

Situación México

Cuarto Trimestre 2012
Análisis Económico

- Las decisivas medidas tomadas por los bancos centrales han aclarado el panorama global. Sin embargo, las políticas económicas han de seguir consolidando la recuperación
- Pese a la reciente moderación global, México mantiene una perspectiva favorable de crecimiento para este y el próximo año apoyándose en la dinámica positiva del empleo y el financiamiento
- La inflación regresará por debajo de 4.0% a medida que la persistencia de los choques de oferta disminuya

Índice

1. En Resumen.....	2
2. Escenario global: las decisivas medidas de los bancos centrales hacen menos probables escenarios de riesgo.....	5
3. México mantiene su perspectiva de crecimiento para este y el próximo año apoyándose en el empleo y el financiamiento.....	10
3.1 México, buen crecimiento aunque con perfil de moderación	10
3.2 La inflación regresará por debajo de 4.0% a medida que la persistencia de los choques de oferta disminuya.....	15
Recuadro 1: Determinantes de la diferencia entre la inflación de México y EEUU.....	19
3.3 Pausa monetaria en un entorno de inflación por encima del 4.0%.....	21
Recuadro 2: Determinantes no tradicionales de la tasa de política monetaria.....	23
4. Previsiones	29

Fecha de cierre: 1 de noviembre de 2012

1. En Resumen

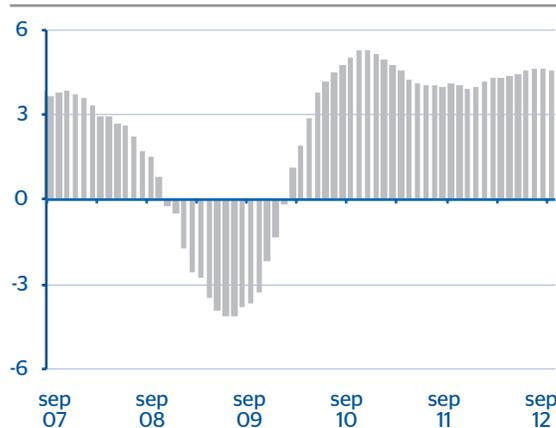
México mantiene su perspectiva favorable de crecimiento para este y el próximo año a pesar de la reciente moderación de la actividad global

Las decisivas medidas tomadas por los bancos centrales han aclarado el panorama global. Sin embargo, las políticas económicas han de seguir consolidando la recuperación. El escenario base de BBVA Research espera que la economía mundial registre una progresiva mejora del crecimiento del PIB que lo lleve en 2013 al 3.5% (3.2% en 2012; 4.1% de media del periodo 2010-12). Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo a consecuencia de las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE (Banco Central Europeo). A pesar de ello, se destacan tres factores que pueden deteriorar estas perspectivas: 1) el más preocupante, un resurgimiento de los problemas en Europa si volvieran los temores de ruptura del euro; 2) la amenaza que pende en los EEUU por el llamado “fiscal cliff”, un paquete de reducción del gasto público y de aumento de impuestos por valor del 4% del PIB que entraría automáticamente en vigor a comienzos de 2013 y que empujaría a la economía estadounidense de nuevo a la recesión; 3) una fuerte desaceleración de las economías emergentes, en particular de China y de aquellas basadas en la exportación de materias primas, cuya demanda depende, a su vez, de China.

Pese a la reciente moderación global, México mantiene una perspectiva de crecimiento de 3.7% para este año y de 3.0% para el siguiente apoyándose en un comportamiento favorable del empleo y el financiamiento. En la segunda mitad del año se han observado señales de moderación de la demanda externa entre las que destacan la ralentización de las exportaciones manufactureras y la caída de las remesas que ingresan al país. No obstante, un crecimiento promedio de 4.3% en la primera parte del año, un mercado laboral que ha mantenido la creación de empleo y la ganancia de cuota de las empresas exportadoras en el mercado estadounidense contribuyen a mantener la perspectiva de crecimiento de la economía. En los últimos doce meses la economía ha creado más de 700 mil empleos en el sector formal privado, contribuyendo a que el ritmo promedio de creación de empleo formal en los primeros 9 meses del año haya sido el más dinámico de los últimos tres años. El buen desempeño del mercado laboral se ha visto reflejado en un comportamiento favorable del consumo privado. Destaca que tanto el crecimiento del consumo como el de la inversión se han visto favorecidos por las condiciones financieras estables y el flujo de crédito a los hogares y las empresas. En relación a la cuota de mercado, al segundo trimestre del año, México contribuyó con el 12.6% de las importaciones de manufacturas en EEUU, la máxima cuota alcanzada por México en su historia.

Gráfica 1

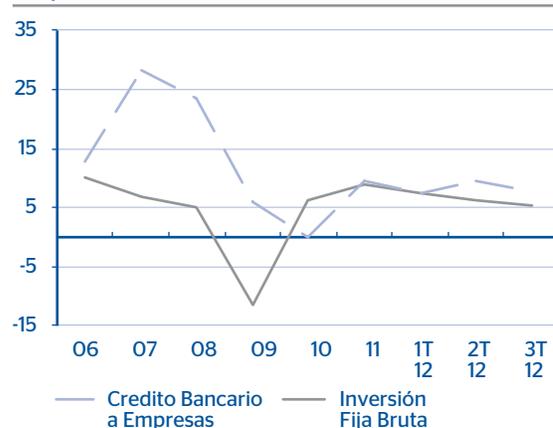
Empleo formal (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 2

Inversión Fija Bruta y Crédito Bancario a Empresas (Var. % a/a)



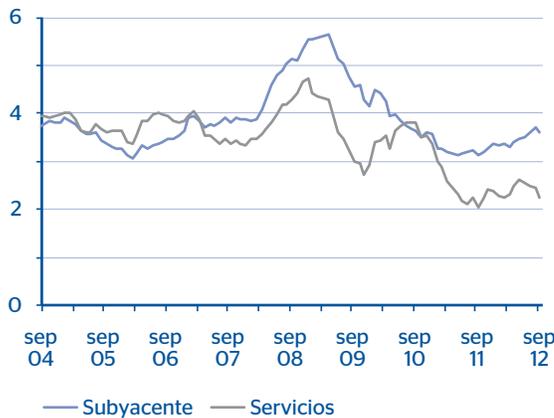
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico e INEGI.

La perspectiva para 2013 de la economía mexicana considera un crecimiento moderado de la economía de EEUU de 1.8%, no obstante, se mantiene la incertidumbre sobre las perspectivas de esta economía. Ello se debe primordialmente a la posibilidad de que se implemente a principios del próximo año en aquel país el intenso programa de consolidación fiscal previamente aprobado por el Congreso, lo que mermaría la actividad económica y aumentaría la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Retrasar el inicio de ese programa de ajuste requiere que el Congreso logre un acuerdo en el mes posterior a la elección presidencial. A pesar de las difíciles condiciones externas, México ha sido exitoso en mantener políticas fiscales y monetarias orientadas hacia la estabilidad que han permitido conservar la deuda y el déficit público acotados, y la inflación baja, políticas que probablemente se mantendrán en el futuro.

La inflación regresará por debajo de 4.0% a medida que la persistencia de los choques de oferta disminuya. Al mes de septiembre, la inflación se encuentra en 4.8% resultado de los continuos choques de oferta que han afectado a los precios, como son el brote de gripe aviar en el occidente del país y los altos precios internacionales de los granos en parte explicados por la sequía en EEUU. No obstante, la inflación subyacente se mantiene anclada en 3.6% y el subíndice de precios que excluye alimentos y energía se encuentra apenas por arriba del 2.2%. Se espera que la inflación inicie un proceso de convergencia hacia el rango de variabilidad alrededor del objetivo de Banxico a partir del cuarto trimestre de este año, permitiendo que la tasa anual se sitúe alrededor de 4.2% en diciembre. Sin embargo, dada la intensidad de los choques de oferta, se estima que la inflación descenderá claramente por debajo de 4.0% hasta el segundo trimestre de 2013, para continuar bajando hasta alcanzar una tasa de 3.6% al cierre de ese año. En este escenario de convergencia se espera que el diferencial de la inflación entre México y EEUU se reduzca resultado de una apreciación del peso, ciclos económicos moderados y estables en ambos países, y menores precios internacionales de los granos en un ambiente de moderación global. Esto considerando que las estimaciones de BBVA Research muestran que estas variables están entre los principales determinantes de dicho diferencial.

Gráfica 3

Inflaciones truncadas: subyacente e inflación sin considerar alimentos ni energía (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research y Banxico

Gráfica 4

Descomposición del diferencial de inflación entre México y EEUU (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research. Se refiere a la diferencia de inflación en base a los ponderadores estadounidenses.

Si bien el nivel de inflación supera el límite superior del intervalo objetivo de Banxico, la naturaleza transitoria y no subyacente de dicho aumento constituye un elemento de soporte a la decisión de mantener la pausa monetaria. Adicionalmente, al momento no hay evidencia de que estos incrementos hayan generado efectos de segunda ronda como se puede apreciar en la inflación del subíndice de servicios, apenas por encima de 2.0%, y en las expectativas de inflación de mediano plazo ancladas alrededor del 3.5%. Además, estimaciones de BBVA Research sugieren que en el proceso de determinación de la tasa monetaria el banco central considera si el repunte de inflación proviene de presiones de oferta o de demanda, y toma en cuenta la postura monetaria de la Reserva Federal de EEUU, lo que en un ambiente de inflación subyacente anclada y expectativa de que la tasa de fondos federales de la Reserva Federal se mantendrá sin cambios por un largo tiempo sustenta la perspectiva de pausa monetaria. No obstante, dado que los riesgos inflacionarios están sesgados al alza en el corto plazo, en caso de presentarse evidencia de efectos de segunda ronda la postura monetaria podría endurecerse.

En relación a los mercados financieros, resultado de la incertidumbre global, el tipo de cambio mantendrá niveles similares a los actuales, cerrando el año en 12.90 pesos por dólar. Las tasas de interés de la deuda gubernamental de mediano y largo plazo aumentarán ligeramente en un ambiente de moderación de actividad económica.

2. Escenario global: las decisivas medidas de los bancos centrales hacen menos probables escenarios de riesgo

Las restantes políticas económicas deberían aprovechar la ventana de oportunidad abierta por los bancos centrales

En un entorno de elevada incertidumbre para la economía mundial, a lo largo de los últimos meses las autoridades de todo el mundo –y en particular los bancos centrales de la zona euro y los EEUU– han dado pasos significativos en sus respectivas áreas de responsabilidad. **Las decisivas medidas tomadas han evitado un evento de riesgo sistémico comparable con los incidentes financieros acontecidos a finales de 2008.** Así, ambos bancos centrales han “construido puentes” hacia un nuevo marco institucional, en el caso de Europa, y hacia un nuevo pacto fiscal en los EEUU. Además, las medidas de la Fed (Reserva Federal) se mantendrán mientras sea necesario para lograr una mejora del mercado laboral de EEUU, mientras que las tomadas o anunciadas por el BCE están sometidas a diversos condicionantes. El estricto cumplimiento del ajuste fiscal es obligado en Europa, mientras que la mejora del mercado laboral es el objetivo en los EEUU.

“... cueste lo que cueste...”

El BCE dió un paso decisivo para poner fin a la crisis de deuda en Europa cuando su presidente, Mario Draghi, anunció a finales de julio la puesta en marcha de un nuevo programa de compra de deuda pública (OMT, por sus siglas en inglés). Bajo cierta condicionalidad (para más información ver nuestro informe ECB Watch de septiembre), el BCE podría intervenir en los mercados secundarios de deuda pública. El movimiento del BCE vino después de la cumbre del Eurogrupo en junio, en la cual se llegó a acuerdos que reforzaban la unión monetaria: compromisos de supervisión bancaria común y estudio de planes de unión fiscal e incentivos al crecimiento.

El anuncio de Draghi cumple el mandato del BCE de asegurar el funcionamiento de la política monetaria en el área, roto con las elevadas rentabilidades de la deuda pública de los países periféricos y por la posibilidad de una ruptura del euro. Dado que para el banco central esto es “inaceptable”, el BCE se ha comprometido con la compra de cantidades ilimitadas de deuda pública de aquellos países que pidan ayuda financiera a través de los fondos europeos (FEEF y MEDE), bajo una “estricta y efectiva condicionalidad”.

El movimiento del BCE fue más contundente de lo previsto, pero ha de implementarse de modo efectivo. La existencia de un prestamista de última instancia para la deuda pública, bajo condicionalidad fiscal, disipa los temores sobre la irreversibilidad del euro en su actual configuración. Así, las tensiones en los mercados financieros se han aliviado significativamente desde junio (ver Gráfica 5) e incluso no se han agravado a pesar de diversas incertidumbres en torno al cumplimiento de objetivos fiscales o ratings de deuda, por ejemplo.

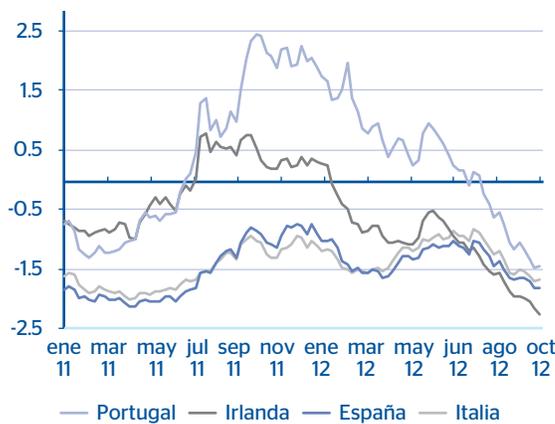
Hay otros factores que han venido a reforzar la unión monetaria en Europa: 1) el fondo permanente que financiará los nuevos rescates en la zona euro (MEDE) ha entrado en vigor, después de que el Tribunal Constitucional de Alemania respaldará la participación de ese país; **2) el proceso establecido para llegar a una unión bancaria en Europa continúa, aunque más lentamente** de lo esperado inicialmente. La implementación de una unión bancaria plena se basa en cuatro pilares: supervisión conjunta, regulación común, un órgano común de resolución bancaria y una garantía de depósitos

conjunta. Dada la magnitud de la tarea se prevé que la plena implementación de todo ello sea un largo proceso. Aun así, los líderes europeos han acordado establecer un calendario en enero de 2013 para llegar a una efectiva supervisión bancaria y se espera que se llegarán a acuerdos sobre distintos detalles adicionales en la reunión del Eurogrupo de diciembre próximo.

En lo que se refiere a **la recapitalización directa de la banca a través del MEDE es importante para eliminar la retroalimentación de riesgos entre deuda pública y bancaria y para acabar con la fragmentación del mercado financiero**. Sin embargo, ambos objetivos se pueden lograr también evitando regulaciones financieras excluyentes, enfocadas sólo en los mercados locales dentro del área del euro.

Gráfica 5

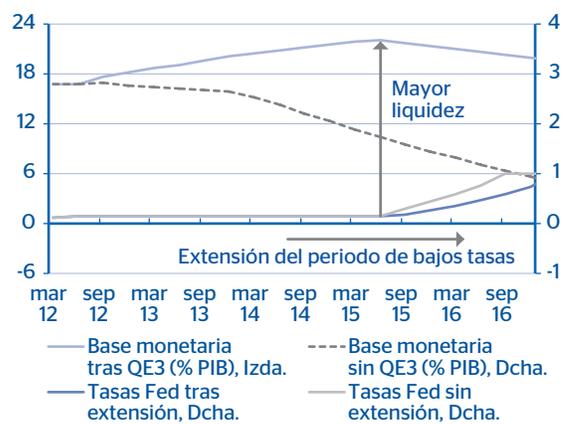
Índice de Tensiones Financieras para países de la zona euro¹



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6

EEUU: expansión cuantitativa y tasas de interés



Fuente: BBVA Research

El área del euro terminará disponiendo de un marco general que refuerce su gobernanza incluyendo una unión bancaria, unión fiscal y un prestamista de última instancia. Se ha progresado en todos estos frentes, quizá no lo suficiente para revertir la dinámica de fragmentación financiera, pero sí con el suficiente compromiso para pensar que lo peor de la crisis puede, por fin, haber pasado. En el corto plazo, el programa del BCE y el apoyo del MEDE bajo condicionalidad fiscal han creado instrumentos para resolver problemas de financiación en países como Italia y España. Al mismo tiempo, la adecuada implementación de los planes de unión bancaria y una definición adicional del diseño de la unión fiscal serán factores clave en la sostenibilidad de la zona euro en el largo plazo.

“... el tiempo que sea necesario...”

La economía de EEUU crece, pero lo hace a tasas históricamente bajas y con un mercado laboral que tiene una tasa de desempleo aún elevada. Ello es resultado del todavía elevado endeudamiento, que ha de irse absorbiendo, pero también de un entorno externo incierto en lo que se refiere a la resolución final de la crisis en Europa y, desde una perspectiva doméstica, de la **falta de acuerdo sobre como reducir el elevado déficit público evitando un ajuste automático de ingresos y gastos que cada día se acerca más (fiscal cliff)**.

¹ El Índice de Tensiones Financieras (ITF) de BBVA Research es un indicador sintético que resume los movimientos de: medidas de riesgo (CDS a 5 años y corporaciones no financieras, y CDS de deuda financiera), volatilidad (existencias, tasas de interés y tipos de cambio) y estrés de liquidez (diferencial entre el tasa interbancara y activos a 3 meses libres de riesgo).

En ese contexto, la Fed no dudó y en su reunión de septiembre acomodó adicionalmente la política monetaria. El banco central de EEUU anunció que tiene intención de mantener las tasas de interés en los mínimos en los que está por lo menos hasta mediados de 2015, un año más de lo que mantenía anteriormente. Para apoyar la mejora de expectativas del mercado laboral, también anunció una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE). Este aumento de la liquidez en el sistema se instrumenta con la compra de activos respaldados por hipotecas (MBS) en vez de deuda pública, en un intento de mejorar las condiciones financieras para los hogares. Además, **la Fed continuará con su política acomodaticia todo el tiempo que sea necesario para asegurar el fortalecimiento de la recuperación y del empleo** (para más información, ver nuestro US Fed Watch).

Con esta política, **la Fed está comprando un seguro frente al impacto en el caso de que se dé un intenso ajuste fiscal automático.** Como escenario más probable, esperamos que se llegue a un acuerdo para evitar que el paquete completo de recortes tenga lugar. Así, esperamos algún tipo de consolidación fiscal que lastre la economía. Con todo, según nuestras estimaciones, la relajación monetaria podría contribuir en solo unas décimas de punto al crecimiento del PIB en 2013, pero desde 2014 en adelante el efecto será más acentuado. Con respecto a la inflación, el impacto se retrasará y será comparativamente menor. La tolerancia de la Fed a una mayor inflación estará en función del crecimiento y la mejora del mercado laboral.

Los efectos potenciales del QE3 no se limitan a la economía estadounidense. Tal y como se observó en anteriores programas, las expansiones de liquidez provocan rápidamente entradas de capital a economías emergentes, reduciendo la prima de riesgo y los costos de financiamiento en estos países, estimulando la disponibilidad de crédito y, con todo ello, sus tasas de crecimiento e inflación. Nuestras estimaciones muestran que el QE3 (más el “efecto Draghi”) podría tener un impacto menor que el del QE1 dado el comportamiento en las economías emergentes de primas de riesgo y entradas de capital. En cualquier caso, todo esto dependerá de la respuesta de las políticas domésticas a la entrada de capitales.

La respuesta de los bancos centrales no basta para devolver la economía mundial a una senda de expansión sostenida

Con las medidas de política económica tomadas, la economía mundial puede haber evitado una desaceleración hasta la menor tasa de crecimiento de los últimos 30 años (salvo en la recesión de 2009), pero el escenario central sigue siendo de crecimiento moderado. Las economías avanzadas han estado perdiendo empuje desde 2011, tal y como cabría esperar de un proceso de desapalancamiento en marcha aún. Más recientemente, las economías emergentes también se han visto afectadas por la debilidad de las desarrolladas a través del canal comercial, frenando las exportaciones y el crecimiento del PIB (ver Gráfica 7).

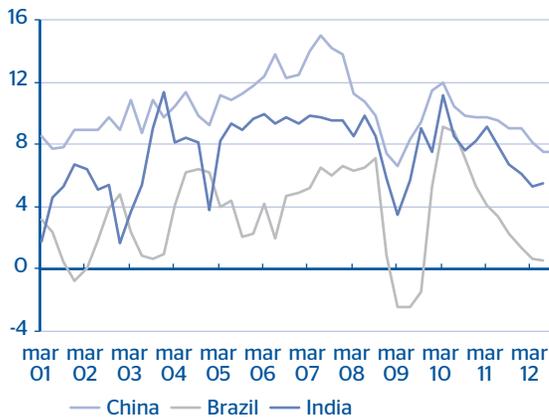
Desde luego este es el caso de las tres mayores economías emergentes: Brasil prácticamente se estancó en la primera mitad del año; el PIB de India creció un 5.3% y 5.5% en tasa anual en el primer y segundo trimestre, respectivamente, el ritmo más lento desde principios de 2009; y en el tercer trimestre del año la economía china se ralentizó a una tasa del 7.4%, el crecimiento más bajo desde 2009, aunque los últimos datos señalan que la actividad se está estabilizando.

No obstante, **las medidas tomadas por los bancos centrales en los EEUU y en la zona euro han aclarado el panorama sobre la eventualidad de un escenario de riesgo.** En nuestro escenario

base, el crecimiento en la zona euro se prevé que ganará empuje hacia 2013. Aunque el PIB de la zona euro decrecerá en 2012 (-0.5%), rebotará en 2013 (+0.3%). En los EEUU, hemos mantenido nuestras previsiones: el crecimiento continuará alrededor del 2% en 2012 y 2013. La principal revisión a la baja en nuestro escenario de octubre corresponde a China (-0.2 pp en 2012 y -0.4 pp en 2013), aunque en ambos años su tasa de crecimiento permanecerá cercana al 8% ya que esperamos políticas de estímulo que compensen parcialmente la desaceleración que está experimentando. Otras economías emergentes compensarán esa menor actividad: las perspectivas de crecimiento para América Latina se revisan al alza en 2013, cuando la región crecerá al 3.7%, desde una tasa de crecimiento del 3% en 2012.

Gráfica 7

Economías emergentes: tasa de crecimiento del PIB (Var. % anual)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 8

Tasa de crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research y Haver

En conjunto, se prevé que la economía mundial continúe una suave recuperación, con crecimientos entre el 3% y el 3.5% del PIB en 2012 y 2013. Este escenario depende de varios **supuestos clave** y, en particular de que en el área del euro se implementen las políticas anunciadas para fortalecer la unión monetaria.

En primer lugar, asumimos que las recientes discusiones sobre la supervisión financiera no afectarán sustancialmente a los acuerdos de junio, por lo que **el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario quedará roto y la transmisión de la política monetaria, que en la zona euro está dirigida principalmente por bancos, se restaurará de nuevo.**

En segundo término, **asumimos que el mecanismo encargado de eliminar el riesgo de convertibilidad será activado**, lo que reduciría las tasas de interés en las economías periféricas. Y ello sin que se puedan descartar bajadas más intensas si el área del euro progresa más rápidamente en su nueva configuración institucional y en la implementación de los compromisos acordados.

En conjunto, **la intervención del MEDE/BCE podría ser suficiente para llevar las rentabilidades de la deuda pública de Italia y España hacia niveles más consistentes con la sostenibilidad de la deuda a mediano plazo** y que, a la vez, compensen el impacto de corto plazo que puedan tener en

el crecimiento algunas de las reformas emprendidas. Esto implica que ambos países conserven su calificación de grado de inversión y cumplan con sus compromisos fiscales (o se les garantice una extensión para ello teniendo en cuenta sus saldos fiscales estructurales). En este asunto debería considerarse el riesgo de una espiral negativa entre ajuste fiscal y crecimiento económico.

Finalmente, en este escenario base se considera que Grecia continuará siendo parte del euro, lo que en contrapartida requerirá apoyos desde Europa mediante un financiamiento adicional y/o un periodo más largo para cumplir con la condicionalidad fiscal exigida. Basados en experiencias pasadas, siendo cierto que existen riesgos de implementación, también lo es que **las instituciones europeas tienden a encontrar soluciones a los problemas justo cuando el tiempo para ello se está acabando.**

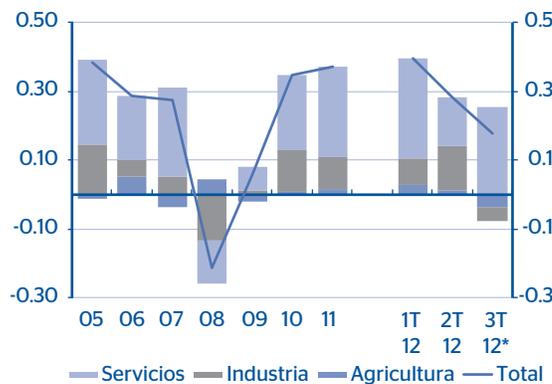
3 México mantiene su perspectiva de crecimiento para este y el próximo año apoyándose en el empleo y el financiamiento

3.1 México, buen crecimiento aunque con perfil de moderación

Durante el tercer trimestre del año, la actividad económica continuó aumentando aunque a un ritmo algo menor al observado en los dos primeros trimestres del año. Los datos disponibles para este tercer trimestre, tanto los relacionados con impulsos externos como internos apuntan a que las señales de moderación se han acentuado pasada la primera mitad del año.

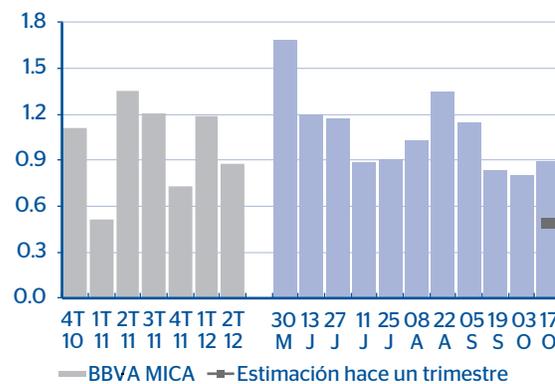
Recordar que luego del crecimiento anual de 2011 de 3.9% en términos reales, las variaciones de los trimestres primero y segundo de este año fueron de 4.6% y 4.1% a/a, respectivamente. Por sectores de la producción, la dinámica entre los sectores de industria y servicios fue similar y positiva. Para el tercer trimestre, y con datos del Indicador Global de Actividad Económica conocidos hasta el mes de agosto, destaca la contracción en actividades secundarias, que ha implicado una disminución en la contribución al crecimiento agregado de la economía proveniente del sector industrial. Así, la variación mensual en la industria ha pasado de 0.4% en el segundo trimestre, a (-)0.1% en el tercero, con lo que cuando se confirmen los datos de crecimiento de PIB por el lado de la producción, el próximo 16 de noviembre, se podría confirmar la menor contribución de la industria al crecimiento desde el primer trimestre de 2009. Con todo, la estimación que involucra todas las variables disponibles de la actividad, apunta que el PIB se habría expandido entre 0.5 y 0.9% en el tercer trimestre.

Gráfica 9
Actividad: contribución al crecimiento (m/m % promedio)



* Datos disponibles hasta agosto.
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 10
Indicador BBVA-Research MICA en tiempo real sobre la actividad en el 3T12



MICA se refiere al modelo en tiempo real para el pronóstico de PIB de BBVA Research
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

... que proviene principalmente de la demanda externa

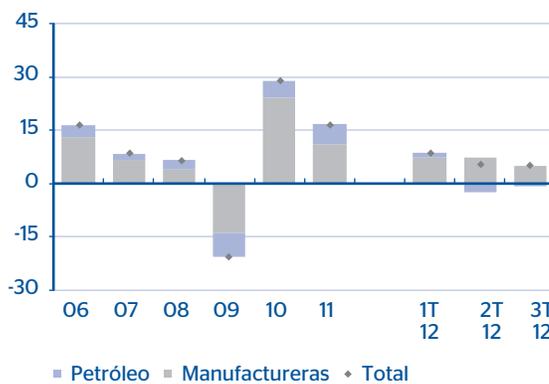
Entre los impulsos externos, la moderación ha sido evidente tanto en las exportaciones de manufacturas como petroleras así como en el ingreso al país de remesas. Las exportaciones totales de bienes crecieron 4.2% en el tercer trimestre, por debajo de las expansiones de 8.6 y 5.2% anual de los trimestres primero y segundo. La principal fuente de moderación fueron las exportaciones de manufacturas, que representan algo más del 80% de las exportaciones de bienes y cuya variación anual en el 3T12 se ubicó en 4.9% (7.5% en el 2T12). Al segundo trimestre del año México continuó ganando cuota en el mercado estadounidense, con el 12.6% de las importaciones de manufacturas en aquel país, que se compara favorablemente frente al 12% que representó la cuota mexicana, en promedio en 2011 y de hecho representa la máxima cuota alcanzada por México en la historia.

El avance en la cuota exportadora se atribuye al incremento en exportación de bienes durables, que en el 2T12 tuvieron un avance de 3.5%, donde destaca la exportación de bienes como equipo de transporte (25% del total), computadoras y equipo electrónico (19%), petróleo y gas (13.5%) y equipo eléctrico (7.3%). Recordar que los bienes durables representan para México el 87% de las exportaciones.

En este periodo, por segundo trimestre consecutivo, se observó una contracción en términos anuales en la exportación petrolera, aunque menor que el trimestre previo: variación de (-)13.8% a/a el 2T12, (-)4.4% en el 3T12. En los dos últimos trimestres, tanto el precio promedio como el volumen exportado de petróleo crudo han sido menores que un año atrás, destaca particularmente el menor volumen exportado: desde un promedio de 1,360 barriles diarios en 2010, hasta 1,235 barriles en promedio en el 3T12. El precio de la mezcla mexicana tampoco ha contribuido a aumentar el valor de las exportaciones, en términos de dólares por barril, este ha sido en promedio 3.2 dólares menor en el tercer trimestre que en 2011. Así, las exportaciones totales de bienes ascendieron a 30.6 mmdd mientras que las importaciones llegaron a 30.2 mmdd, con lo que saldo en la balanza comercial en septiembre fue superavitario por 0.4 mmdd: superávit de 1.6 mmdd en la balanza petrolera y (-)1.1 en la no petrolera.

Gráfica 11

Exportaciones (Var % a/a y contribuciones al crecimiento)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 12

Valor de las exportaciones petroleras (Var % a/a y contribución al crecimiento)

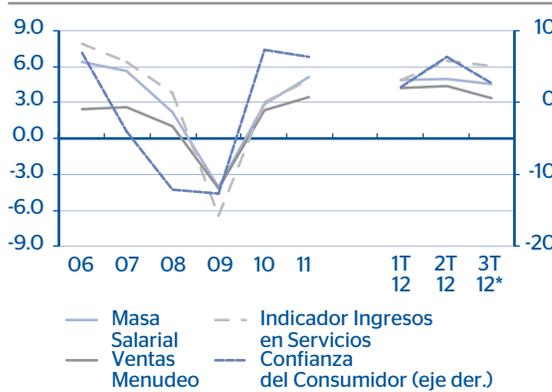


Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Otra fuente de recursos provenientes del exterior son las remesas, con información hasta agosto éstas tuvieron una de las más importantes contracciones (la mayor desde febrero de 2010). Y es que luego de expandirse en 2011 en el orden de 7.2% a/a, en la caída anual promedio ha sido de (-)7.2% en el bimestre julio-agosto. Dos factores inciden en este comportamiento: por un lado la menor ocupación de trabajadores mexicanos en el mercado laboral estadounidense, que entre julio y agosto de este

Gráfica 17

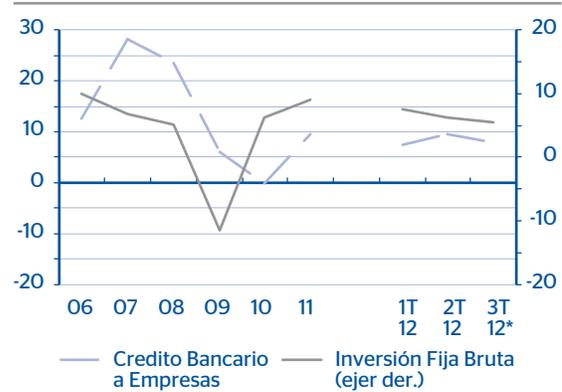
Masa Salarial, confianza del consumidor y ventas al menudeo (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI e IMSS

Gráfica 18

Inversión Fija Bruta y Crédito Bancario a Empresas (Var% a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Banxico

La buena marcha en el crecimiento del empleo formal es el principal elemento detrás del incremento anual de la masa salarial. En contraste, el salario en términos reales fue, en promedio (-)0.2%, menor que hace un año en este tercer trimestre, con lo que su contribución a la masa salarial fue negativa. Lo mismo pero en mayor magnitud ocurrió en el ingreso promedio del total de los ocupados, que fue en promedio 1% menor que hace un año (cifras hasta el 2T12). Así, en torno al ingreso de los ocupados, destaca que en contraste con la creación de empleo, este ha permanecido en niveles bajos: de los 48.4 millones de ocupados en el 2T12, el 67% percibían desde cero hasta 3 salarios mínimos, mientras que 82% percibían de cero a 5 salarios mínimos.

En lo que va del año, la confianza del consumidor ha continuado creciendo respecto al año previo, lo que se ve reflejado a su vez en la buena dinámica del consumo privado, que se ha expandido a ritmo de 6% trimestral, en promedio (en torno a 4% anual) en los primeros dos trimestres. Indicadores más oportunos de la demanda doméstica y en particular del consumo privado correspondientes al tercer trimestre (hasta agosto) apuntan a que ésta habrá continuado creciendo, aunque a menor ritmo que en los primeros trimestres. Por el lado de la inversión, la de origen privado ha destacado en crecimientos trimestrales, mientras que la inversión pública cayó en el primer semestre del año. Destaca que tanto para el consumo como para la inversión, las condiciones financieras estables y el flujo de crédito han contribuido a continuar con el crecimiento de estos componentes.

Hacia adelante, y en línea con lo el escenario base, destacamos el buen crecimiento de la economía dentro del perfil de moderación global, al igual que el trimestre previo, mantenemos el pronóstico de crecimiento en el orden de 3.7% para 2012 y 3.0% para 2013, esto de cara a los riesgos aun latentes provenientes del exterior, y que principalmente se relacionan con la posibilidad de una moderación más pronunciada en el crecimiento estadounidense.

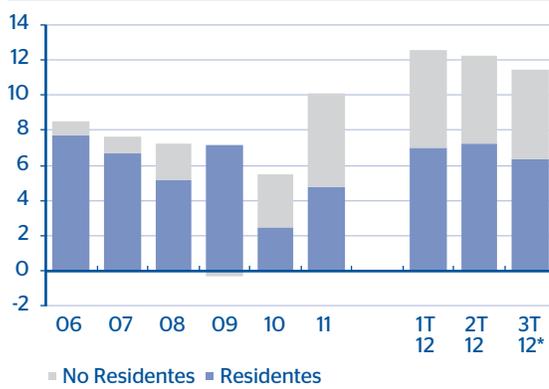
Por el lado de las fuentes de financiamiento de la economía, con información hasta agosto de 2012, los recursos para financiar la economía continuaron aumentando, en particular el ahorro financiero amplio (definido como M4 menos billetes y monedas incluyendo al sector público) aumentó en términos reales en el 3T en torno a 11.5% anual, aunque algo inferior a los dos trimestres previos (12.4% en promedio, en el primer semestre), con lo que la tendencia de moderación también prevaleció en este agregado. Del aumento en el ahorro financiero amplio, en el bimestre julio-agosto, 6.4 puntos han sido vía residentes, (contribuyendo fundamentalmente el ahorro voluntario) y 5.1 vía la de no residentes (principalmente por valores gubernamentales).

Por su parte, en el primer semestre y particularmente en el segundo semestre del año, la acumulación de reservas internacionales continuó aumentando su flujo, al representar en torno a 3% del PIB, mientras que el sector público incluyendo estados y municipios tuvo un flujo anual de recursos del orden de 2% del PIB y el sector privado en torno a 1.5%. Cabe señalar que el saldo de recursos usados por el sector público ha ido en aumento desde 2007, hasta llegar a cerca de 37% del total en el 2T12, por arriba del uso de recursos por parte del sector privado equivalentes a 33% del PIB. Dentro del sector privado destaca el uso de recursos por parte de empresas, con tendencia al alza que se acentuó a partir del inicio de la recuperación económica en 2009. Por su parte, los recursos a los hogares se ha incrementado vía fundamentalmente recursos a vivienda.

Así, el flujo de recursos financieros de la economía, tanto internos como externos continuará impulsando el crecimiento, si bien no descartamos alguna ligera moderación de cara con el crecimiento algo más lento hacia el segundo semestre del año.

Gráfica 19

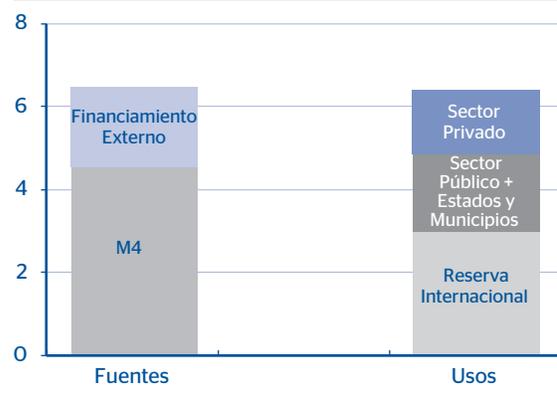
Masa Salarial, confianza del consumidor y ventas al menudeo (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI e IMSS

Gráfica 20

Flujo de fuentes y usos de recursos de la economía (% del PIB 2T12)

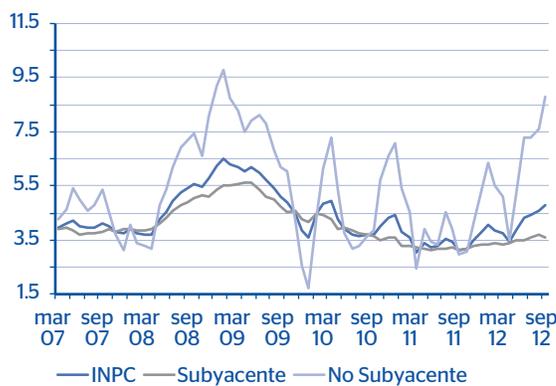


Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

3.2 La inflación regresará por debajo de 4.0% a medida que la persistencia de los choques de oferta disminuya

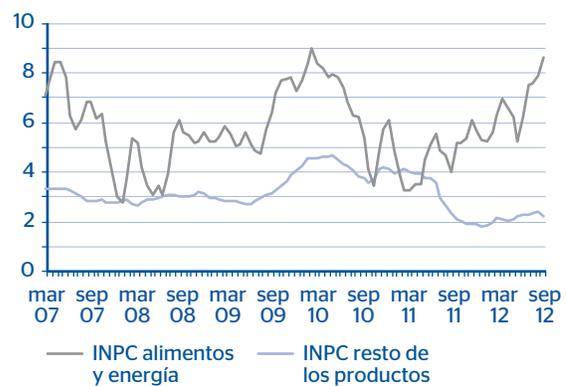
Al alcanzar una tasa anual de 4.8% a/a en septiembre la inflación cumplió su cuarto mes por encima de 4.0%. Su promedio trimestral se ubicó en 4.6% a/a, nivel por encima del límite superior del rango de variabilidad del objetivo de 3.0% establecido por Banxico. Sin embargo, este desempeño en realidad no se debe a aumentos generalizados de precios. Más bien, se debe a los continuos choques que se han experimentado en algunos grupos de productos, los cuales han provocado la elevada inflación de los últimos meses. Como muestra tenemos que la inflación subyacente experimentó sólo un ligero repunte en el trimestre al pasar de 3.5% a 3.6%, repunte que se debe exclusivamente al incremento experimentado por el subíndice de mercancías. Otro elemento que permite observar que el repunte de la inflación no se debe a alzas generalizadas se obtiene al construir un subíndice de alimentos y energía y otro del resto de los productos. El primero al estar muy expuesto a perturbaciones por el lado de la oferta tanto local como internacional, alcanzó en septiembre una inflación de 8.6% a/a, mientras que la inflación del resto de los productos fue de apenas 2.2% a/a. El subíndice de alimentos y energía contiene el 40% del peso de la canasta del INPC mientras que el del resto de los productos agrupa al 60% restante.

Gráfica 21
Inflación y componentes
(Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 22
INPC alimentos y energía y del resto de los
productos (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

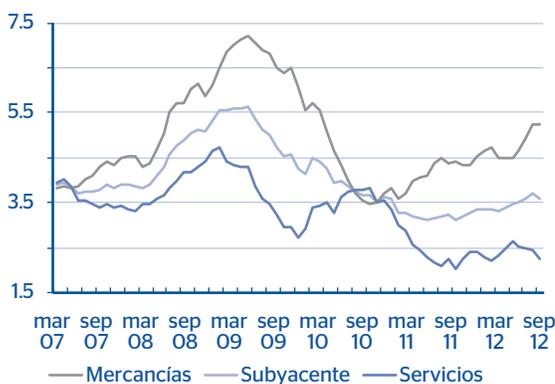
El desempeño reciente de la inflación ha sido muy divergente entre sus distintos componentes. Incluso, dentro de los subcomponentes de la inflación subyacente se observan importantes diferencias, como ha ocurrido desde el último trimestre de 2010. Por una parte, la inflación de las mercancías ha aumentado hasta ubicarse en 5.2% a/a en septiembre, mientras que la de los servicios se ubicó por vigésimo mes consecutivo por debajo de 3.0% al ubicarse en 2.3% a/a en el mismo mes.

Los precios de las mercancías se vieron afectados en el tercer trimestre por un nuevo repunte de los precios de los alimentos procesados y por la continua aceleración de la inflación del resto de las mercancías que inició desde octubre de 2011. Después de haber observado una reducción de su

inflación en el cuarto trimestre del 2011, los precios de los alimentos procesados experimentaron un nuevo repunte en el tercer trimestre de 2012 al aumentar hasta 6.8% a/a desde el 6.4% que habían registrado en el segundo trimestre. Este comportamiento se debe a un nuevo incremento en los precios de los granos a nivel mundial que se dio en el mes de junio, lo que ha generado nuevas presiones sobre estos precios. Si bien este repunte parece no tener la fuerza del incremento experimentado en 2011, sí ha constituido un factor de rigidez a la baja para la inflación. Los precios del resto de las mercancías (componente que excluye alimentos) han tenido un proceso de ajuste al alza tras haber alcanzado en octubre una inflación de 1.93% a/a, la menor desde junio de 2006, hasta un promedio de 3.8% a/a en el 3T12. Este comportamiento ha respondido a dos factores primordialmente, en primer lugar la continua aunque débil recuperación que el consumo ha experimentado desde 2010, y en segundo lugar la depreciación que el peso ha experimentado desde septiembre de 2011 que en promedio ha sido de 8.5% a/a.

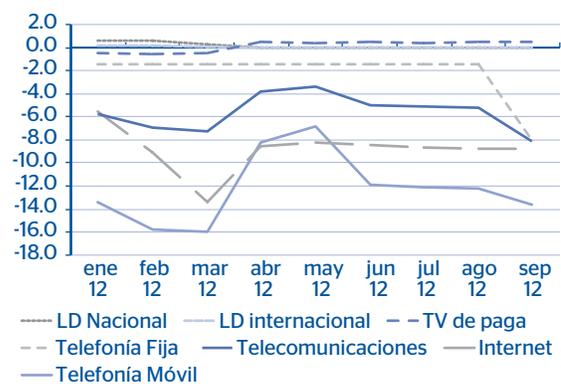
Por su parte los precios de los servicios se han ubicado por debajo de 3.0% a/a desde febrero de 2011 e incluso en el tercer trimestre de 2012 experimentaron una leve desaceleración de su inflación al reducirse a 2.4 % desde el 2.6% a/a del segundo trimestre. A su interior los precios de la vivienda y la educación mantienen una inflación muy estable en torno a su promedio del año de 1.9% y 4.4% a/a respectivamente, mientras que la inflación del resto de los servicios experimentó una fuerte desaceleración al pasar de 2.7% a/a en el 2T12 a 2.3% en el 3T12. El comportamiento del resto de los servicios se explica en parte por el buen desempeño del sector de las telecomunicaciones en el que la mayor competencia ha servido para que sus precios bajen, lo que ha provocado que en conjunto se hayan reducido 5.6% a/a en promedio durante 2012, lo que representa una incidencia sobre la inflación general de -0.2% en promedio en el año. Los precios de los servicios continúan respondiendo a la holgura prevaleciente de la economía pues si bien el consumo se ha recuperado, el desempleo continúa por arriba de su nivel previo a la crisis y el crecimiento de los salarios reales ha sido modesto, sin embargo la contribución de la mayor competencia en algunos sectores para mantener esta inflación baja no es despreciable.

Gráfica 23
Inflación subyacente y sus componentes (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 24
Inflación de las telecomunicaciones y sus componentes (Var. % a/a)



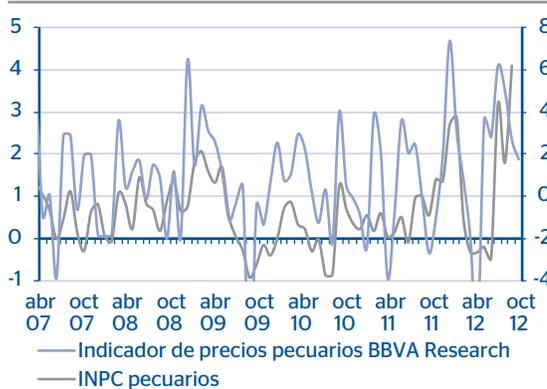
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

En contraste, la inflación no subyacente experimentó una muy fuerte aceleración durante el 3T12 al pasar de 5.3% a/a en el trimestre previo hasta 7.9%, comportamiento provocado por un incremento de los precios agrícolas y pecuarios y en menor medida por un aumento de la inflación de los energéticos. Los precios agrícolas han tenido un desempeño negativo durante los últimos cinco meses, el cual ha provocado que se eleve su inflación anual hasta 13.4% en el mes de septiembre, parte de este aumento se debe a ligeros desfases estacionales entre los meses de siembra y cosecha, sin embargo en general parece que las condiciones productivas que han privado en el campo durante el año son menos benignas que las del año previo. Por su parte los productos pecuarios promedian una inflación de 12.7% en el año, y tras alcanzar su mínimo anual en junio, experimentaron una nueva aceleración en sus precios desde el mes de julio, la cual ha elevado su inflación anual hasta 17.7% en septiembre. Este nuevo aumento se debe primordialmente la fuerte alza experimentada por el precio del huevo, tras descubrirse un brote de influenza aviar en el occidente del país en el mes de junio, sin embargo el nuevo repunte que experimentaron los precios de los granos en el mundo en los últimos meses ha contribuido a presionar también los precios de los productores de carne de res y cerdo.

Los precios de los energéticos también se aceleraron durante el 3T12, al pasar de 7.7% a/a en el segundo trimestre a 8.0% a/a. Esta aceleración se debió principalmente a aumentos de la inflación de la electricidad y el gas licuado del petróleo, en consistencia con el repunte que los precios del crudo han experimentado este año y el deslizamiento de los precios de la gasolina. Por su parte el gas natural continuó reduciendo sus precios en el tercer trimestre del año, con lo que contribuyó a contener parcialmente la inflación de la energía.

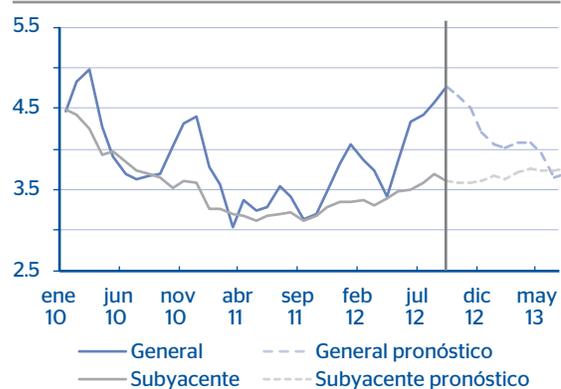
Finalmente los precios de las tarifas fijadas por los gobiernos locales volvieron a reducir su inflación al pasar de 0.4% a/a en el segundo trimestre de 2012 a 0.1% a/a en el tercero, esto se debe a un contexto de ausencia de presiones en las finanzas públicas de los gobiernos sub-nacionales apoyadas por un precio del petróleo que en promedio ha estado por encima del presupuestado (85 dpb aprobado vs. 103.2 observado). El buen desempeño de este subcomponente también ha ayudado a contener el alza de la inflación en el año.

Gráfica 25
Indicador de precios pecuarios BBVA Research e INPC pecuarios (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y SNIIM

Gráfica 26
Escenario de Inflación BBVA Research (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research

El escenario de inflación de BBVA Research para el resto del año contempla que ésta inicie un proceso de convergencia hacia el rango de variabilidad de Banxico desde el 4T12, y que alcanzará una tasa anual de 4.2% en diciembre de este año. Sin embargo dada la intensidad de los choques que la han llevado por encima de dicho rango, se estima que la inflación descenderá claramente por debajo de 4.0% hasta el segundo trimestre del año, para continuar bajando hasta alcanzar una tasa de 3.6% al cierre de 2013. En cuanto a la inflación subyacente estimamos que ésta se mantendrá contenida y que oscilará entre 3.6% y 3.8% en los siguientes tres trimestres para finalmente bajar durante el 4T13 hasta cerrar el año muy próxima a 3.5%. Este escenario descansa primordialmente en el paulatino desvanecimiento de los choques de oferta que han afectado a la inflación, en un contexto en el que la actividad económica no se expande con la suficiente fuerza para generar presiones de demanda, en precios de las materias primas que si bien no descienden de manera intensa en 2013 al menos se mantienen muy estables y en un tipo de cambio que se aprecia ligeramente. Entre los riesgos al alza sobre la inflación destacan un posible repunte adicional de los precios de las materias primas en el mundo, una depreciación del peso en periodos de aversión al riesgo global, y la posibilidad que se dé un fuerte aumento de las tarifas fijadas por los gobiernos locales que busquen ingresos adicionales al inicio de sus administraciones. Como riesgo a la baja se encuentra la posibilidad de un nuevo periodo recesivo en el mundo que afecte el crecimiento del país e incremente la holgura de la economía.

Recuadro 1: Determinantes de la diferencia entre la inflación de México y EEUU

El ciclo económico mexicano se encuentra estrechamente ligado al de los Estados Unidos. Sin embargo, esta liga no es tan evidente al comparar el desempeño de los precios al consumidor entre los dos países, por lo que es relevante evaluar cuales son los principales factores que determinan el diferencial de inflación entre estos países.

En los últimos años la inflación en EEUU se ha mantenido baja, 1.6% en promedio desde 2009, y próxima al 2.0% que el mercado considera como objetivo de la Reserva Federal, con excepción del periodo entre abril y diciembre de 2011, cuando se elevó por encima de 3.0% a causa de un fuerte repunte de los precios del petróleo y los granos. Mientras que en México en el mismo periodo la inflación ha sido en promedio de 4.3% a/a, ubicándose por encima de 4.0% en 48% de los meses debido a los constantes choques de oferta y cambiarios experimentados en el periodo. Pese a lo anterior, la inflación en México fluctuó dentro del rango de variabilidad del Banco de México todo el año 2011 e incluso fue muy cercana al nivel medio del objetivo de 3.0%.

El diferencial de inflación entre dos países no es exactamente comparable debido a las diferencias en los hábitos de consumo entre la población de cada país, lo que provoca que el consumo de diversos productos se haga con diferente intensidad y que el gasto que se destina a cada rubro sea distinto. Por lo anterior, con el fin de evitar la distorsión generada por las diferentes canastas de consumo entre los países, y de manera que el diferencial de

inflación entre México y EEUU refleje de mejor manera las diferencias en las trayectorias de los precios, se construye un INPC de México utilizando las ponderaciones de gasto que se utilizan en Estados Unidos. Este diferencial se ha ido reduciendo de manera muy relevante desde finales de los años 90, pero también, sólo en breves periodos el diferencial se ha aproximado a cero, mostrando en general una alta volatilidad.

Para explicar los determinantes de este diferencial en los precios se estima un modelo que utiliza como variables explicativas la variación porcentual anual del tipo de cambio, el diferencial entre las brechas de la producción industrial entre ambos países para controlar por diferencias en el ciclo, y el cambio anual del precio internacional del maíz. Como se puede apreciar en la gráfica más abajo, estas variables en general explican el diferencial de la inflación entre México y EEUU. El tipo de cambio usualmente es la variable que explica una mayor proporción de este diferencial. Es posible que esto ocurra debido a la alto grado de apretura de la economía mexicana y a que la profundidad de este mercado permite que sea una de las variables que primero se ajuste a cambios en el entorno económico, encareciendo por ejemplo las importaciones en una devaluación resultado de mayor aversión al riesgo global. Así mismo, el diferencial entre las brechas de la producción industrial también explica parte de la diferencia entre la trayectoria de los precios, pues el ciclo en México es en general más volátil, por lo que las presiones

Gráfica 27

Comportamiento de las variables explicativas del diferencial de inflación México-EEUU (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg, y Haver. Se refiere a la diferencia de inflación en base a los ponderadores estadounidenses.

Gráfica 28

Descomposición del diferencial de inflación entre México y EEUU (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research

que este genera a los precios suelen ser más marcadas. Finalmente, el precio del maíz genera un importante grado de vulnerabilidad sobre el diferencial de inflación, en particular cambios en la oferta mundial de este insumo (y de algunos otros granos) podrían tener un efecto más directo sobre los precios en México debido a que EEUU es uno de los productores agrícolas más importantes del mundo.

No obstante, existen otros factores que pueden afectar el diferencial de inflación que es complejo capturar mediante un modelo. Por ejemplo, al inicio del año 2010 en México se elevó de 15% a 16% la tasa del impuesto al valor agregado (IVA). Este aumento, pese a ser un efecto moderado sobre la tasa impositiva, implicó un desplazamiento hacia arriba del diferencial, provocando un aumento en su nivel

a lo largo de ese año. Sin embargo, tras ese periodo, las variables incluidas en el modelo explican correctamente el comportamiento de dicho diferencial.

En conclusión, el diferencial de la inflación entre México y los EEUU se explica primordialmente por diferencias estructurales entre las economías, entre las que destacan aquellas ligadas a la estructura productiva de cada país. Si bien este diferencial no se ha logrado cerrar completamente, es importante destacar que la estabilidad de precios en el país, así como la política de tipo de cambio flexible que se adoptó desde los años 90 han contribuido a mantener la competitividad internacional del sector productivo, fortaleciendo la economía mexicana.

3.3 Pausa monetaria en un entorno de inflación por encima del 4.0%

En un entorno en el que la inflación se encuentra por encima del objetivo y los riesgos a la baja sobre el crecimiento mundial se mantienen, la tasa de política monetaria cumple su tercer año sin cambio. Desde junio pasado diversos choques de oferta en materia de precios agropecuarios y energéticos han llevado a la inflación por encima del 4.7%. Si bien este nivel supera el límite superior del intervalo de variabilidad del objetivo de inflación, la naturaleza transitoria y no subyacente del choque han constituido elementos de soporte a la decisión de mantener la pausa monetaria. Adicionalmente, al momento no hay evidencia de que estos incrementos hayan generado efectos de segunda ronda como se puede apreciar en el nivel de la inflación subyacente, de alrededor de 3.6%, y de la inflación del subíndice de servicios, apenas por encima de 2.0%. Por otro lado, las expectativas de inflación de mediano plazo, una variable relevante en el esquema de objetivos de inflación, permanecen ancladas alrededor del 3.5%, señal de que los analistas coinciden al momento con el carácter transitorio del choque. Cabe señalar que al introducir en estimaciones de funciones de reacción del banco central medidas de inflación que permiten separar los choques de oferta de las presiones de demanda como son la inflación subyacente y la inflación sin alimentos y energía, se obtiene como resultado una pausa monetaria prolongada (véase recuadro “Determinantes no tradicionales de la tasa de política monetaria”).

En materia de actividad, se mantiene el crecimiento con ciertas señales de moderación, mientras que continúan los riesgos sobre la economía mundial. El crecimiento de la actividad doméstica continúa basado en el consumo y la inversión privados que en el segundo trimestre crecieron a tasas anuales de 3.6 y 6.4%, respectivamente. El crecimiento del empleo y el crédito siguen siendo elementos de apoyo a este crecimiento. No obstante, los datos más recientes de exportaciones manufactureras y producción automotriz dan signos de moderación de la demanda externa, mientras que se mantiene la holgura en los mercados de la economía. En el plano de la economía mundial, a pesar que se ha reducido la aversión global al riesgo luego que el Banco Central Europeo implementara medidas adicionales para proveer liquidez, aun persisten dudas en torno a la implementación del resto de medidas para dar solución a la crisis de deuda en Europa y sobre el deterioro de la situación económica en diversos países de la zona euro. Adicionalmente, se mantiene el riesgo de que el Congreso de EEUU no logre aplazar las medidas de recorte al gasto e incremento en los impuestos programados para las primeras horas de 2013 (en inglés llamado *fiscal cliff*). Todos estos riesgos sobre la actividad representan otro factor para mantener la previsión de una pausa monetaria.

En este entorno de inflación por encima del 4.0% el banco central adoptó un tono más restrictivo en su último comunicado. Este endurecimiento del tono se refleja en su señalamiento de que en caso de que persistan los choques de oferta y la inflación, tanto general como subyacente, no confirmen su trayectoria descendente, sería procedente un ajuste al alza en la tasa de política monetaria. Cabe señalar que si bien estos argumentos denotan un endurecimiento del tono, Banxico enfatizó que el balance de riesgos para el crecimiento tanto doméstico como global se deterioró adicionalmente ante la mayor intensidad de los riesgos a la baja para el crecimiento mundial. En este entorno de mayores riesgos inflacionarios al alza en el corto plazo, pero menores en el mediano plazo, resulta relevante recordar que en la minuta de la reunión de política monetaria de septiembre se observa que al interior de la Junta de Gobierno hay discusión respecto a si hay elementos que sugieren un contagio de los choques de oferta a la inflación subyacente. Adicionalmente se mantiene el debate acerca de los costos y beneficios de que la política monetaria actúe como consecuencia de choques de oferta. Como elemento adicional resulta relevante mencionar que de acuerdo con las estimaciones de BBVA Research el relajamiento en la postura monetaria de la FED afecta a la baja el

nivel de la tasa de fondeo en México (ver documento "Banxico, the Fed and the Market" publicado el 25 de septiembre de 2012 por BBVA Research).

Actualmente el escenario de BBVA Research mantiene un crecimiento del PIB de 3.0% para 2013 y una inflación que se mantendrá por encima de 4.0% al menos hasta el primer trimestre del próximo año para después reducirse hacia niveles de alrededor de 3.5% hacia finales de año. En este escenario de crecimiento que no supone presiones de demanda sobre los precios, de choques de oferta que se disipan y de elevada liquidez a nivel global, mantenemos perspectiva de que la pausa monetaria se mantendrá durante 2013. No obstante, las posibilidades de un alza en la tasa de referencia se incrementan significativamente en caso de que la inflación retome su tendencia al alza.

Gráfica 29

Inflación subyacente e inflación del subíndice de servicios.



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 30

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



Fuente: Encuesta de expectativas de analistas de mercados financieros

Recuadro 2: Determinantes no tradicionales de la tasa de política monetaria

La combinación actual de una inflación por encima de 4.0% desde hace cuatro meses con una perspectiva de crecimiento económico para este año de cerca de 4.0% podría sugerir que hay condiciones para adoptar una postura monetaria más restrictiva. De hecho, un análisis de la tasa de política monetaria a partir de funciones de reacción con base en los determinantes tradicionales (brecha de inflación y brecha de producto) generaría señales de restricción de la postura monetaria, las cuales, al momento, no están claras en la comunicación del banco central. Esto sugiere la posibilidad de un cambio en el proceso mediante el cual el banco central determina la tasa monetaria. En particular, surgen las siguientes interrogantes: ¿hay variables adicionales a las tradicionales que el banco central tome en cuenta en el proceso de determinación de la tasa de política monetaria?, ¿el proceso de determinación de la tasa ha cambiado a lo largo del tiempo resultado de un cambio en las condiciones económicas locales o globales?

Con la finalidad de responder a estas preguntas y a partir de la comunicación reciente del banco central se incluyen variables no tradicionales en un análisis de funciones de reacción. Estas funciones, también llamadas reglas de política monetaria tienen la siguiente forma:

$$i_t = (1-\rho)(\alpha) + (1-\rho)\beta(E[\pi_{t+n} - \pi_{t-n}^*]) + (1-\rho)\gamma(E[y_{t+k} - y_{t+k}^*]) + \rho(i_{t-1}) + v_t$$

donde i_t es la tasa de política monetaria, α representa la tasa de interés nominal de equilibrio de largo plazo, π_t indica la inflación, π_t^* el objetivo de inflación, y_t la tasa de crecimiento anual del PIB, y_t^* el producto potencial de la economía mexicana. $E[\]$ denota el operador valor esperado, ρ mide la gradualidad con que se ajustan las tasas de interés, y v_t captura el error estocástico. El subíndice t señala el periodo de tiempo, mientras que k y n indican el número de periodos hacia delante de la brecha de producto y la brecha de inflación, respectivamente.

Uno de los argumentos para mantener sin cambios la tasa de fondeo en el actual entorno de inflación, es que, al momento, no se han visto efectos adversos sobre la formación de expectativas de mediano plazo. Al incorporar a la función de reacción la brecha de inflación con base en

las expectativas entre 6 y 12 meses adelante en sustitución de la inflación contemporánea (política monetaria *forward looking*) se obtienen resultados estadísticamente significativos. Esto es, los resultados confirman que las expectativas de inflación son de gran relevancia en la determinación de la tasa monetaria.

Por otro lado, en la minuta de la última reunión la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno del banco central señalaron que la naturaleza de los choques inflacionarios es relevante para la determinación de la tasa monetaria. Esto basado en el hecho de que la política monetaria no es eficaz para contener presiones inflacionarias generadas por el lado de la oferta. De tal forma que en la regla monetaria se incluye una brecha de inflación basada sólo en el componente subyacente de la inflación, resultando significativa. Como una medida alternativa de presiones de demanda sobre los precios se incluyó la brecha de inflación basada en un índice de precios que excluye alimentos y energía, siendo esta variable comparable con la definición de inflación subyacente de los EEUU. Esta brecha también resultó estadísticamente significativa y ganó peso a partir de 2008. Estos resultados sugieren que aun cuando el objetivo de inflación está en términos de la inflación general y ante las condiciones cambiantes de la economía, es de esperar que un banco central no base sus decisiones de política monetaria solamente en una variable de inflación, sino en una combinación de varias de ellas con pesos que pueden cambiar a través del tiempo; y que ponga énfasis en aquellas variables que capturen las presiones de demanda, particularmente a medida que la inflación se encuentra alrededor del rango objetivo.

Por último, dado el reciente anuncio de la FED (Reserva Federal de EEUU) para incrementar las medidas de apoyo monetario resulta relevante conocer en qué medida influyen estas decisiones en la postura de Banxico, sobre todo luego de que el instituto central ha señalado en sus comunicados que un endurecimiento innecesario de las condiciones monetarias relativas podría hacer aconsejable una postura más relajada. Con este fin se trata de capturar la postura monetaria más laxa de la FED mediante distintas variables como son el crecimiento porcentual anual del agregado

monetario más amplio (M1), la variación porcentual anual de los activos de su balance, y la tasa real de política monetaria. Los resultados muestran que cada una de estas variables es relevante, por lo que se puede concluir que una política monetaria más laxa en EEUU está asociada con un efecto a la baja sobre la tasa monetaria en México.

En resumen, el análisis estadístico de reglas monetarias permite concluir que el proceso de determinación de la

tasa monetaria considera de forma complementaria a los componentes tradicionales de brecha de inflación y de producto las siguientes variables: i) las expectativas de inflación; ii) en el periodo reciente, medidas de inflación que permiten separar los choques de oferta de las presiones de demanda sobre los precios; y iii) la postura monetaria de la FED.

Gráfica 31

Inflaciones truncadas: subyacente e inflación sin considerar alimentos ni energía (var % a/a)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 32

Expectativas de inflación (%)



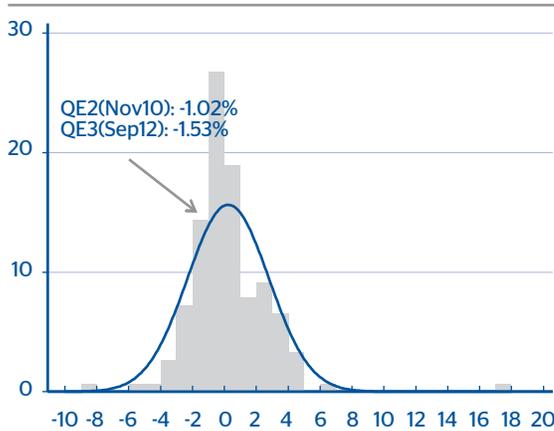
Fuente: BBVA Research con datos de Infosel

El tipo de cambio y las tasas de interés de mediano y largo plazo se mantendrán acotadas en los próximos meses en un entorno de alta liquidez global y crecimiento moderado

En meses recientes, la economía de EEUU ha mostrado signos de debilidad tanto en actividad como en empleo. Como resultado el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal en su anuncio de política monetaria de septiembre redujo su perspectiva de crecimiento para 2012 de entre 1.9 y 2.4% a entre 1.7 y 2.0%; implementó un nuevo programa de relajamiento monetario (QE3) mediante la compra sin límites preestablecidos de valores respaldados por hipotecas (MBS); y anticipó que el nivel históricamente bajo de la tasa de fondos federales está posiblemente garantizado al menos hasta la mitad de 2015. El objetivo de estos nuevos estímulos es mejorar las condiciones de financiamiento hipotecario, impulsar dicho sector, apoyar el consumo y finalmente mejorar las condiciones del mercado laboral estadounidense. Cabe señalar que, de acuerdo con la FED, el nivel extraordinariamente bajo de las tasas de interés por un periodo prolongado no implica que las expectativas de crecimiento se estén deteriorando.

Los programas de relajamiento monetario en EEUU han contribuido a un aumento de la liquidez global que se ha visto reflejada en la entrada de flujos y apreciación de las monedas en mercados emergentes. Por ejemplo, en el mes posterior a los anuncios de relajamiento monetario anunciados en noviembre de 2010 y septiembre de 2012, el peso mexicano en relación al dólar se apreció en 1.0% y 1.5%, respectivamente. El programa de relajamiento monetario anunciado en septiembre de 2010 concluyó en junio de 2011, periodo en el cual el peso mexicano se apreció 4.7%. No obstante, dicha apreciación estuvo influida en gran medida por las sorpresas positivas en actividad económica de EEUU y la mejora en las perspectivas de crecimiento de este país en la primera mitad de 2011. En contraste, en esta ocasión los riesgos asociados a la crisis financiera en Europa y el débil crecimiento de EEUU reducen las probabilidades de una apreciación similar.

Gráfica 33
Promedio de las variaciones mensuales del peso-dólar (Var. % m/m)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 34
Índice de sorpresas de actividad en EEUU y peso-dólar (índice y pesos por dólar)

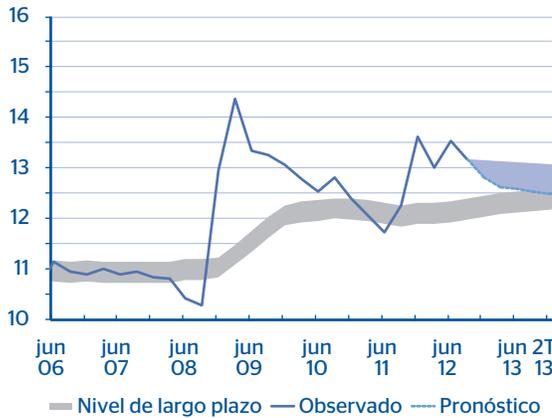


Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En consecuencia, en un entorno en el que las fuentes de riesgo para la economía global se han reducido y el crecimiento de EEUU se mantiene moderado y estable, se espera que el tipo de cambio cierre el año en 12.91 pesos por dólar. La expectativa a diciembre de 2012 de los mercados financieros reflejada en los forwards del peso es de 13.06 pesos por dólar, mientras que la de los analistas ronda

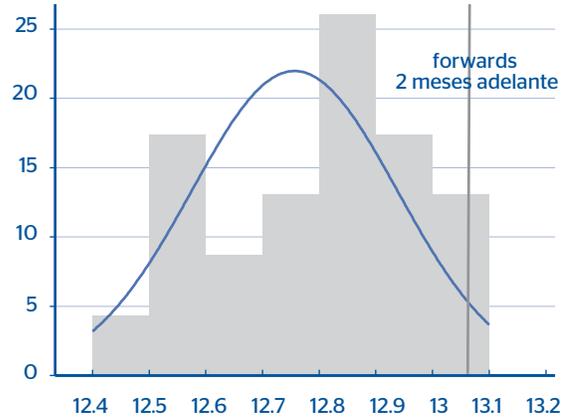
los 12.8 pesos por dólar con un ligero sesgo hacia la apreciación. Hacia adelante, en la medida en que las condiciones globales se normalicen, el peso debería tender hacia un nivel de largo plazo de alrededor de 12.5 pesos por dólar.

Gráfica 35
MXN/USD: nivel observado y nivel de largo plazo (pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research

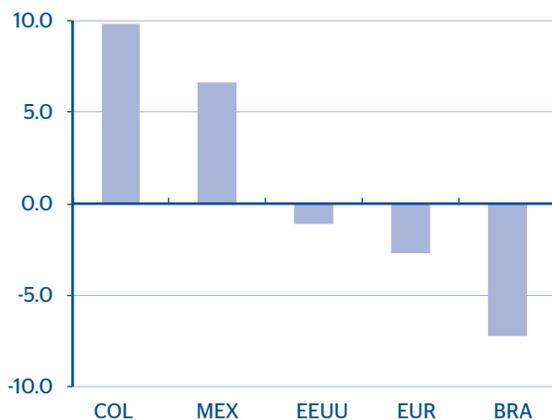
Gráfica 36
Expectativa de los analistas y en los forwards del peso sobre el tipo de cambio a diciembre de 2012 (ppd)



Fuente: BBVA Research y Encuesta de expectativas de analistas de mercados financieros

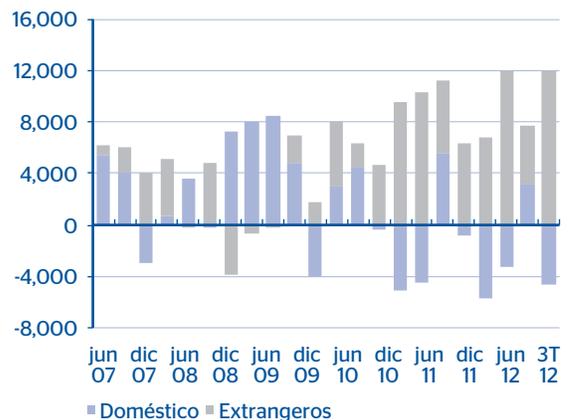
En el último año, el rendimiento real de corto plazo en dólares ajustado por riesgo ha sido positivo en diversos países de Latinoamérica, entre los que destaca México, lo que contrasta con rendimientos cercanos a cero o incluso negativos en diversos países desarrollados. En el caso de México, la pausa monetaria en 4.5%, una inflación estable, una apreciación del peso (5.1% a/a en octubre; Brasil -12.7% a/a) y un bajo nivel de riesgo soberano han apoyado las fuertes entradas de flujos de capital extranjero. Durante el tercer trimestre de 2012, la entrada de flujos extranjeros al mercado de renta fija alcanzó su mayor nivel histórico con cerca de 12 mil millones de dólares. Esta entrada de flujos se concentró en el mercado de bonos M, el cual también alcanzó la mayor entrada de flujos en su historia con 8.1 mil millones de dólares.

Gráfica 37
Tasa de rendimiento real anual por cada 100 pb de riesgo (% a/a ajustado por inflación, tipo de cambio y CDS)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg. Considera el bono a un año.

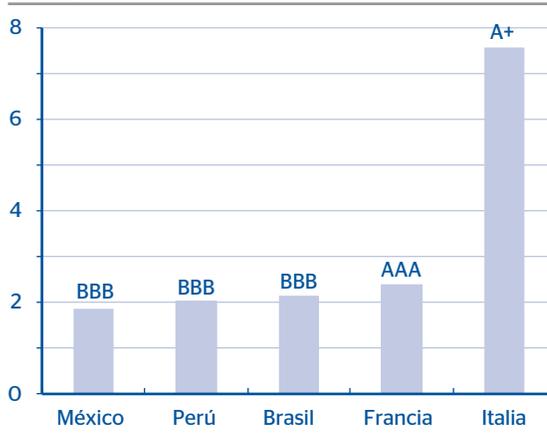
Gráfica 38
Flujos a valores de renta fija por origen (millones de dólares)



Fuente: BBVA Research y Banxico.

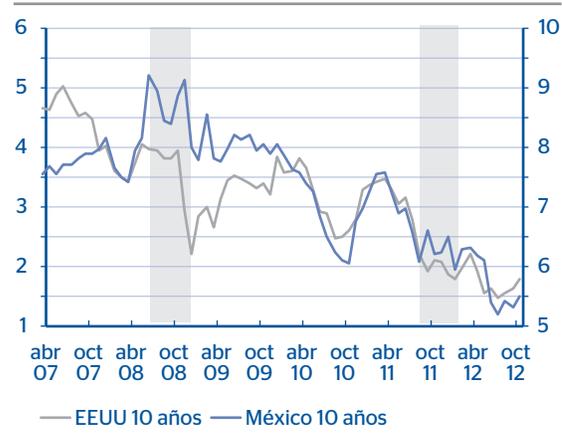
Las tasas gubernamentales de mediano y largo plazos en México se han mantenido bajas resultado de la liquidez global prevaleciente, la reducción de la aversión global al riesgo, y una baja percepción de riesgo soberano. En la medida en que la incertidumbre sobre un nuevo episodio de riesgo global se ha reducido como consecuencia de medidas más contundentes del banco central europeo para proveer liquidez y de los gobiernos para implementar ajustes fiscales, el comportamiento de corto plazo de las tasas de México ha sido similar a las de EEUU. Adicionalmente, la percepción de riesgo crédito de México observada en los mercados financieros es baja en relación a la de otros países tanto emergentes como desarrollados, incluso cuando se le compara con países con calificaciones crediticias iguales o mejores. Entre los factores en los que México se compara favorablemente con otros países destacan una política fiscal ortodoxa que ha permitido que el sector público mantenga niveles bajos de deuda y déficits fiscales, un sistema bancario solvente, una expectativa de crecimiento de alrededor del 3.5% en promedio en 2012 y 2013, y la perspectiva de implementación de reformas estructurales. Por ejemplo, las estimaciones muestran que el alto nivel de liquidez global y

Gráfica 39
Probabilidad de default implícita en los contratos de incumplimiento crediticio (%)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg y Fitch Ratings.

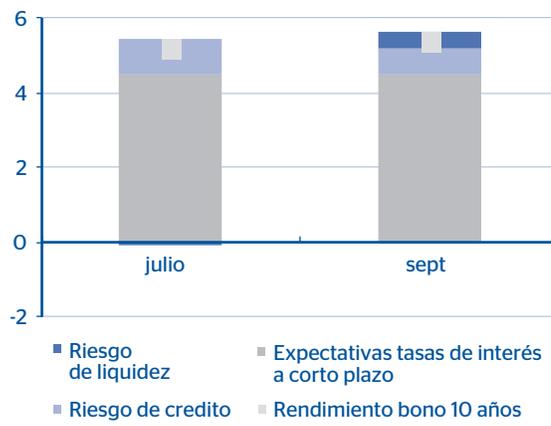
Gráfica 40
Tasa del bono gubernamental a 10 años: México y EEUU (%)



Nota: Las áreas sombreadas corresponden a periodos de menor correlación ante un incremento en la aversión al riesgo
Fuente: BBVA Research y Bloomberg

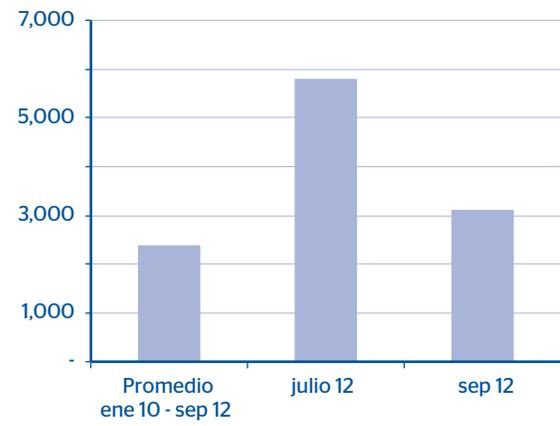
la baja percepción de riesgo crediticio han acotado las tasas de 10 años situándolas con una diferencia menor de 100 puntos base en relación a la tasa a 1 año. A pesar de que el nivel de las tasas todavía es bajo, la liquidez se ha reducido muy ligeramente como se puede observar en una mayor diferencia entre la tasa de compra y venta del bono a 10 años y menores flujos extranjeros a valores de renta fija en septiembre en relación a julio. La liquidez global y el crecimiento moderado se mantendrán en los próximos meses, lo que resultará en ligeras variaciones en la parte media y larga de la curva, por lo que esperamos que la tasa del bono a 10 años cierre el año en un nivel cercano al 5.5%.

Gráfica 41
Descomposición del rendimiento del bono a 10 años: estimación (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 42
Flujos extranjeros a valores de renta fija (miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research y Banxico

4. Previsiones

Cuadro 1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas anuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-3.1	2.4	1.8	2.1	1.8
UEM	-4.3	1.9	1.5	-0.5	0.3
Alemania	-5.1	4.0	3.1	0.9	1.3
Francia	-3.1	1.6	1.7	0.1	0.5
Italia	-5.5	1.8	0.5	-2.4	-0.6
España	-3.7	-0.3	0.4	-1.4	-1.4
Reino Unido	-4.0	1.8	0.9	-0.1	1.3
América Latina *	-2.2	6.2	4.3	3.0	3.7
México	-6.1	5.4	3.9	3.7	3.0
Brasil	-0.3	7.6	2.7	1.6	4.2
EAGLES **	4.0	8.4	6.7	5.2	5.8
Turquía	-4.9	9.2	8.5	3.0	4.5
Asia-Pacífico	4.1	8.2	5.8	5.2	5.5
China	9.2	10.4	9.2	7.6	7.9
Asia (exc. China)	0.8	6.7	3.5	3.7	3.9
Mundo	-0.6	5.1	3.9	3.2	3.5

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

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

Fuente: BBVA Research

Cuadro 2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-0.4	1.6	3.1	2.0	2.1
UEM	0.3	1.6	2.7	2.5	1.8
Alemania	0.2	1.2	2.5	2.1	1.8
Francia	0.1	1.7	2.3	2.3	1.7
Italia	0.8	1.6	2.9	3.4	2.3
España	-0.3	1.8	3.2	2.5	2.3
Reino Unido	2.2	3.3	4.5	2.7	2.1
América Latina *	6.4	6.4	8.1	7.6	8.1
México	5.3	4.2	3.4	4.2	3.9
Brasil	4.9	5.0	6.6	5.3	5.3
EAGLES **	2.8	5.3	6.0	4.4	4.5
Turquía	6.3	8.6	6.5	8.9	5.5
Asia-Pacífico	0.3	3.6	4.7	3.3	3.4
China	-0.8	3.3	5.4	3.0	3.6
Asia (exc. China)	1.0	3.7	4.3	3.4	3.3
Mundo	2.2	3.8	5.2	4.2	4.0

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

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

Fuente: BBVA Research

Servicio de Estudios Económicos
 del Grupo BBVA

Cuadro 3

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	2.1	2.1	1.5
Consumo personal (var. % real)	1.8	2.5	1.8	1.7	3.1	2.7	2.5	1.9	1.8	1.9	1.8	1.7
Consumo gobierno (var. % real)	0.6	-3.1	-1.9	-0.2	-2.3	-3.2	-3.8	-3.3	-2.2	-2.2	-1.8	-1.5
Inversión fija bruta (var. % real)	-0.2	6.6	9.2	6.2	4.8	4.3	8.4	9.0	11.9	9.9	8.1	7.2
Construcción	-3.7	-1.4	11.3	8.4	-3.2	-7.1	1.4	3.9	9.3	10.4	13.1	12.3
Producción industrial (var. % real anual)	5.4	4.1	3.8	1.7	5.4	3.6	3.3	4.1	4.4	4.8	3.2	2.8
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-3.1	-3.1	-3.0	-3.3	-3.2	-3.2	-2.9	-3.1	-3.5	-3.0	-2.6	-2.7
Inflación anual (fin de periodo)	1.5	3.0	1.9	2.3	2.7	3.6	3.9	3.0	2.7	1.7	2.0	1.9
Inflación anual (promedio de periodo)	1.6	3.2	2.0	2.1	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	1.9	1.7	1.8
Balance fiscal primario (% del PIB)	-8.9	-8.7	-7.7	-5.0				-8.7				-7.7

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

Cuadro 4

Indicadores y Pronósticos México

	2010	2011	2012	2013	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	4T12
Actividad Económica												
PIB (series desestacionalizadas)												
Variación % real anual	5.5	3.9	3.7	3.0	3.9	3.8	4.2	3.9	4.6	4.1	3.4	2.9
Por habitante en dólares	9,568	10,404	10,771	11,918	10,778.1	10,965.1	9,850.9	9,949.3	10,732.4	10,187.6	10,799.7	11,214.9
Miles de millones de dólares	1,033	1,132	1,181	1,316	1,172.8	1,196.2	1,078.8	1,093.7	1,184.2	1,128.4	1,183.9	1,229.5
Inflación (% prom.)												
General	4.2	3.4	4.2	3.8	3.5	3.3	3.4	3.5	3.9	3.9	4.6	4.5
Subyacente	3.9	3.2	3.5	3.7	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3	3.5	3.6	3.6
Mercados Financieros (% fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
Cetes 28 días	4.5	4.4	4.2	4.5	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3	4.4	4.2	4.2
TIIIE 28 días	4.9	4.8	4.8	5.9	4.8	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
Bono 10 años (% prom.)	8.0	6.8	5.7	5.9	7.5	7.0	6.4	6.3	6.2	5.9	5.4	5.4
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	12.7	12.5	13.1	12.6	12.0	11.6	12.7	13.6	12.9	13.6	13.1	12.8
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-3.5	-2.7	-2.6	-2.3	--	--	--	-2.7	--	--	--	-2.6
Sector Externo³												
Balanza comercial (mmd)	-721	-293	-1,871	-3,847	2,013	1,328	-3,827	-684	1,878	-482	-4,283	-4,597
Cuenta corriente (mmd)	-1,114	-2,768	-3,207	-4,763	-2,735	-1,100	-4,965	-2,273	1,184	-3,723	-4,101	-6,186
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.4	-1.0	-1.0	-1.4	-1.0	-0.4	-1.7	-0.8	0.4	-1.2	-1.3	-1.9
Petróleo (mezcla mex., dpb, prom.)	72.3	101.1	94.8	91.7	93.0	105.6	101.2	104.5	110.5	101.2	83.9	83.4
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.7	4.3	4.4	3.3	4.9	4.2	4.2	4.1	4.4	4.6	4.6	4.1
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	4.4	4.9	5.1	4.6	4.8	4.1	5.0	4.1	4.4	4.3
Demanda interna	5.5	4.1	3.2	3.8	3.5	3.6	4.9	4.2	4.6	3.6	2.7	2.1
Consumo	4.6	4.0	3.0	2.7	4.4	3.6	3.9	3.9	4.0	3.4	2.6	2.3
Privado	5.0	4.5	3.4	2.8	4.9	4.4	4.4	4.3	4.2	3.6	3.0	2.7
Público	2.4	0.6	0.9	2.0	1.3	-1.3	0.7	1.8	2.4	1.8	0.2	-0.6
Inversión	6.3	8.4	6.0	6.5	8.8	9.9	9.0	6.2	9.0	6.3	4.1	4.6
Privado	6.3	12.3	5.1	5.8	14.5	17.5	10.6	7.1	7.7	5.4	1.8	5.5
Público	6.1	-1.9	8.7	8.4	-5.8	-9.2	4.2	3.8	13.1	9.0	11.6	1.9
Demanda Externa	21.7	6.8	7.7	7.8	11.4	8.3	4.5	3.5	5.9	5.3	8.8	10.7
Importaciones	20.7	6.8	6.5	10.3	8.9	7.1	6.5	4.7	6.1	4.0	7.3	8.5
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	2.9	-2.9	4.4	1.9	-2.6	-9.3	0.1	0.3	5.6	9.5	1.8	1.0
Secundario	6.2	4.0	3.5	2.4	4.8	4.2	3.6	3.4	4.4	3.6	3.2	2.7
Minería	1.2	-1.9	0.5	-0.1	-2.6	-2.0	-3.5	0.6	0.3	-0.4	2.0	0.1
Electricidad	10.1	5.5	2.0	2.2	9.9	7.6	2.9	2.2	2.1	1.2	2.5	2.4
Construcción	-0.1	4.8	4.2	2.9	5.6	3.9	5.3	4.7	4.9	5.1	3.6	3.0
Manufactura	10.0	5.2	3.8	2.8	6.2	5.4	5.3	3.7	4.0	4.4	3.5	3.2
Terciario	5.5	4.2	3.6	3.0	4.2	3.7	4.8	4.2	4.0	4.5	3.2	2.9
Comercio	13.1	7.7	4.9	4.1	8.1	8.4	8.2	6.1	6.6	5.4	4.2	3.3
Transporte, correos y almacenamiento	7.6	3.4	3.8	3.7	3.3	3.2	3.8	3.4	5.0	3.8	3.0	3.4
Información en medios masivos	1.6	6.6	4.8	3.7	5.3	6.0	8.0	7.1	4.7	6.5	3.3	4.7
Serv. financieros y de seguros	13.1	5.4	8.6	5.8	4.8	1.3	8.0	7.3	12.2	12.4	5.7	4.4
Serv. inmov. y de alq. de bienes muebles e int.	1.9	2.1	1.9	0.9	1.8	1.9	2.1	2.4	1.3	2.4	2.0	1.9
Serv. profesionales, científicos y técnicos	-1.1	5.8	2.9	2.7	3.6	7.2	5.4	7.0	4.7	0.4	3.4	3.3
Dirección de corporativos y empresas	4.9	5.8	6.5	5.0	4.4	7.3	4.4	7.1	6.8	4.2	7.4	7.4
Serv. de apoyo a los neg., serv. de remediación	1.5	4.2	4.1	3.5	3.8	4.4	4.6	4.1	2.6	5.3	4.5	4.1
Serv. educativos	0.2	1.5	1.7	1.9	-0.2	1.2	2.7	2.5	1.4	0.8	2.3	2.3
Serv. de salud y de asistencia social	0.7	1.7	1.8	1.4	1.0	2.9	2.8	0.0	2.2	1.7	1.8	1.5
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	5.9	6.6	3.0	3.2	8.2	7.3	5.9	5.2	2.0	4.1	3.0	2.8
Serv. de alojamiento tem. y prep. de alim. y beb.	3.2	2.6	3.4	2.0	0.6	2.4	3.1	4.3	4.5	4.4	3.0	1.8
Otros serv. excepto actividades del gobierno	1.0	4.0	4.1	2.3	3.0	4.5	4.2	4.2	5.0	4.7	3.4	3.3
Actividades del gobierno	3.1	-0.8	1.1	0.8	0.3	-5.1	-0.8	2.6	3.2	2.0	-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

Jorge Sicilia

Han elaborado esta publicación

Editor

Arnoldo López

arnoldo.lopez@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

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

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

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Escenarios Económicos

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

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

Otras publicaciones:

