevarían a la economía norteamericana a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha en EEUU dificulta la llegada de acuerdos antes de las elecciones, por lo que es previsible que la incertidumbre fiscal aumente su relevancia en los próximos meses.

Por su parte, en aquellas economías emergentes con margen de actuación en política económica, es necesario una combinación de políticas que logre aliviar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica. Y ello sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada por un lado por los vaivenes de la crisis europea y por otro por la potencial expansión cuantitativa de la política monetaria en EEUU.

Gráfica 7

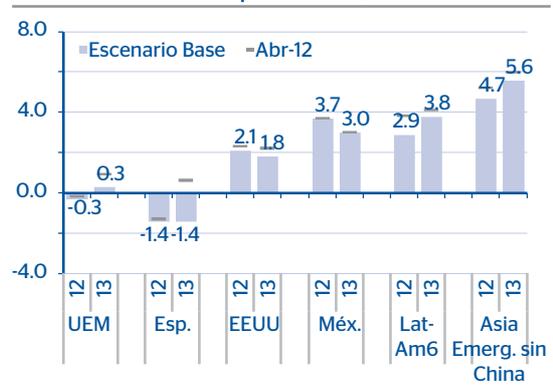
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 8

Crecimiento del PIB por áreas (%)



Fuente: BBVA Research

¹ El "accidente" financiero puede tener varias formas, como por ejemplo la falta de demanda en emisiones soberanas de alguna de las economías periféricas.

La incapacidad de combinar cesión de soberanía y mutualización de deuda al ritmo exigido por el mercado alarga la crisis del euro

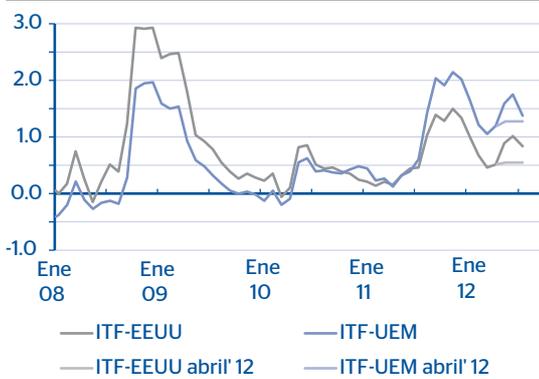
El principal factor de incertidumbre del escenario económico actual es saber si los avances en la construcción del área del euro como área monetaria óptima serán precedidos de un deterioro adicional de la situación financiera. Si eso ocurriera, creemos que se produciría finalmente una intervención decidida de los mecanismos financieros de la zona euro. Las medidas aprobadas a final de junio para eliminar la retroalimentación de los riesgos soberano y bancario en España y para estabilizar los mercados financieros en el conjunto del área del euro, si se implementan adecuadamente, pueden ser suficientes. Para ello se necesitaría que los acuerdos fuesen implementados rápidamente, además del uso efectivo de los mecanismos de estabilización europeos (primero del EFSF y, posteriormente, del permanente ESM) para las intervenciones en los mercados primario y secundario de bonos. Las recientes medidas adoptadas en España para controlar el déficit público y las declaraciones del Presidente del BCE, están contribuyendo a moderar las tensiones.

Con todo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones anteriores (publicadas hace tres meses), como resultado de la persistencia de las tensiones financieras y el creciente deterioro en la confianza. Así, se prevé un periodo de práctico estancamiento en 2012-2013 en el área del euro. Además, en nuestra opinión el balance de riesgos está sesgado a la baja, dado el riesgo derivado de una implementación demasiado larga de las medidas aprobadas y sometida a los vaivenes de la economía política doméstica, tanto entre los países del núcleo como entre los periféricos. En este último caso, el riesgo de una recesión en Europa en 2013 sería significativo, en especial en países como Italia y España.

Los países del euro deben solucionar las restricciones de liquidez existentes en algunos mercados, derivadas de la probabilidad que los mercados asignan a una ruptura del euro. Hasta el momento, los países de la zona euro siguen sin encontrar, al menos al ritmo al que lo demandan los mercados financieros, la combinación aceptable para todos los miembros del club de cesión de soberanía fiscal y bancaria con mecanismos efectivos para lograr la reducción de desequilibrios. Mientras esa situación persista, el riesgo de ruptura del euro seguirá produciendo una renacionalización de los flujos financieros en el área impidiendo el financiamiento de las economías con posiciones deudoras frente al resto. Una rápida implementación de los mecanismos de ayuda financiera y su fortalecimiento en términos de tamaño, así como el acceso al financiamiento del BCE son aspectos clave para mitigar el riesgo de ruptura del euro. En todo caso, no es ese un escenario al que demos una probabilidad significativa: tarde o temprano se aprobarán las medidas necesarias para avanzar en el establecimiento de supervisión, garantía de depósitos y resolución bancaria única. Aunque existe voluntad política para reforzar la moneda común, la toma de medidas no está llegando al ritmo más adecuado. Esas medidas implican cesión de soberanía nacional hacia las instituciones europeas y, al final del proceso, alguna forma de mutualización de deudas entre todos los países de la zona euro. Algo similar terminará ocurriendo con una política fiscal que habrá de estar sometida a las instituciones europeas, por ejemplo mediante el envío para su aprobación de los planes nacionales de consolidación. En todo caso, si los retos planteados se solucionan satisfactoriamente, es previsible que a lo largo del segundo semestre de 2012 el crecimiento global vaya ganando tracción paulatinamente.

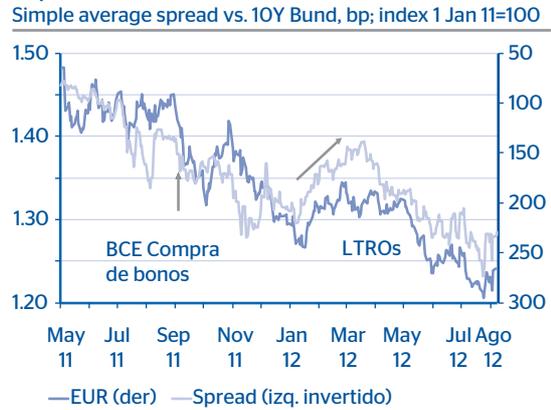
En lo que se refiere a EEUU, la revisión a la baja de las expectativas de 2012 en adelante se deriva tanto del decepcionante crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2012, por debajo de lo esperado y no atribuible a factores estacionales, como del impacto de unas tensiones financieras más elevadas desde Europa. En Latinoamérica, a pesar de las generalizadas revisiones a la baja en el crecimiento esperado respecto a las estimaciones presentadas hace tres meses, se mantienen las previsiones de México (3.7% y 3.0% en 2012 y en 2013 respectivamente) dados los buenos datos de actividad del primer semestre de 2012, el sostenimiento de las favorables condiciones de financiamiento doméstico y el impulso de la competitividad externa. En Brasil, las previsiones de crecimiento han sido revisadas a la baja significativamente (hasta el 2.2% desde el 3.3% en 2012), debido tanto al impacto del entorno externo y los problemas domésticos, como a una cierta desaceleración en los mercados de crédito y el deterioro de competitividad. A pesar de que se espera que la actividad se recupere en los próximos trimestres tras la relajación sin precedentes de las condiciones monetarias, la reciente desaceleración advierte de las dudas sobre la sostenibilidad del actual modelo de crecimiento y su excesiva dependencia del consumo privado y de la expansión del crédito.

Gráfica 9
Indicador de estrés financiero, BBVA Research (*)



(*) Resume la dinámica de un conjunto de variables financieras que incluye: volatilidad bursátil, de tipo de interés y de divisas; riesgo soberano, de crédito y corporativo; y tensiones de liquidez. Fuente: BBVA Research

Gráfica 10
Tipo de cambio dólar-euro y prima de riesgo de España e Italia



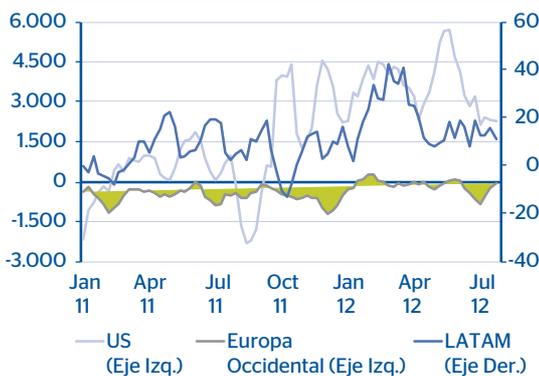
Fuente: BBVA Research

En Asia, el crecimiento en la primera mitad de 2012 fue menor de lo esperado en el caso de China. De forma consistente con un escenario global más débil, hemos revisado a la baja nuestras previsiones para 2012-2013. Sin embargo, las medidas de impulso monetario y fiscal ya en marcha y por venir para estimular el crecimiento permitirán que el PIB pueda crecer en 2013 en un 8.3%, medio punto más que en 2012. En el resto de Asia también hay margen de actuación para las políticas económicas, pero existen riesgos a la baja, tanto por una caída más acusada de la demanda global como por una desaceleración continuada de China que pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

La abundante liquidez, los desequilibrios acumulados y la falta de resolución de la crisis europea alteran el carácter de refugio o de riesgo de activos de mercados desarrollados y emergentes

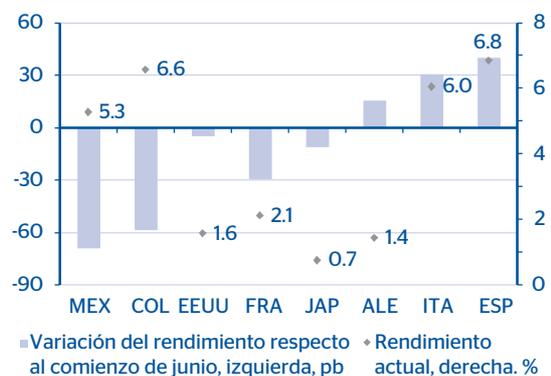
Un entorno como el descrito es muy incierto en su resolución por incluir factores de economía política doméstica, que puede estar poco alineada con los incentivos de resolución de una crisis supranacional. Además, el escenario de riesgo que predomina en el horizonte de predicción sigue caracterizado por situar el foco de riesgo sistémico más en las economías más desarrolladas, en especial en la zona del euro que en las emergentes que, además, mantienen en general una diferenciación positiva con las desarrolladas en cuanto al margen de actuación de sus políticas de demanda, fiscal y monetaria, y los desequilibrios acumulados por la primera de ellas. Con ello vienen acelerando las salidas de flujos de Europa y las entradas a EEUU y a mercados emergentes como los latinoamericanos.

Gráfica 11
Flujos a deuda soberana (millones de dólares)



Fuente: BBVA Research y datos EPFR

Gráfica 12
Rendimiento de los bonos de largo plazo (10 años), cambios desde el comienzo de junio (pb)



Fuente: BBVA Research

Esos cambios en los flujos financieros son reflejo de la incertidumbre y del foco de riesgo en los mercados desarrollados y han producido un cambio en el carácter de activos de riesgo y activos seguros de ambos mercados. Como se observa en el gráfico adjunto, desde el final de mayo, cuando se hizo más evidente la menor fortaleza cíclica de EEUU, el rendimiento de los tradicionalmente considerados activos soberanos libres de riesgo (EEUU y Alemania) ha venido cayendo, estando ya en niveles históricamente muy bajos. A ello se unió desde final de junio como elemento de impacto adicional en el mismo sentido, la duda en los mercados sobre la rápida resolución de la crisis del euro. Así, se ha acentuado el carácter de activo de riesgo de los soberanos de las economías periféricas del área del euro y al mismo tiempo, los rendimientos de mercados emergentes como el mexicano² o el colombiano se sitúan en mínimos históricos por unos flujos foráneos en máximos a la búsqueda de rentabilidad en economías alejadas del foco de la crisis, con buenas políticas económicas y perspectivas de crecimiento, en países con canales de contagio directo, en general, relativamente estrechos y con margen de actuación de políticas de demanda.

Con todo, el mantenimiento de este escenario está sujeto a riesgos. Aparte de cambios en las perspectivas inflacionistas o de crecimiento local que justifiquen subidas de rendimientos, factores globales como un evento sistémico negativo en el área del euro pueden eliminar el recientemente adquirido valor de refugio de algunos activos de mercados emergentes. Aún así, está por ver si las fortalezas domésticas en términos de riesgo de crédito por equilibrio fiscal se perciben como tales ante un evento "a la Lehman". Ante eventos de riesgo sistémico, es probable que sólo los activos de economías con moneda propia y banco central que actúa efectivamente de prestamista de última instancia, además de sin desequilibrios externos significativos, sean considerados libres de riesgo.³ Por otra parte, una nueva expansión del balance de la Fed puede empujar a los inversores hacia la renta variable frente a la renta fija, y más si las expectativas de política monetaria locales no señalan claramente relajamiento.

² En el caso del bono mexicano, las entradas de flujos pueden estar intensificadas por la apuesta de recomposición de índices de referencia de carteras globales de renta fija.

³ El capítulo 3 del *Global Financial Stability Report* de abril de 2012 del Fondo Monetario Internacional se dedica al análisis de las implicaciones que tiene para la estabilidad de los mercados financieros la menor oferta de activos considerados libres de riesgo.

3 México: crecimiento sostenido gracias a las fortalezas domésticas en un escenario global más incierto

3.1 Perspectivas de actividad en México: certezas domésticas frente a incertezas externas

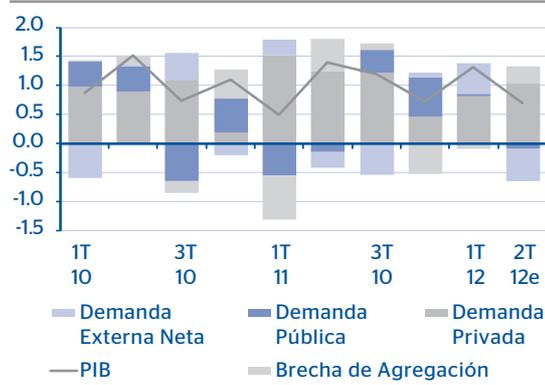
Desacoplamiento al alza de México frente a un entorno con moderación de crecimiento

En un mundo donde las perspectivas de crecimiento se revisan a la baja en prácticamente todas las regiones, se distingue la diferenciación positiva de la actividad económica en México en la primera parte del año. El crecimiento del PIB sorprendió al alza en el 1T12 con una expansión por arriba de lo esperado con base en los datos de coyuntura disponibles en ese momento. El estimador del PIB trimestral en tiempo real MICA BBVA Research México apuntaba a un crecimiento del de 0.7%, sensiblemente por debajo del dato finalmente publicado por INEGI, de 1.3%. Este crecimiento descansó principalmente en la demanda de origen privado, de consumo de los hogares e inversión empresarial, que aportaron 0.8 puntos de los 1.3 de crecimiento del trimestre. Por su parte, la contribución de la demanda de origen público en esos tres primeros meses fue nula mientras que la de las exportaciones netas de importaciones fue el resto (0.5 puntos).

Se destaca el elevado crecimiento del consumo de los hogares, principal impulso al crecimiento en los trimestres recientes apoyado en ingreso disponible y acceso al financiamiento, Como ha sido el caso por dos años ya, destaca la importante creación de empleo en el sector formal privado, con crecimiento anual promedio de 4.6% en los últimos ocho trimestres, que se suma al crecimiento del salario real de 0.4% anual en el mismo periodo para tener un crecimiento cercano al 5% del ingreso real procedente del mercado laboral formal. Conviene no olvidar "sin embargo" que la aproximación al ingreso disponible de los hogares considerando todo el mercado laboral, formal e informal (con datos de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo) muestra que el crecimiento en términos reales del ingreso de los hogares ha caído respecto al mismo periodo del año anterior en los últimos 16 trimestres (en promedio -1.9% en 2011, -1.5% en el 1T12).

Gráfica 13

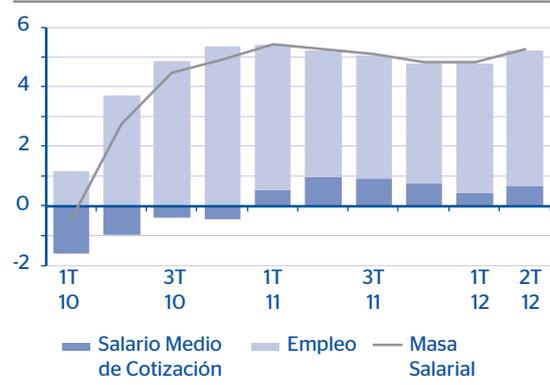
PIB México: contribución al crecimiento trimestral (Var % t/t y contribuciones)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 14

Masa Salarial Sector Formal Privado, (Var % a/a y contribuciones)



Fuente: BBVA Research

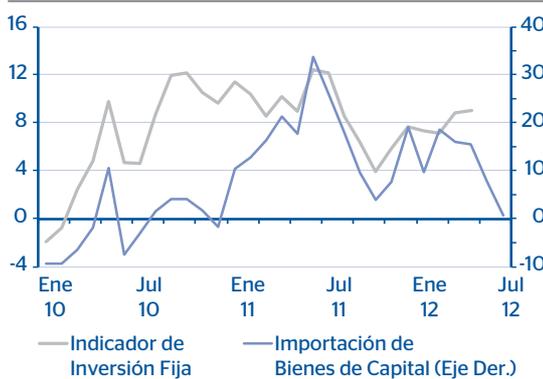
El segundo componente de mayor peso en la demanda interna, la inversión de las empresas y del gobierno, fue también uno de los componentes que destacó en el 1T12, particularmente en su componente privado. La inversión pública sin embargo fue menos dinámica de lo esperado en los primeros meses del año y en su conjunto la formación de capital aportó 0.1 puntos al crecimiento trimestral. Indicadores oportunos de actividad apuntan a que este componente habrá entrado en una etapa de moderación en el segundo trimestre. En ambos casos, consumo e inversión, su buen desempeño en los meses recientes son un reflejo de la disponibilidad de financiamiento de los agentes, lo que es un factor clave para el crecimiento. Cabe recordar que el crédito al consumo continúa expandiéndose a tasas elevadas, del orden de 19.3% (promedio en el periodo enero-mayo) en términos reales. Si bien este factor muestra una ligera moderación, es claro que continúa siendo un elemento clave que ha contribuido al buen desempeño de la actividad económica.

Señales de moderación en el 2T12 procedentes de la demanda externa. El conjunto de indicadores oportunos de actividad apuntan a que en el 2T12 el PIB mexicano se habrá expandido alrededor de 0.9% trimestral, en torno a 4% anual. Existen algunas señales de moderación, tales como la menor contribución de los salarios reales al ingreso disponible en los últimos meses por el aumento de la inflación, la caída en indicadores relacionados con la inversión, y particularmente la moderación de las exportaciones mexicanas, que han registrado caídas en los tres últimos meses, (-)1.5% en promedio, que se compara negativamente frente al crecimiento de 1.7% del primer trimestre del año. Por su parte, las confianzas tanto del productor manufacturero como del consumidor corroboran también un tono algo menos optimista. Ello puede reflejar en el primer caso el impacto de los menores crecimientos esperados en la actividad, dada la caída del ISM de EEUU, indicador de referencia con descensos en su tendencia consistentes con un 3T12 de mayor moderación en México

Aún con estas señales de menor dinámica en actividad, es notable el crecimiento que ha mostrado la economía mexicana, especialmente en el entorno de elevada incertidumbre y moderación internacional. Cabe mencionar además que la sorpresa positiva del 1T12 implica incluso un sesgo ligeramente al alza frente a nuestra estimación de crecimiento del año de 3.7%, que, sin embargo, mantenemos, dada la elevada incertidumbre y posibilidad de desaceleración en la economía global. En particular, no debe desestimarse el riesgo de que la economía estadounidense modere fuertemente su crecimiento, en cuyo caso y dado el otro grado de sincronía con ella, el comercio exterior mexicano sería el canal de transmisión para un eventual ajuste en nuestro país.

Gráfica 15

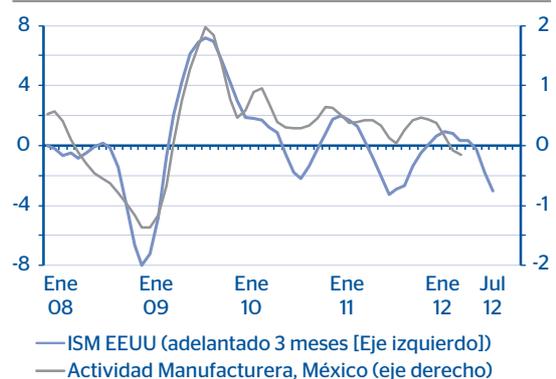
Inversión e importaciones de bienes de capital (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 16

Manufactura mexicana e ISM estadounidense (Var % m/m de las tendencias)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Certezas domésticas: política fiscal sin desequilibrios, margen de reacción en política monetaria y solidez del sistema financiero

Quizás el elemento más relevante de la conducción de la política económica de México en los últimos años, es la caída y la estabilización de la inflación y de las tasas de interés, gracias a un banco central independiente en la consecución de la estabilidad de precios, y una política fiscal orientada a la estabilidad presupuestal que

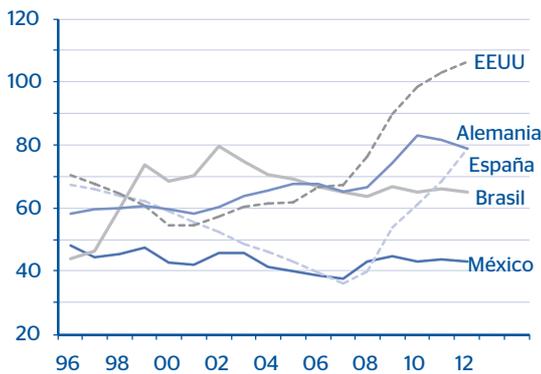
financia el déficit de modo ortodoxo en el mercado. Todo ello ha generado un círculo virtuoso de estabilidad que favorece la demanda de financiamiento de hogares y empresas y más cuando todo lo dicho viene acompañado de un sistema financiero sólido, capaz de atender la demanda solvente de crédito.

La certidumbre de la política fiscal en cuanto al cumplimiento anual del objetivo de déficit y una deuda acotada, es elemento de solidez de la economía. La deuda pública mexicana como porcentaje del PIB, se encuentra muy por debajo del nivel de otras economías, situación que contribuye a que el gobierno se continúe financiando a menores costos y mayores plazos, asumiendo un nivel de riesgo prudente. Asimismo se han hecho esfuerzos por diversificar la estructura de pasivos de forma que sea posible disminuir vulnerabilidades ante la incertidumbre externa. Al 30 de junio, el 79% de la deuda neta del gobierno federal estaba en manos de acreedores internos y el restante 21% era deuda externa.

Asimismo, la conducción de las políticas monetaria y fiscal así como la regulación en el sistema financiero ha permitido a México diferenciarse frente a otras economías (o el conjunto de la Unión Europea) positivamente en términos del estrés financiero que enfrenta. La fortaleza de los fundamentales en términos de solidez de las finanzas públicas, solvencia bancaria y nivel de reservas holgado, entre otros factores, son elementos que permitieron a México acceder y ratificar el acceso a una Línea de Crédito Flexible (LCF) por parte del FMI por un monto de DEG 47,292 (aproximadamente US\$72,980 millones, acuerdo ratificado en diciembre de 2011). Con esto el país cuenta sin condicionalidad de política económica con un fondeo en dólares a bajo costo y que por sí solo supone el 6.9% del PIB.

Gráfica 17

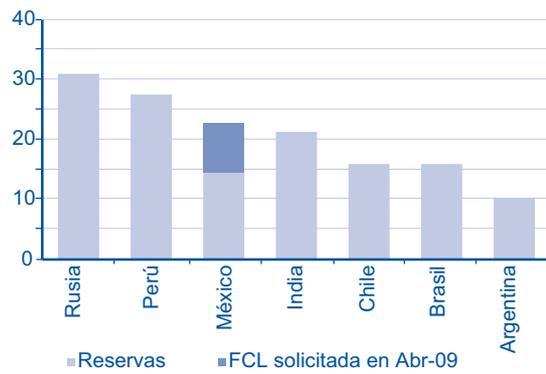
Deuda Pública Bruta (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 18

Disponibilidad de Reservas (% del PIB)



Fuente: BBVA Research, Bancos centrales y FMI

La solidez del sistema bancario mexicano con un nivel elevado de capitalización y de riesgo de crédito limitado y bien cubierto es también una fortaleza, y más en estos momentos teniendo en cuenta los acontecimientos en el entorno externo. El sistema financiero mexicano goza de un nivel de capitalización muy por arriba del mínimo regulatorio (15.7% el sistema financiero mexicano, 8% el exigido por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y 10% el exigido por la CNBV). Así, el sistema se encuentra en posibilidad de solventar necesidades de financiamiento a empresas y familias, muestra de ello es que se ha reducido sistemáticamente la percepción de que las tasas de interés y el colateral exigido por los bancos son los principales factores que limitan el acceso a crédito.

Así, si bien hay retos pendientes de gran trascendencia en el horizonte de la economía mexicana, existen elementos que dotan a México de fortaleza y constituyen factores diferenciadores en el entorno actual de incertidumbre global.

Entre los retos pendientes destacan algunos como dotar de mayor solidez al marco institucional vigente. Un débil entorno legal se relaciona con altos niveles de actividades informales y/o al margen de la ley, relacionadas a su vez con bajos niveles de inversión y productividad (ver Recuadro 1).

Recuadro 1: La informalidad frena el crecimiento de la productividad y la inversión

En algunas economías emergentes, el peso de la informalidad en la actividad y el empleo es relevante. Por ejemplo, para los siete países más grandes de Latinoamérica¹ se estima que la economía informal representa, en promedio, el 39% del PIB, mientras que cerca del 57% del empleo total de esos países está en situación de informalidad, donde se incluye tanto el empleo propiamente en empresas pertenecientes al sector informal, como empleo en situación informal en empresas fuera del sector informal.

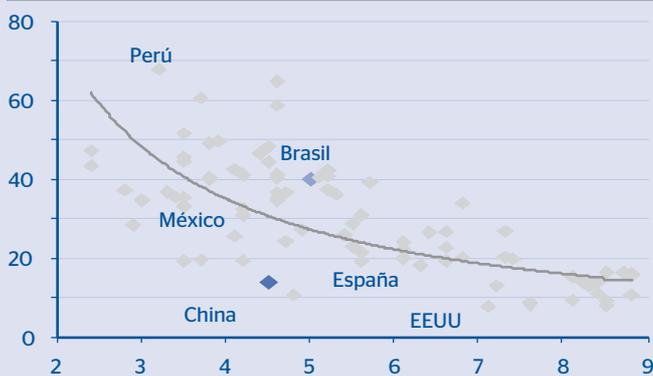
Si la economía informal es aquella parte que se escapa a las regulaciones vigentes, parece claro que su medición está sujeta a una elevada incertidumbre, tanto en su importancia en la actividad medida por el PIB como en el empleo. En lo que se refiere al empleo, se puede distinguir además el empleo informal por estar dedicado a actividades informales como el empleo informal dentro de empresas formales.

Altos niveles de economía informal son resultado de factores ligados al entorno regulatorio en el que se desenvuelve la actividad económica: los costos que supone su cumplimiento

para los regulados y la fortaleza en la persecución de los incumplimientos por parte del regulador. Una normatividad compleja, de cumplimiento costoso en términos no sólo de tarifas sino de trámites y a la vez una probabilidad no alta de no ser sancionado por el incumplimiento de las normas, son elementos que alientan la informalidad. Dado que los costos de cumplimiento de la norma y la posibilidad de ser detectado crecen con el tamaño del negocio, se desincentiva lograr economías de escala, lo que limita la acumulación de capital y la inversión y más si, como ocurre, esta situación dificulta el acceso al financiamiento bancario. Todos estos factores limitan la productividad de la economía y la acumulación de capital, por lo que alcanzar un mayor nivel de PIB per cápita en el país requerirá cambios que promuevan una mayor formalización de la economía,

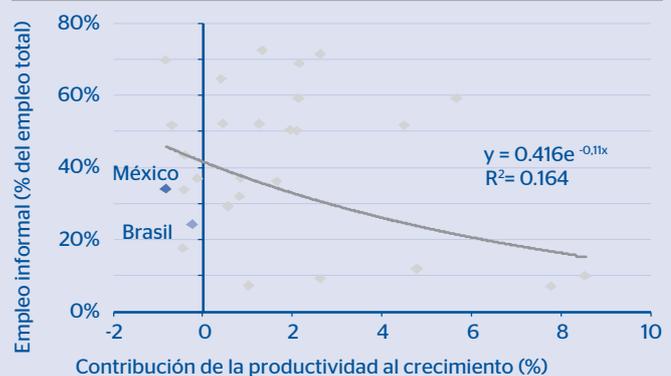
Altos niveles de informalidad coinciden con bajos niveles de desarrollo económico, lo que se observa en niveles comparativamente bajos de PIB per cápita. Esto como respuesta a la también baja productividad.

Gráfica 19
**Economía informal (% del PIB oficial)
e Índice de ambiente legal**



Fuente: BBVA Research, OIT y Conference Board. El valor de la proporción de los trabajadores informales en el empleo total se refiere al último dato disponible

Gráfica 20
Proporción de los trabajadores informales en el empleo total y contribución de la productividad al crecimiento 2001-2008

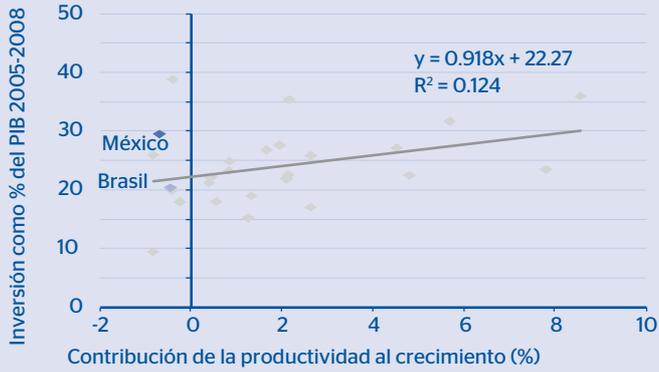


Fuente: BBVA Research. El valor de la proporción de los trabajadores informales en el empleo total se refiere al último dato disponible

¹ Los siete países latinoamericanos incluidos son: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú. La fecha de referencia es 2006. La estimación relativa al PIB es de Schneider (2009) y en cuanto al empleo se trata de estimaciones de la Oficina Internacional del Trabajo (OIT).

Gráfica 21

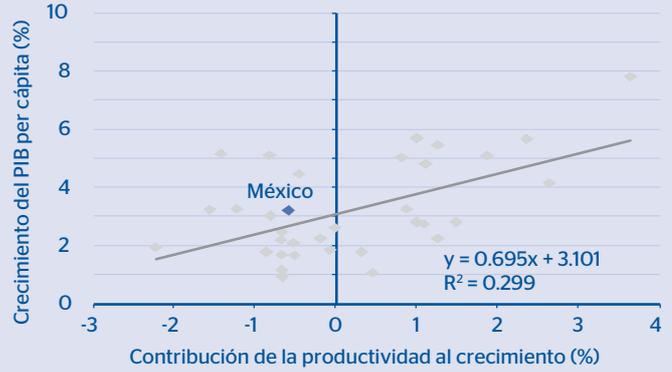
Proporción de los trabajadores informales en el empleo total e inversión



Fuente: BBVA Research y Conference Board

Gráfica 22

Productividad y PIB per cápita



Fuente: BBVA Research, International Property Rights Index 2011, Schneider (2010)

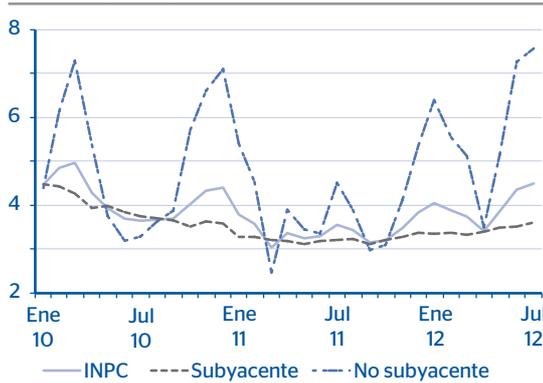
3.2 En un entorno de choques de oferta al alza, la inflación se mantiene controlada gracias a que la demanda (aún) no es un factor de presión relevante

Durante el segundo trimestre del año la inflación se mantuvo estable respecto al trimestre previo al ubicarse en 3.9%, sin embargo después de tocar su tasa mínima del año en abril (3.4%), los precios se han acelerado durante los siguientes dos meses, hasta ubicarse en la primera quincena del julio en 4.5%. Este súbito repunte de la inflación se debe a: i) los continuos choques alcistas que los precios de las materias primas han sufrido durante los últimos dos años y, en menor medida, ii) la depreciación que el peso ha sufrido desde 2011 y finalmente, iii) a un repunte estacional de los precios de las frutas y las verduras. Pese a lo anterior la inflación subyacente continúa reflejando que la demanda agregada aún no constituye un factor relevante para elevar los precios, aunque también ha experimentado una ligera aceleración a causa de los choques mencionados.

La inflación subyacente se ha acelerado ligeramente durante el año al pasar de 3.3% al cierre de 2011 a 3.6% en la primera quincena de julio. Este aumento se debe a una leve aceleración de los precios de los servicios -en consistencia con una lenta pero continua recuperación del consumo- y por la persistencia mostrada por los precios de las mercancías, que han oscilado en un rango entre 4.5% y 4.8% a lo largo del año.

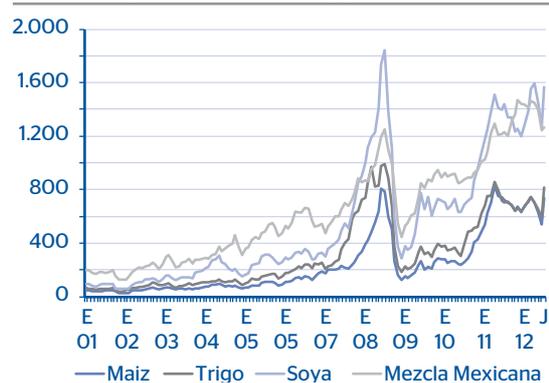
La inflación de las mercancías no ha podido caer por debajo de 4.5% debido a los continuos choques alcistas que se han sucedido en los mercados de granos y por la depreciación del peso provocada por la intensa volatilidad financiera. A su interior, los precios de los alimentos procesados habían venido desacelerándose lenta pero consistentemente desde el inicio del año, sin embargo tras alcanzar su mínimo de 2012 en mayo (6.3% a/a), han experimentado un leve repunte desde entonces, primordialmente por los aumentos que se han dado en los precios del trigo, la soya y de manera más reciente en el maíz, aumentos a los cuales subyace la fuerte sequía que afecta EEUU.

Gráfica 23
Inflación y Componentes (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 24
Precios de las materias primas en mercados mundiales (pesos por contrato y pesos por barril)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

La reducción de la inflación que experimentaron los precios de los alimentos, se ha visto compensada por la aceleración de la inflación en los precios del resto de las mercancías, que ha pasado de 1.9% en octubre pasado hasta 3.5% en la primera mitad de julio. Esta aceleración es producto de dos factores la depreciación del peso de 106% en promedio desde agosto de 2011, y en segundo lugar a la continua recuperación del consumo.

Por su parte la inflación en servicios ha repuntado desde 2.2% en febrero hasta 2.5% en la primera quincena de julio, lo que se ha dado principalmente por una leve aceleración en los precios de la educación básica y superior desde mayo, y por un ajuste al alza en los precios del resto de los servicios desde marzo, donde se destacan los precios del transporte aéreo y los servicios turísticos en paquete,

ambos productos con afectación por el alza en el precio del petróleo. El componente de vivienda continúa en mínimos históricos al registrar en junio una inflación anual de 1.85%, una tasa que refleja la ausencia de presiones de demanda.

La inflación subyacente continuará mostrando algunas afectaciones leves en tanto los choques de materias primas continúen, sin embargo consideramos que el traspaso provocado por los cambios en estos costos será limitado, debido a que en un contexto en el que la demanda sigue creciendo moderadamente, buena parte de los productores evitarán aumentar sus precios por las potenciales pérdidas de cuota de mercado que puedan tener frente a sus competidores. Por lo anterior consideramos que la inflación subyacente ya se ubica muy próxima a sus máximas tasas anuales e incluso que experimentará una ligera desaceleración al cierre del año.

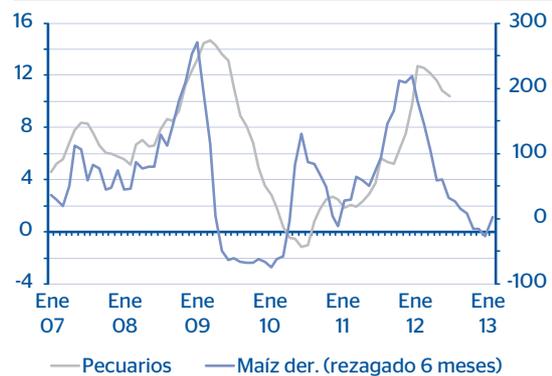
El componente no subyacente ha sido el más volátil de la cesta del INPC a lo largo del año, afectado por las oscilaciones en granos y petróleo, la depreciación del peso y de manera más reciente, por el brote de influenza aviar en el occidente del país. El factor estacional ligado a los tiempos de siembra y cosecha de las frutas y verduras ha tenido una muy importante influencia en la dinámica de este componente.

Gráfica 25
Precios de las importaciones e inflación mercancías no alimenticias (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 26
Inflación precios pecuarios (Var. % a/a) y precios del maíz (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Bloomberg

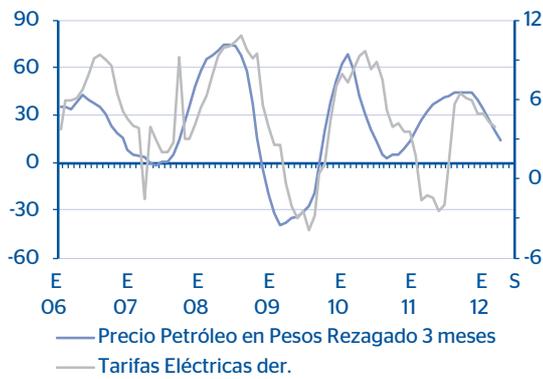
Los precios de los productos pecuarios destacaron por su aceleración desde el otoño de 2010 hasta enero de este año, cuando su inflación anual alcanzó el 12.7%. Sin embargo, entre febrero y junio de este año dicha tasa se había desacelerado hasta el 10.4%. Desafortunadamente el brote de gripe aviar que se registró a principios de julio provocó afectaciones en la producción de huevo y pollo en el país provocando que en la primera quincena de dicho mes la inflación aumentará hasta el 13.3%. Si bien este choque de oferta de productos avícolas es transitorio y de muy corta duración, el panorama para los costos de los productores también ha empeorado por los aumentos en los precios de la soya y el maíz, por lo que previsiblemente estos precios aún tienen un trecho al alza que recorrer.

Los precios de la energía también se han visto afectados por los altos precios del petróleo y el gas en el mundo. Si bien en México prevalece la política de deslizamientos programados y menos intensos de los precios de las gasolinas y el diesel (que lleva implícito un subsidio cada vez más elevado en 2012), los precios del servicio eléctrico y del gas doméstico resienten de manera más clara estas alzas, que además adquieren mayor relevancia en periodos de fuerte depreciación del tipo de cambio.

Finalmente hay que destacar que también al interior de la inflación no subyacente hay componentes que sirven de contención, como las tarifas fijadas por los gobiernos locales, cuya inflación anual en junio era de apenas 0.1%, gracias a la derogación del impuesto a la tenencia de automóviles en varios estados del país. Sin embargo hay que destacar que estos precios son, por definición, sujetos a cambios súbitos ligados al estado de los ingresos de estados y municipios.

Gráfica 27

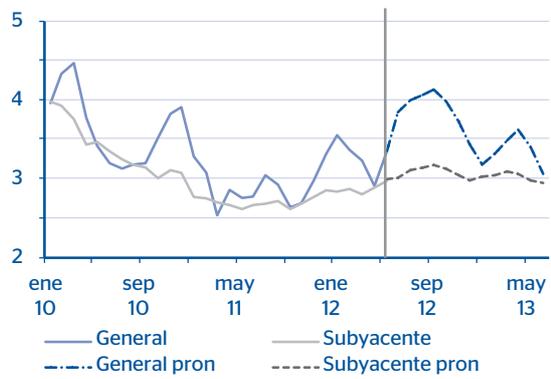
Inflación tarifas eléctricas (Var. % a/a) y precios de la mezcla mexicana de petróleo (Var. % a/a, promedio móvil de 6 meses)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Bloomberg

Gráfica 28

Escenario de Inflación BBVA Research (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Bloomberg

Creemos que la inflación tiene espacio para reducirse hasta 3.9% al cierre de 2012 gracias al favorable efecto de comparación con el cierre de 2011. Para 2013 consideramos que la inflación se ubicará en promedio bien por debajo de 4%, pudiendo superarlo puntualmente, seguramente en abril, debido de nuevo al efecto base. Finalmente, es previsible que la inflación cierre 2013 entre 3% y 3.5%. Nuestro escenario está sujeto a riesgos: i) al alza si se mantienen los recientes aumentos en los precios de los granos y el petróleo, potenciados de persistir la incertidumbre financiera mundial en un entorno de continuo crecimiento económico; ii) a la baja, la posibilidad de un debilitamiento de la actividad global y doméstica.

Recuadro 2: Factores de oferta impactan en la inflación en México ante la falta de presiones relevantes de la demanda

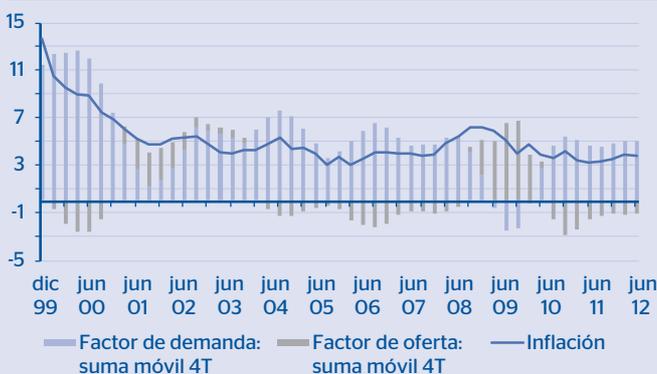
La inflación en México ha alcanzado este año niveles por arriba del 4% en un entorno de crecimiento moderado, aumentos en los precios de algunos productos muy volátiles como los agropecuarios, y de depreciación del tipo de cambio. Los movimientos recientes de los precios de los productos agropecuarios pueden ser considerados como fruto de factores de oferta ya que se deben en su mayoría a factores climáticos, el brote de gripe aviar, y además a un tipo de cambio que se ha depreciado reflejando la incertidumbre global. Por otro parte, el movimiento de precios asociado a un crecimiento económico por arriba del considerado como potencial puede ser clasificado como factor de demanda.¹ En este sentido, la inflación podría descomponerse en dos factores, uno de demanda, relacionado con el crecimiento económico nominal en relación al potencial real de la

economía, y uno residual, o de oferta, que captura el resto de determinantes.²

Esta descomposición muestra que el factor residual o de oferta en México tiene un comportamiento similar al del precio internacional de materias primas como granos y en menor medida el petróleo, dada la política energética de subsidios, además de estar relacionado también con el tipo de cambio. También se observa que el factor de demanda es relevante. No obstante, este factor al ser calculado como la diferencia entre la tasa de crecimiento nominal y la tendencial del crecimiento real, no captura totalmente los factores de holgura generados por capacidad de producción no utilizada. Es decir, el tener contribuciones positivas de la demanda a la inflación no equivale a que no haya holgura en el nivel de factores disponibles en los distintos mercados.

Gráfica 29

Inflación anual. Descomposición en factores de demanda y oferta (var. % a/a)



Fuente: BBVA Research

En periodos de crisis, por construcción, el factor de demanda será negativo ante la caída del producto, lo que induce que el factor exógeno recoja los factores que explican el nivel de inflación observado, como podrían ser la rigidez de precios en la economía, cambios fiscales, o movimientos en el tipo de cambio y los precios internacionales, entre otros.

Gráfica 30

Inflación anual observada y estimada en base a los factores de demanda y oferta (var. % a/a)



Fuente: BBVA Research

El hecho de que el factor relacionado con los factores de oferta guarde relación con los precios de los granos y el petróleo, implica que parte de los precios en México está determinada por la dinámica del nivel general de los precios del mundo, sobre todo en aquellos productos o insumos que son de uso común. También contribuye a identificar el

¹ El crecimiento potencial se considera como aquel donde el uso de los factores productivos en el largo plazo es consistente con la estabilidad de precios.

² La descomposición toma en consideración el trabajo de Eagle y Domian (2011) en el que la variación de precios de la economía es igual a la diferencia entre el crecimiento del PIB nominal y el real (después de una transformación logarítmica y en diferencias de 4 trimestres de las variables en niveles). Se asume que se pueden aproximar los precios del conjunto de la economía con los de la canasta de consumo dada su elevada correlación, sobre todo en tasa anual, además de que la serie del deflactor del PIB inicia en 2003. Adicionalmente, el crecimiento del PIB real se descompone mediante el filtro de Hodrick-Prescott en sus factores de tendencia y ciclo, considerando además para el periodo proyectivo el escenario de BBVA Research. De este modo, el factor de demanda se considera la diferencia entre el crecimiento nominal y la tendencia del crecimiento real, mientras que el factor exógeno, o de oferta, está dado por el residuo con la inflación. Esta aproximación se puede asemejar a una Curva de Phillips en la que no se diferencian factores de oferta. La muestra comprende el periodo 1998:1-2012:2 en forma trimestral. Los resultados muestran que ambos determinantes son significativos y mantienen el signo correcto, y únicamente con estos dos componentes se logra un ajuste superior al 70% en el periodo de estimación. Esta metodología se basa en el modelo simple de la teoría cuantitativa del dinero.

tiempo en que esos choques se trasladan al nivel de precios del país. Por ejemplo, en el caso del tipo de cambio, este efecto es prácticamente contemporáneo, mientras que en el caso de los precios de materias primas como el trigo existe un rezago de varios trimestres. Este rezago se puede deber a que los productores se pueden abastecer localmente,

tienen inventarios o existen coberturas financieras. Aislar los factores de oferta y demanda de la inflación permite inferir la importancia del efecto que tiene el desempeño de la actividad económica sobre los precios. Al mismo tiempo que permite observar la exposición de la economía a los choques exógenos.

Gráfica 31

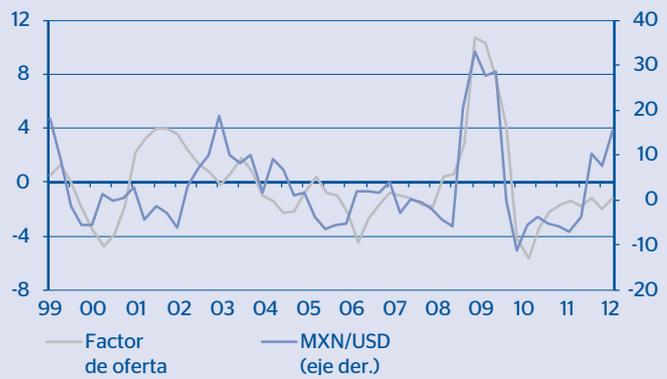
Factor de oferta y precio del trigo (var. % a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 32

Factor de oferta y MXN/USD (var. % a/a)



Fuente: BBVA Research

Referencia

Eagle, D. y Domian, D. (2011), "Immunizing our Economies against Recessions - A Microfoundations Investigation",

Western Economic Association International Conference, San Diego, June 2011.

Una postura monetaria neutral con el deterioro del balance de riesgos en actividad y el repunte de la inflación

En los últimos dos Anuncios de Decisiones de Política Monetaria el banco central ha mantenido su postura neutral con base en un deterioro del balance de riesgos de actividad y una inflación que ha repuntado hasta ubicarse en 4.5% en la primera quincena de julio. El crecimiento de la actividad doméstica se ha mantenido, si bien con unos signos de desaceleración, por encima de 3.5% y, en su mayoría, los analistas concuerdan en que así se mantendrá por el resto del año. Sin embargo, los riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial se han intensificado como consecuencia de la incertidumbre que prevalece sobre la crisis de la zona Euro y sobre el tamaño que podría tener el ajuste fiscal del próximo año en EEUU. Por otro lado, la inflación en los dos últimos meses ha repuntado a niveles por encima del 4% como consecuencia del alza en el subíndice no subyacente, de tal forma que las perspectivas apuntan a que se mantenga alrededor de esta cifra casi todo lo que resta del año. A partir de las perspectivas en materia de actividad doméstica y precios al consumidor, Banxico amplió la información sobre su balance de riesgos de inflación puntualizando que este es distinto en el corto y mediano plazos. En el corto plazo, los riesgos están sesgados al alza como resultado de choques de oferta que afectan los precios de productos agropecuarios, mientras que en el mediano plazo, los riesgos a la baja se han incrementado, dada una mayor probabilidad de un severo debilitamiento de la economía mundial.

Adicionalmente a los riesgos que plantea Banxico, la posibilidad de que la Reserva Federal de los EEUU (FED) ponga en marcha una nueva ronda de estímulos monetarios ha sido mencionada como un elemento que podría influir en un cambio de la postura de política monetaria. Si bien es cierto que una medida de esta naturaleza por parte de la FED traería consigo un tensionamiento relativo de la política monetaria en México, las perspectivas de una inflación al alza y de una acotada apreciación del tipo de cambio respecto a los niveles actuales, limitan el endurecimiento de las condiciones monetarias.

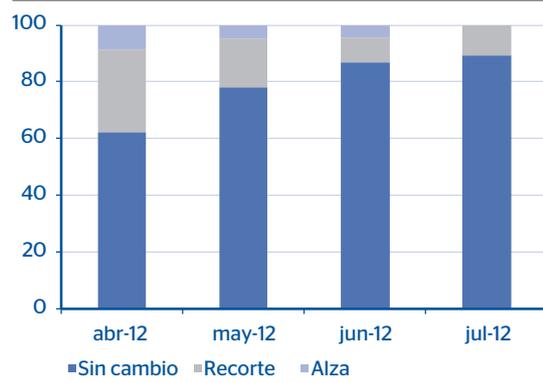
Actualmente el escenario de BBVA Research señala un crecimiento del PIB de 3.7% para 2012 y una inflación promedio de 4.4% para el resto del año. Este escenario, aunado a las condiciones actuales, sigue siendo consistente con una pausa monetaria en 2012. No obstante, se reitera el sesgo hacia un recorte en caso de que los riesgos sobre la actividad se materialicen.

Gráfica 33
Índice de Condiciones Monetarias



Fuente: BBVA Research

Gráfica 34
Expectativas de movimiento en la tasa de política monetaria en los próximos 6 meses (% analistas)



Fuente: Encuesta de expectativas de analistas de mercados financieros

Mercados financieros locales en sintonía con el riesgo elevado y la liquidez global

Entre mayo y julio, el tipo de cambio continuó muy ligado al riesgo global, mientras que las tasas de interés de la deuda gubernamental respondieron en mayor medida a la liquidez

Durante el mes de mayo se incrementó la aversión global al riesgo como consecuencia de las dudas sobre la continuidad de Grecia dentro del área del Euro por la falta de acuerdo político respecto a las medidas de austeridad fiscal convenidas con la Troika (BCE, FMI y Comisión Europea). Esto contribuyó a que el tipo de cambio alcanzara niveles de 14.37 en el mercado spot. En el mes de junio, la aversión al riesgo cedió luego de que se ratificara el compromiso del nuevo gobierno griego con las medidas de austeridad convenidas. Esta tendencia a la baja se reforzó con los acuerdos alcanzados en la cumbre europea en materia de canalización de recursos a los sistemas bancarios. A medida que el riesgo global se reduce en respuesta a dichos acuerdos, el peso mexicano se apreció hasta alcanzar 13.36 pesos por dólar al finalizar junio. Las tasas de mediano y largo plazo de la deuda pública mexicana en pesos mantuvieron una tendencia de caída durante todo el periodo, sin que los episodios de riesgo global de mayo interrumpieran dicha evolución a la baja. La tasa del bono a 10 años alcanzó niveles por abajo del 5%, lo cual es de destacar considerando que el mercado y los analistas esperan que la tasa de política monetaria se mantenga en 4.5% en los próximos meses. En las últimas semanas de julio el peso se ha mantenido alrededor de los 13.30 pesos por dólar, influido por las noticias sobre el deterioro de la situación económica y financiera de los países periféricos del área del Euro y más recientemente, por la posibilidad de una nueva ronda de compra de bonos por parte del BCE.

Adicionalmente a la aversión global al riesgo, también en el mercado cambiario ha influido la posibilidad de una nueva ronda de estímulos monetarios por parte de la FED. Los datos por debajo de lo esperado en materia de empleo durante los últimos meses en EEUU han incrementado las especulaciones acerca de mayores acciones por parte de la FED para apoyar la actividad económica. Ello se asociaría con una búsqueda de mayor rentabilidad, lo que tiende a apreciar las monedas emergentes por cortos periodos. Al momento la FED sólo ha extendido su programa para incrementar la duración de los activos de su balance (operation twist). Los próximos datos de empleo no agrario, así como la reunión de banqueros centrales que organiza la FED a finales de agosto darán más elementos sobre el curso de la política monetaria de EEUU en los próximos meses y, por consiguiente, sobre posibles eventos exógenos que afectan a la paridad cambiaria y a las tasas de interés mexicanas.

Gráfica 35
Riesgo global y tipo de cambio (porcentaje y ppd)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

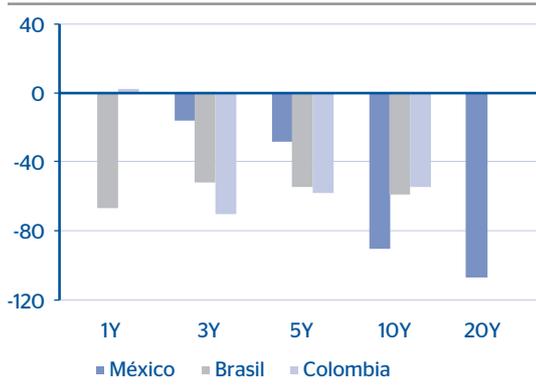
Gráfica 36
Riesgo global y tasa de rendimiento del bono 10 años (porcentaje)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Las tasas de los bonos de largo plazo en México cayeron entre mayo y julio alrededor de 100 puntos base en promedio. Este descenso es mucho más pronunciado que la reducción observada en otros países de Latinoamérica. El deterioro de la calidad crediticia de algunos países europeos ha puesto de relieve la disciplina fiscal de México, lo que ha contribuido a que continúen las fuertes entradas de flujos extranjeros al mercado de deuda gubernamental en México. Actualmente, las posiciones de los inversionistas extranjeros representan alrededor del 45% de dicho mercado.

Gráfica 37
Cambio en bonos de renta fija entre Mayo 30 y Julio 31 (pb)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 38
Flujos extranjeros a bonos de deuda gubernamental en México (%)



Fuente: BBVA Research y Banxico

La intensa caída en tasas gubernamentales, con una expectativa de pausa monetaria denota una disminución relevante en la prima por plazo. Esta caída está muy por debajo del nivel explicado por la evolución del riesgo crediticio, por lo que parece estar asociado a una mejora en las condiciones de liquidez en el mercado de bonos en México (ver Recuadro 3). Por ejemplo, el diferencial entre el precio de compra y el de venta del bono gubernamental a 10 años ha disminuido a un nivel similar al visto en el año 2010 cuando México entró en el Índice Mundial de Bonos Gubernamentales (WGBI por sus siglas en inglés) que es una referencia a nivel mundial de exposición a deuda pública por país.

No obstante, existen factores de riesgo que podrían revertir el premio por plazo, como son i) un incremento en la aversión al riesgo global que podría deteriorar las condiciones domésticas, ii) un relajamiento adicional (QE3) por parte de la Reserva Federal de EEUU que podría producir una sustitución de bonos más seguros por activos de mayor riesgo y rendimiento, y iii) un incremento en la inflación doméstica en caso que los precios de los productos más volátiles continúen su tendencia creciente.

Las tasas de medio y largo plazo de los bonos gubernamentales en México deberían continuar con una senda de aumento consistente con un crecimiento económico moderado y una normalización de las condiciones de liquidez globales. Por ejemplo, se espera que la tasa del bono a 10 años se sitúe en el entorno del 5.5% en diciembre.

La reducción temporal del riesgo global genera espacio para que el tipo de cambio se aprecie a niveles coherentes con productividad y precios relativos de México y EEUU, factores fundamentales que dirigen el comportamiento del tipo de cambio a medio y largo plazo. En el mediano plazo, las perspectivas de crecimiento e inflación en México y EEUU continúan señalando una apreciación del peso frente al dólar. Se estima que a finales de año el peso se ubicará alrededor de 13 pesos por dólar, nivel cercano a la estimación de su tendencia de largo plazo, que se encuentra entre 12.30 y 12.60 pesos por dólar. No obstante, la incertidumbre que priva en los mercados financieros podría alterar la tendencia derivada de los fundamentos.

En caso que finalmente ocurriera un “accidente” financiero en el área del euro que agravase su situación, y hubiera un contagio hacia la economía de EEUU, tanto las tasas domésticas como el tipo de cambio sufrirían un incremento relevante de nivel y volatilidad. En todo caso, la intensidad y duración del evento de riesgo estaría acotada por la reacción europea para solventar la crisis desencadenada.

Gráfica 39

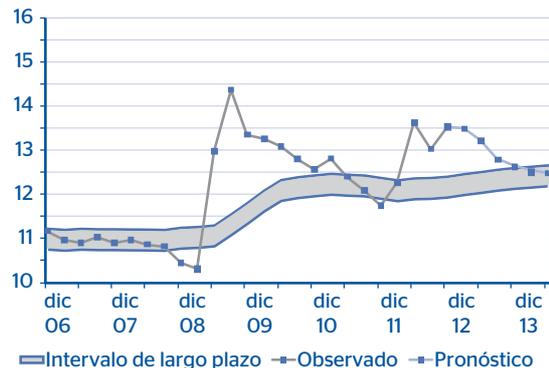
Tasa del bono a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 40

Tipo de cambio (pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research

Recuadro 3: La mejora de las condiciones de liquidez: soporte de la caída de las tasas de interés

Desde el final de mayo y hasta el final de julio la curva de tasas de interés de los bonos gubernamentales en México ha caído en promedio 50pb, con un descenso más acentuado en las tasas de más largo plazo de alrededor de 100 pb. Esta caída se presenta en un contexto de pausa monetaria en los últimos tres años y con expectativas de que se mantenga así por lo menos hasta bien avanzado 2013. Esta combinación de factores sugiere la presencia de un bajo *Term Premium*, esto es, una caída en la compensación que los inversionistas demandan por mantener activos de mediano y largo plazo más allá de la pura reinversión en valores de corto plazo. En efecto, en presencia de riesgo de mercado (el derivado de la variación en el precio de los activos como consecuencia del cambio de las tasas de interés), los inversionistas demandan un rendimiento adicional al promedio de las expectativas de tasas futuras de corto plazo, como compensación por mantener un activo con mayor duración. Esta compensación adicional, que representa una desviación de la hipótesis de expectativas de las tasas de interés, se denomina *Term Premium*. De acuerdo con Cerecero et al. (2008) el *Term Premium* puede interpretarse como la suma de una prima de liquidez y de una prima de riesgo. Así, identificar el componente al que se puede atribuir la caída de las tasas de interés es, dado el escenario de política monetaria, equivalente a buscar la causa de la caída de la prima por permanencia o *Term Premium*. Este concepto se aproxima mediante la siguiente expresión:

$$\phi_{nt} = Y_{nt} - (1/n) \sum_i E_t(r_{t+i})$$

Donde:

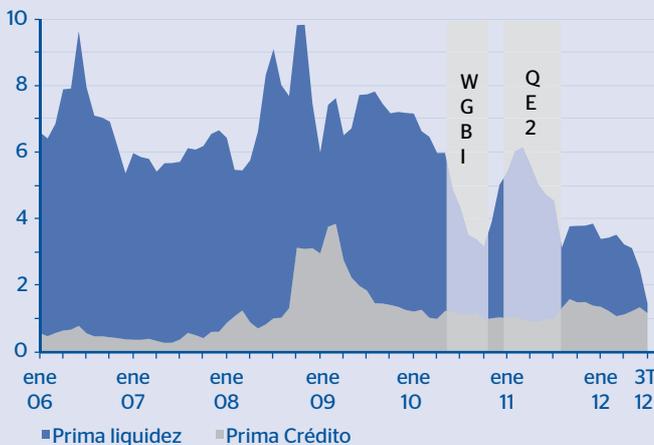
ϕ_{nt} : *Term Premium*. Y_{nt} : Rendimiento de un bono cupón cero con vencimiento en n periodos en el tiempo t ; r_t : Tasa de corto plazo en el tiempo t . $E_t(X_{t+u})$: Valor esperado en el tiempo t de la variable X , u periodos adelante.

En nuestro caso en particular, ϕ_{nt} para cada mes en el periodo de enero 2006 a julio 2012 es la diferencia entre el rendimiento promedio mensual de un bono cupón cero con vencimiento en 10 años y el promedio mensual de las expectativas de la tasa de Cetes 365 días de BBVA Research diez años hacia delante.

Una vez calculado el *Term Premium* se lleva a cabo su descomposición en prima de liquidez y prima de riesgo mediante la metodología econométrica de espacio estado. La prima de riesgo está ligada al riesgo de impago del activo o riesgo de crédito y se aproxima mediante el spread del derivado de incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés) a 5 años de los bonos soberanos de México. Mediante esta variable se busca capturar el riesgo de impago, que varía de acuerdo con las expectativas de variables representativas de la capacidad de pago de la deuda como su nivel, las reservas internacionales, el tipo de cambio o la demanda externa. La prima de liquidez, la cual denota la capacidad de convertir en efectivo el activo en cuestión, es el componente no observado del modelo. Esta aproximación se utiliza debido a la falta de variables que la representen con precisión, ya que no se dispone de datos del volumen operado en el mercado secundario de bonos para

Gráfica 41

Term Premium. Descomposición en prima de riesgo y prima de liquidez (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 42

Diferencia entre el precio de compra y precio de venta del bono M10 (pb)



Fuente: BBVA Research y Banxico

referencias específicas. Cabe destacar, sin embargo, que una variable alternativa de prima de liquidez como puede ser la diferencia entre el precio de compra y de venta del bono, en este caso del M a 10 años, también se ha reducido de forma considerable (ver gráfica 42).

Los resultados de la descomposición obtenida se muestran en la gráfica 41. Como puede observarse la prima de liquidez ha caído en los últimos meses a niveles cercanos al 0%, lo cual lleva a que el *Term Premium* esté en niveles históricamente bajos. A la vez, no se ha producido un descenso relevante de la prima por riesgo, ligada al CDS, ya que los factores que determinan la probabilidad de impago no se han alterado significativamente.

Tanto la caída en el indicador de liquidez antes descrito, como la del *Term Premium* son comparables en magnitud a lo ocurrido en 2010 cuando México ingresó al índice Global de Bonos Gubernamentales (WGBI por sus siglas en inglés). Otro punto a destacar es el hecho de que a partir de esta fecha parece haber cambiado la media de los datos. Esto es, después de la entrada de México al WGBI la prima de riesgo oscila alrededor de una media de menor magnitud (alrededor de 3%), a la observada antes de marzo de 2010. Nótese que la prima de riesgo mostró una variación importante para luego regresar a este nivel medio durante la vigencia de la compra de activos por parte de la Reserva Federal de EEUU (QE2).

La reciente caída de la prima por liquidez y, por consiguiente del *Term Premium*, está influida por la entrada de flujos extranjeros a México. Esta demanda por activos mexicanos puede ser explicada por dos factores. Primero, el factor de rendimiento ajustado por riesgo. Los bonos mexicanos de largo plazo continúan cotizándose a tasas reales positivas, a su vez que su riesgo de crédito es considerablemente menor al que se atribuye a otras naciones, como por ejemplo la mayoría de los países de la zona del Euro. Segundo, el abrupto deterioro de la calidad crediticia de algunos países europeos ha generado especulaciones sobre una posible salida de estas naciones de los índices globales de renta fija, con lo cual se favorecería a la demanda de bonos de otras naciones. Con todo, la abrupta caída de la prima por liquidez tiene su origen en factores no permanentes, lo cual aunado al riesgo de una corrección de la actividad doméstica, hace posible un movimiento al alza de las tasas de interés domésticas al ritmo de las referencias de EEUU.

Referencias

Kim, D y A Orphanides (2007), "The bond market term Premium: what is it, and how can we measure it?". BIS Quarterly Review, Junio 2007.

Cerecero, M, S Salazar y H Salgado (2008), "La curva de rendimiento y su relación con la actividad económica: Una aplicación para México". Banco de México, documento de investigación 2008-15.

Recuadro 4 ¿Se han revertido las condiciones que llevaron a la reducción de la calificación de deuda soberana de México?

En noviembre de 2009 las agencias calificadoras Fitch Ratings y Standard and Poor's redujeron la calificación soberana (*Issuer Default Rating*) en moneda extranjera de México a BBB desde BBB+ con base en la debilidad fiscal del país. En particular, en aquella oportunidad Fitch argumentó que la alta dependencia de los ingresos públicos al petróleo y una estrecha base fiscal reducían la flexibilidad fiscal de México ante futuros choques en los ingresos petroleros. Como sustento a su argumentación, la calificadora presentó una serie de indicadores en materia fiscal en los cuales México mostraba un desempeño por debajo de la mediana de aquellos países que contaban con una calificación similar.

Durante los últimos años la regla fiscal de equilibrio presupuestal anual –balance presupuestal sin inversión en Pemex–, el incremento en los precios del petróleo y un crecimiento que en el periodo 2010-12 promediará alrededor del 4.4% mantienen las finanzas públicas de México alejadas de la situación de crisis que se observa en varios países europeos. No obstante, distintos indicadores relativos a la situación fiscal siguen estando por debajo de lo que se observa en el promedio los países que actualmente poseen la misma calificación. Como lo muestra la cuadro 1 los ingresos públicos como porcentaje del PIB de México están casi diez puntos porcentuales por debajo de la mediana de los países referidos. En materia de deuda pública total, la reducción de la calificación de algunos países afectados por la crisis de deuda en Europa, ha generado que México se ubique prácticamente al mismo nivel que la mediana de los países comparables. No obstante, al conjugar estos

elementos, el porcentaje de la deuda respecto a los ingresos sigue siendo superior en el caso de México.

En 2009 la calificadora destacó que un elemento de riesgo sobre el ingreso fiscal mexicano era la caída en la producción petrolera, situación que se mantiene hasta el momento. De acuerdo con British Petroleum, la producción petrolera cayó a 2.93 millones de barriles diarios (mbd) en 2011 desde 2.95 mbd en 2010, una caída similar a la registrada en los últimos tres años. Esta caída de 0.8% es mayor a la de 0.2% registrada en los países de la OCDE y totalmente contraria al crecimiento de 3% que registró la producción de los países de la OPEC. Adicionalmente, la caída en las reservas probadas entre 2010 y 2011 fue de 300 mbd, tendencia similar a la de los países de la OCDE, pero opuesta al incremento que registran las reservas de países de la OPEC. En cuanto a las expectativas de crecimiento económico, de acuerdo con el FMI, México crecerá ligeramente por debajo de la mediana de los países con calificación BBB.

Si bien en los últimos años se han mantenido los elementos entonces mencionados que soportan la calificación actual del soberano mexicano (i.e. sano sector bancario, manejable perfil de amortización de la deuda externa) e incluso se ha avanzado en algunos aspectos como en la posición internacional de liquidez de la deuda mexicana, los datos antes citados reiteran la necesidad de reformas que amplíen la base fiscal y reduzcan su dependencia petrolera. De lo contrario, no será sencillo que las calificadoras se decidan a aumentar la calificación y/o la perspectiva de la deuda mexicana.

Cuadro 1

Indicadores fiscales de los países con calificación BBB de acuerdo con Fitch Ratings

País	Deuda pública total (%PIB)	Ingresos públicos (%PIB)	Deuda pública/Ingresos	Promedio crecimiento PIB 2012-2016
México	42.9	22.2	1.9	36
Brasil	65.1	36.3	1.8	3.9
Rusia	8.4	38.7	0.2	3.9
Lituania	40.9	35.7	1.1	3.2
España	79.0	36.0	2.2	0.5
Tailandia	44.4	21.3	2.1	5.4
Perú	20.7	20.9	1.0	5.9
Kazajstán	9.6	28.5	0.3	6.1
Mediana	41.9	32.1	1.5	3.9

Fuente: Fitch Ratings & FMI. Nota: Por ausencia de datos se dejaron fuera de los cálculos a los países de Aruba, Bahrein y Panamá

4. Brasil y México, cambio de perspectivas y retos que permanecen

En los últimos trimestres se está registrando un cambio de percepción en las perspectivas de las economías de Brasil y México, reflejado por ejemplo en un consenso de crecimiento en 2012 del 3.8% para México, casi dos puntos más que las vigentes para Brasil. De confirmarse este resultado, 2012 sería el segundo año consecutivo en el que México crecería más que Brasil tras cuatro años en los que la brecha promedio de crecimiento a favor de Brasil fue de 3.5 pp.¹ Con todo, se plantea la pregunta de qué factores han dirigido la evolución relativa de ambas economías, si existe algún tipo de patrón que muestre una preferencia por una u otra en términos de desempeño a medio plazo.

Tanto México como Brasil pertenecen al grupo de “eagles”, los países que contribuirán en la próxima década al aumento del PIB mundial más que un promedio de economías desarrolladas.² La pertenencia a este grupo viene para México más por el tamaño de partida que por un crecimiento que en los últimos años ha resultado más bajo que el de otras economías emergentes como por ejemplo, el de Brasil, el otro “águila” de Iberoamérica. Brasil tiene un PIB casi el 50% mayor que el mexicano y ha crecido en promedio en los últimos 10 años un 3.8%, aproximadamente un punto y medio más que México.

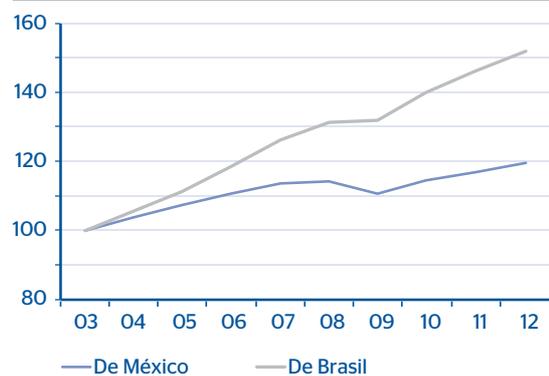
La mejor posición relativa de Brasil en términos de aumento de su renta per cápita es un fenómeno reciente. Como se observa en el gráfico adjunto, hasta la primera parte de la década pasada ambas economías mantenían un proceso de convergencia real con EEUU muy similar, con un perfil, en general, de empobrecimiento relativo en la década de los 80, mantenimiento del nivel de renta relativa en los 90 en México y ligera divergencia en Brasil, para desde mediados de la década pasada registrarse una intensificación de la convergencia de Brasil con el nivel de renta de EEUU mientras que México mantenía los niveles previos.

Gráfica 43
Brasil y México, convergencia real
PIB per cápita relativo a EEUU, %



Fuente: BBVA Research con datos del FMI

Gráfica 44
PIB de socios comerciales de México y Brasil
2003=100, nivel de PIB, promedio ponderado por el peso en las exportaciones del país



Fuente: BBVA Research

Esa evolución ha coincidido con un cambio global en las fuentes de crecimiento, con una creciente contribución de las economías emergentes asiáticas y latinoamericanas y el estancamiento y la recesión de las más desarrolladas. Ello ha tenido impactos relevantes en la demanda externa de Brasil y de México considerando su muy distinta exposición a las áreas mencionadas. Así, los principales destinos de exportación de México están en los países desarrollados, con un predominio total de EEUU, donde se destinan aproximadamente el 83% de las ventas al exterior de bienes. Brasil sin embargo destina a EEUU el 12% de sus ventas, mientras que a áreas de elevado dinamismo como China y Asia y

¹ Un resultado agrandado por la excepcional diferencia de seis puntos porcentuales registrada en 2009: -6.3% en México vs -0.3% en Brasil.

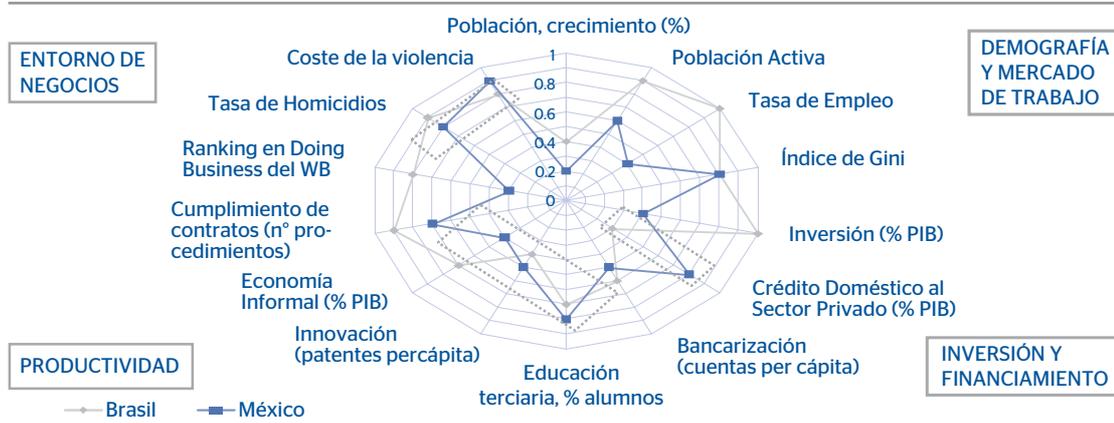
² Para más detalles: www.bbvaeeagles.com

el resto de Latinoamérica llegan el 68% de sus ventas (12% en el caso de México). Así, como se observa en el gráfico adjunto, el PIB de las economías cliente de las exportaciones brasileñas ha crecido desde 2003 un 50% y en el caso de los destinos de los productos mexicanos, sólo un 20%. Sin embargo, el grado de apertura comercial de ambas economías es muy distinto, tres veces más grande en el caso de México, lo que dificulta las comparaciones homogéneas.

Desde una perspectiva de medio plazo el balance entre ambas economías no refleja un claro dominio de alguna de ellas, con ventajas para cada país en algunos de los factores considerados como más relevantes. Si se considera una economía desde la perspectiva de la oferta, de la capacidad de crecer por la apropiada interacción de factores productivos y eficiencia, se pueden encontrar cuatro grandes elementos a considerar: demografía y mercado laboral, inversión y ahorro, productividad y, finalmente, entorno de negocios. Como se observa en el gráfico adjunto, se han seleccionado 14 variables representativas de esos cuatro ejes, de modo que se ilustra además su nivel respecto al de un grupo de economías emergentes que sirven de referencia.⁴

Gráfica 45

Brasil y México, radar de vulnerabilidad respecto a economías emergentes (A menor valor, mejor posición relativa)



Fuente: BBVA Research con datos de FMI, Banco Mundial y ONU

En lo que se refiere a población y mercado laboral, parece que el bono demográfico es mayor en México que en Brasil, con crecimientos de la población más elevados y participación de la población en el mercado de trabajo también mayor. Llama la atención la baja tasa de empleo de Brasil, medida como porcentaje de ocupados sobre población en edad de trabajar, que según los datos disponibles es del 40%, aproximadamente 20 puntos menos que el promedio del grupo de países considerados.

En inversión y financiamiento bancario contrastan ambas economías con una posición ventajosa para México en el primero y de Brasil en el segundo. En promedio de la última década, México ha tenido un ratio de inversión sobre PIB más de cinco puntos mayor que el de Brasil (24.6% vs 18.0%), aunque sin alcanzar niveles de países que a veces se consideran referencia como Corea del Sur (29.4% en el mismo periodo). Con todo, el nivel de inversión en México es ciertamente apreciable para un país que no tiene la tasa de ahorro doméstico de un emergente asiático ni ha obtenido ahorro del sector externo en magnitud relevante.⁵ La tasa de ahorro nacional en México es del 23.6% del PIB frente al 17.3% de Brasil en promedio de 2001 a 2011, lo que supone una clara limitación sin apelación al ahorro externo para el aumento de la inversión. El consumo, tanto del sector público como del sector privado tiene un mayor peso en Brasil, favorecido también por un mayor acceso al crédito bancario, tanto del ofrecido por el sistema bancario privado como por el público. Como se observa en el gráfico adjunto, el crédito del sector bancario doméstico supera el 50% del PIB en Brasil, cerca de 30 pp más que en México, con una brecha en el crédito concedido por parte de la banca pública mayor que en el caso de

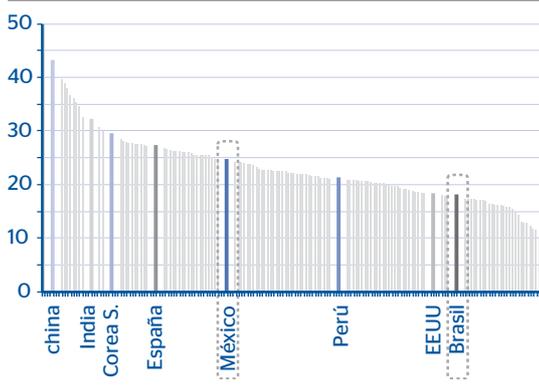
³ Las exportaciones de bienes suponían en 2011 el 30% del PIB mexicano y el 9% del brasileño.

⁴ Las economías emergentes consideradas de referencia son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela, China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, Croacia, Rep. Checa, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia y Turquía. El valor más bajo, 0, correspondería a la posición más favorable en la variables para todos los países reseñados; mientras, el valor 1 se correspondería con el más desfavorable.

⁵ El déficit por cuenta corriente promedio anual entre 2001 y 2011 ha sido del 1% del PIB, aproximadamente la misma cifra que en Brasil (0.7%).

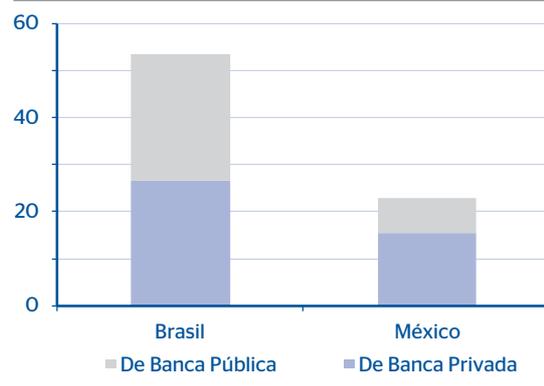
la banca de propiedad privada. La mayor penetración del crédito bancario en Brasil resulta del impulso continuado de políticas públicas orientadas a mejorar las condiciones de otorgamiento de crédito y de acceso al sistema bancario de grupos de población habitualmente con menor acceso. Productos como los créditos consignados, que se descuentan de los pagos de nómina, y las cuentas simplificadas, tienen que ver con el desarrollo mencionado.⁶ Además, el impulso del crédito se intensifica con el mayor crecimiento de la economía brasileña en la última década.

Gráfica 46
Inversión en % del PIB, promedio 2001-11



Fuente: BBVA Research con datos del FMI

Gráfica 47
Crédito Bancario en % del PIB, 2011



Fuente: BBVA Research con datos del Foro Económico Mundial

La mejora del entorno de negocios es una asignatura pendiente tanto en Brasil como en México. Aunque el país norteamericano tiene una clara ventaja sobre Brasil con respecto a la facilidad de realizar negocios según el ranking *Doing Business* del Banco Mundial, el repunte de la violencia supone un elemento de incertidumbre para la economía mexicana. En todo caso, los dos países claramente se beneficiarían de una reducción del coste asociado a la inseguridad pública y de avances adicionales que permitan crear un entorno más favorable a la realización de negocios.

La clave del crecimiento está en la eficiencia con la que se usan los factores productivos disponibles. La medición de la productividad, la capacidad de producir más con menos, está sujeta a dificultades al ser una variable que no es directamente observable.⁷ Se suele calcular la productividad como aquella parte del producto que no es resultado de la cantidad de recursos utilizados y por lo tanto sería una consecuencia de cómo de eficazmente se combinan los mismos. En el gráfico del radar, dentro de las variables seleccionadas como representativas de productividad, no existen grandes diferencias entre México y Brasil, excepto en el caso del peso de la informalidad en el PIB, mucho mayor en Brasil que en México. La informalidad es una buena señal de productividad ya que si la actividad escapa mayoritariamente a las regulaciones existentes, fundamentalmente en lo fiscal, favorece el que las unidades económicas no puedan aprovechar economías de escala o acceder al mercado financiero de modo suficiente para mejorar su eficiencia y aumentar su dotación de capital físico y humano. En este sentido, como se observa en los gráficos siguientes, de acuerdo con los datos de la OIT, México tiene un mayor grado de informalidad en el mercado laboral. Sin embargo, de acuerdo con estimaciones sobre el peso del PIB informal sobre el total, parece que el peso es mayor en Brasil que en México.⁸ En todo caso, parece que el reto de ambas economías es lograr una reducción de la informalidad para que mejore la principal fuente de crecimiento a largo plazo de la economía, la productividad.

La fortaleza de su demanda - no necesariamente de su capacidad de oferta- y el mayor dinamismo de sus socios comerciales han creado mejores perspectivas con respecto a Brasil en los últimos años. Sin embargo, las señales de agotamiento del modelo brasileño, excesivamente centrado en la expansión de la demanda, y las ganancias de competitividad de México con respecto a Brasil están

⁶ En México también se está emprendiendo ese camino con los préstamos de nómina y las cuentas básicas

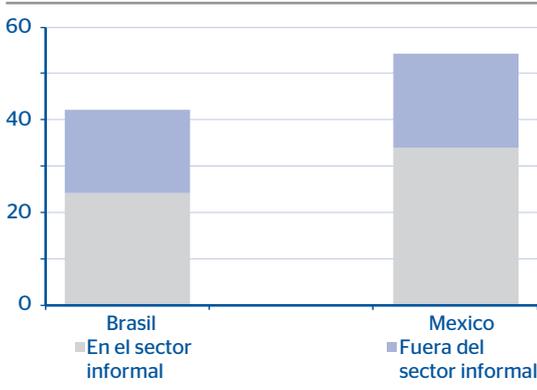
⁷ Realmente el PIB tampoco "se observa" del mismo modo que se puede contar el empleo, sino que es una síntesis de diversas estadísticas de demanda, producción y rentas distribuidas entre los agentes económicos.

⁸ La medición de la informalidad es por definición sujeta a controversia dado que se trata de contabilizar aquellas actividades que escapan a las obligaciones impuestas por el Estado, sobre todo fiscales, y el empleo que no disfruta de derechos sociales (sanidad, retiro).

contribuyendo a modificar la visión relativa de las dos economías, a favor de la economía mexicana.

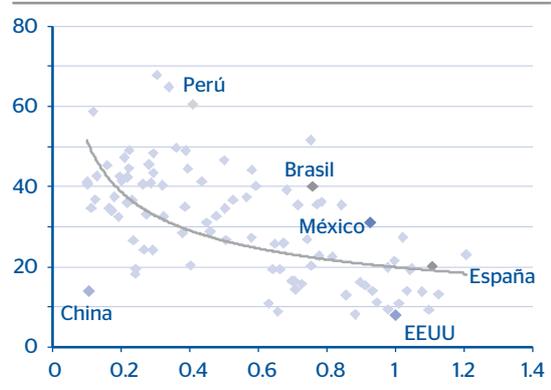
De acuerdo con el análisis anterior, parece que ni por demografía y participación laboral ni por ritmo inversor se justifica una mayor capacidad de crecimiento en el medio plazo para Brasil, por lo que los mejores registros alcanzados en el PIB tendrán que ver desde el lado de la oferta con una eficiencia o productividad en la que no parece que haya grandes diferencias entre ambas economías en lo que se refiere a las variables que la pueden aproximar. Desde el lado de la demanda, es el entorno externo más favorable, y un mayor acceso al financiamiento bancario lo que sustenta el mayor crecimiento de Brasil frente a México. Sin embargo, ambos factores no son necesariamente de naturaleza permanente: el dinamismo de las economías emergentes asiáticas puede frenarse y/o Brasil perder ventajas competitivas en términos de precios; y la disponibilidad de crédito puede ser menos relevante para el crecimiento a partir de cierto nivel de deuda de los agentes económicos.

Gráfica 48
Empleo informal, % del total



Fuente: BBVA Research con datos de OIT

Gráfica 49
Informalidad (% del PIB) y productividad (relativa a EEUU)



Fuente: BBVA Research con datos de Schneider (2009) y Banco Mundial

En efecto, ha habido un cambio reciente de la percepción de los mercados con respecto a los dos países, a favor de México, en línea con la desaceleración china, con la fatiga de los mercados de crédito brasileños y con el impacto negativo que los costes laborales y la apreciación del tipo de cambio tuvieron sobre la industria de Brasil. Estos dos últimos factores contrastan con el reciente dinamismo de los mercados de crédito y las señales de aumento de la competitividad en México. En todo caso, son dos grandes economías, con un buen potencial de crecimiento en los próximos años. Además, las perspectivas respectivas seguirán siendo determinadas por su distinta exposición al entorno global y también por su capacidad de adoptar reformas que reduzcan sus vulnerabilidades.

Gráfica 50
Competitividad precio, tipo de cambio efectivo real (2005=100)
Aumentos del índice señalan apreciación



Fuente: BBVA Research con datos de Haver

Gráfica 51
Endeudamiento de los hogares (% PIB)



Fuente: BBVA Research con datos de CNBV para México y del Banco Central de Brasil

5. Previsiones

Cuadro 2

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales. %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-3.1	2.4	1.8	2.1	1.8
UEM	-4.4	1.9	1.5	-0.3	0.3
Alemania	-5.1	3.6	3.1	0.9	1.4
Francia	-3.1	1.6	1.7	0.2	0.7
Italia	-5.5	1.8	0.5	-1.8	-0.1
España	-3.7	-0.1	0.7	-1.4	-1.4
Reino Unido	-4.0	1.8	0.8	-0.4	1.3
América Latina *	-0.6	6.6	4.5	2.9	3.8
México	-6.1	5.4	4.0	3.7	3.0
EAGLES **	4.0	8.4	6.6	5.4	6.1
Turquía	-4.9	9.2	8.5	3.2	4.1
Asia-Pacífico	4.2	8.1	5.7	5.4	5.8
China	9.2	10.4	9.2	7.8	8.3
Asia (exc. China)	1.0	6.5	3.4	3.8	4.1
Mundo	-0.6	5.1	3.9	3.4	3.7

* 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	2.0	1.9
UEM	0.3	1.6	2.7	2.3	1.4
Alemania	0.2	1.2	2.5	2.0	1.4
Francia	0.1	1.7	2.3	2.3	1.5
Italia	0.8	1.6	2.9	3.3	1.9
España	-0.3	1.8	3.2	2.1	1.5
Reino Unido	2.2	3.3	4.5	2.5	2.0
América Latina *	10.6	8.5	9.1	10.1	8.9
México	5.3	4.2	3.4	4.1	3.5
EAGLES **	2.8	5.3	6.0	4.3	4.4
Turquía	6.3	8.6	6.5	8.8	5.3
Asia-Pacífico	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
China	-0.8	3.3	5.4	3.0	3.6
Asia (exc. China)	1.1	3.8	4.3	3.4	3.2
Mundo	2.2	3.8	5.1	4.2	3.9

* 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)	2.4	1.8	2.1	1.8	1.8	1.9	1.6	2.0	2.4	2.2	2.3	1.6
Consumo personal (var. % real)	1.8	2.5	2.0	1.9	3.1	2.7	2.5	1.9	1.8	1.9	2.1	2.0
Consumo gobierno (var. % real)	0.6	-3.1	-2.1	-0.2	-2.3	-3.2	-3.8	-3.3	-2.2	-2.4	-2.0	-1.7
Inversión fija bruta (var. % real)	-0.2	6.6	9.6	6.2	4.8	4.3	8.4	9.0	11.9	10.3	8.9	7.6
Construcción ¹	-3.7	-1.4	11.5	8.5	-3.2	-7.1	1.4	3.9	9.3	10.7	13.4	12.7
Producción industrial (var. % real anual)	5.4	4.1	4.4	2.1	5.4	3.6	3.3	4.1	4.4	4.7	4.6	3.9
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-3.1	-3.1	-3.0	-3.1	-3.2	-3.2	-2.9	-3.1	-3.6	-2.8	-2.7	-2.8
Inflación anual (fin de periodo)	1.5	3.0	1.8	2.1	2.7	3.6	3.9	3.0	2.7	1.7	1.4	1.8
Inflación anual (promedio de periodo)	1.6	3.2	2.0	1.9	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	1.9	1.5	1.7
Balance fiscal primario ² (% del PIB)	-8.9	-8.7	-7.7	-5.0				-8.7				-7.7

 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	5.6	3.9	3.7	3.0	3.9	3.8	4.2	3.9	4.7	4.0	3.2	3.1
Por habitante en dólares	9,595	10,391	10,540	11,576	10,692.7	11,037.2	9,966.2	9,866.9	10,600.0	10,367.1	10,417.6	10,774.4
Miles de millones de dólares	1,037.6	1,138.9	1,162.4	1,288.2	1,141.7	1,195.9	1,093.7	1,124.3	1,160.4	1,136.1	1,149.1	1,204.1
Inflación (% prom.)												
General	4.2	3.4	4.1	3.5	3.5	3.3	3.4	3.5	3.9	3.9	4.6	4.2
Subyacente	3.9	3.2	3.5	3.4	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3	3.5	3.6	3.5
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	3.9	3.2	3.5	3.4	4.2	4.3	4.1	4.4	4.3	4.4	4.2	4.4
TIIE 28 días	4.9	4.8	4.9	5.9	4.8	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
Bono 10 años (% prom.)	6.9	6.8	6.4	7.0	7.5	7.1	6.3	6.6	6.2	5.9	5.1	5.5
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	12.7	12.7	13.3	12.6	11.9	11.8	13.3	13.7	13.0	13.6	13.5	13.2
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-3.5	-2.7	-2.6	-2.3	-	-	-	-2.7	-	-	-	-2.6
Sector Externo³												
Balanza comercial (mmd)	-0.7	-0.3	-1.9	-3.8	2.0	1.3	-3.8	-0.7	1.9	-0.5	-4.3	-4.6
Cuenta corriente (mmd)	-0.7	-2.3	-3.5	-4.8	-1.9	-0.7	-4.5	-1.9	0.0	-3.7	-4.1	-6.2
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.3	-0.8	-1.1	-1.4	-0.7	-0.2	-1.6	-0.6	0.0	-1.2	-1.3	-1.9
Petróleo (mezcla mex., dpb, prom.)	79.6	111.0	103.4	101.9	104.5	117.1	113.1	109.2	118.3	109.3	93.2	92.7
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.7	4.3	4.1	3.1	4.9	4.3	4.1	4.1	4.4	4.6	3.7	3.6
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	5.4	5.2	5.1	4.8	5.2	5.4	5.3	5.0	5.1	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	5.0	5.1	5.1	4.6	4.8	4.1	5.1	4.9	4.8	5.2
Demanda interna	5.5	4.1	3.6	3.7	3.5	3.6	5.0	4.2	4.8	4.4	2.6	2.5
Consumo	4.6	4.0	3.1	2.7	4.5	3.5	3.9	3.9	4.1	3.9	2.4	2.1
Privado	5.0	4.5	3.4	2.8	5.0	4.4	4.4	4.3	4.3	4.1	2.7	2.4
Público	2.4	0.6	1.5	2.0	1.3	-1.4	0.7	1.8	2.8	2.6	0.8	-0.1
Inversión	6.3	8.4	6.0	6.5	8.8	9.8	8.8	6.4	8.7	5.5	4.9	4.9
Privado	6.3	12.3	5.1	5.8	14.4	17.5	10.4	7.4	7.5	2.9	3.5	6.7
Público	6.3	12.3	5.1	5.8	14.4	17.5	10.4	7.4	7.5	2.9	3.5	6.7
Demanda Externa	21.7	6.8	9.4	9.0	11.4	8.4	4.4	3.4	5.8	6.6	11.6	13.6
Importaciones	20.7	6.8	8.8	11.0	8.9	7.2	6.5	4.6	6.2	7.7	9.5	11.5
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	2.9	-3.0	3.5	2.1	-2.9	-9.0	-0.2	0.5	6.7	2.8	2.5	1.9
Secundario	6.2	4.0	3.6	2.4	4.8	4.2	3.6	3.4	4.5	3.9	3.3	2.8
Minería	1.2	-1.9	0.0	-0.1	-2.6	-1.9	-3.5	0.6	0.6	0.0	-0.3	-0.2
Electricidad	10.1	5.6	3.0	2.7	9.9	7.6	3.0	2.2	2.6	2.5	3.5	3.4
Construcción	-0.1	4.8	4.2	2.9	5.7	3.8	5.3	4.7	4.8	5.0	3.9	3.0
Manufactura	10.0	5.2	4.1	2.8	6.2	5.4	5.3	3.7	4.2	4.7	3.9	3.5
Terciario	5.5	4.2	3.6	3.0	4.2	3.7	4.8	4.2	4.1	4.1	3.3	2.9
Comercio	13.1	7.7	5.0	4.2	8.1	8.4	8.2	6.1	6.6	5.4	4.6	3.4
Transporte, correos y almacenamiento	7.6	3.4	3.9	3.7	3.4	3.1	3.8	3.4	5.3	3.7	3.0	3.4
Información en medios masivos	1.6	6.6	4.3	3.7	5.2	6.0	8.0	7.1	4.7	4.6	3.3	4.7
Serv. financieros y de seguros	13.1	5.4	7.9	6.0	4.9	1.3	8.1	7.3	12.9	9.1	5.7	4.4
Serv. inmob. y de alq. de bienes muebles e int.	1.9	2.1	1.8	1.1	1.8	1.9	2.1	2.4	1.3	2.0	2.0	1.9
Serv. profesionales, científicos y técnicos	-1.1	5.8	3.9	2.8	3.8	7.0	5.4	6.9	5.1	3.9	3.4	3.3
Dirección de corporativos y empresas	4.9	5.8	7.2	5.0	4.4	7.3	4.3	7.1	6.9	7.2	7.4	7.4
Serv. de apoyo a los neg., serv. de remediación	1.5	4.2	3.9	3.5	3.6	4.6	4.6	4.2	2.3	4.8	4.5	4.1
Serv. educativos	0.2	1.5	2.1	1.9	-0.1	0.9	2.8	2.5	1.5	2.0	2.3	2.3
Serv. de salud y de asistencia social	0.7	1.7	2.1	1.4	1.1	2.8	2.8	0.0	2.3	2.7	1.8	1.5
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	5.9	6.6	3.4	3.2	8.1	7.4	6.0	5.1	1.9	5.9	3.0	2.8
Serv. de alojamiento tem. y prep. de alim. y beb.	3.2	2.6	3.3	2.0	0.6	2.5	3.1	4.3	4.5	4.0	3.0	1.8
Otros serv. excepto actividades del gobierno	1.0	4.0	3.8	1.8	3.0	4.5	4.2	4.3	5.0	3.4	3.4	3.3
Actividades del gobierno	3.1	-0.8	0.9	0.7	0.2	-5.0	-0.8	2.6	4.0	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
oswaldo_lopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

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:

