

Situación México

Primer Trimestre 2013
Análisis Económico

- Las perspectivas económicas mejoran gracias a la caída de las tensiones financieras en Europa, los acuerdos para evitar el precipicio fiscal en EE.UU. y la recuperación de las economías emergentes
- México continuará creciendo por encima del 3.0% en 2013. La implementación de una reforma energética y una fiscal que promuevan la inversión y formalización del mercado laboral podría aumentar el PIB potencial en alrededor de 0.9 puntos porcentuales
- La inflación se mantendrá debajo de 4.0% todo el 2013 considerando que no se anticipan repuntes abruptos en los precios de los servicios, no se prevé contagio de choques de oferta al resto de productos, y el peso se mantiene anclado

Índice

1. En Resumen	2
2. Escenario global: mejor perspectiva y menores riesgos	4
3. El crecimiento continuará, pero las reformas podrían llevarlo a un nivel más alto	8
3.1 México mantiene crecimiento, destaca impulso del sector interno	8
Recuadro 1: Impacto de posibles reformas en el PIB potencial de México	11
Recuadro 2: Nuevas proyecciones demográficas oficiales de México	13
3.2 La inflación regresa al intervalo de variabilidad gracias a la dilución de choques de oferta y la ausencia de contagio a otros precios	15
Recuadro 3: ¿la inflación en México ha tenido cambios estructurales recientes?	18
3.3 El tono claramente acomodaticio de la comunicación de Banxico señala un recorte en los próximos meses	20
Recuadro 4: El efecto de la liquidez global sobre las oportunidades de arbitraje	23
4. Previsiones	25

Fecha de cierre: 15 de febrero de 2013

1. En Resumen

México continuará creciendo por encima del 3.0% en 2013 y 2014. La implementación de una reforma energética y una fiscal que promuevan la inversión y la formalización del mercado laboral podría aumentar el PIB potencial en alrededor de 0.9 puntos porcentuales, situándolo en alrededor de 3.7%

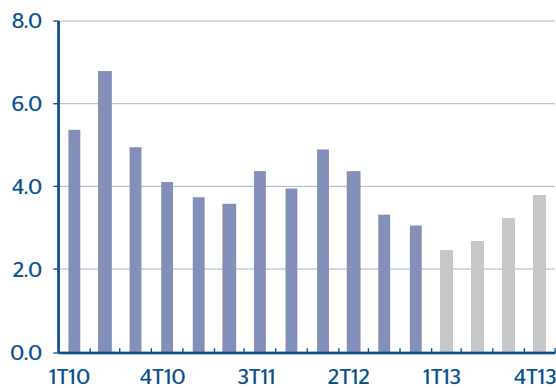
El escenario económico global ha mejorado en el último trimestre gracias a la continua caída de las tensiones financieras globales, particularmente en Europa, y con el acuerdo para evitar por ahora el llamado “abismo fiscal” en EEUU. El crecimiento mundial repuntará desde el 3.2% en 2012 hasta el 3.6% en 2013 y el 4.1% en 2014, casi la misma estimación de hace tres meses. **La continuidad de la recuperación necesita de la implementación de políticas apropiadas en EEUU y el área del euro.** En EEUU se debe ir más allá de amortiguar transitoriamente subidas inminentes de impuestos y evitar incertidumbres sobre el pago de la deuda y el reparto de la carga de la consolidación fiscal. En el área del euro, han de seguir los avances en la gobernabilidad, en particular en lo relativo a la unión bancaria.

México mantendrá un crecimiento por arriba de 3.0% para los dos próximos años en un ambiente de moderada demanda externa y un comportamiento favorable del empleo, inflación y financiamiento.

Los datos de actividad del último trimestre de 2012 confirman la perspectiva de moderación del crecimiento. No obstante, el crecimiento de las exportaciones automotrices en enero, la generación de empleo, y el aumento del ingreso disponible sugieren que el crecimiento se mantendrá por arriba del 3.0% en 2013. Además, el buen desempeño del mercado laboral se ha visto reflejado en la confianza del consumidor y las ventas minoristas, señales de un desempeño favorable de la demanda interna.

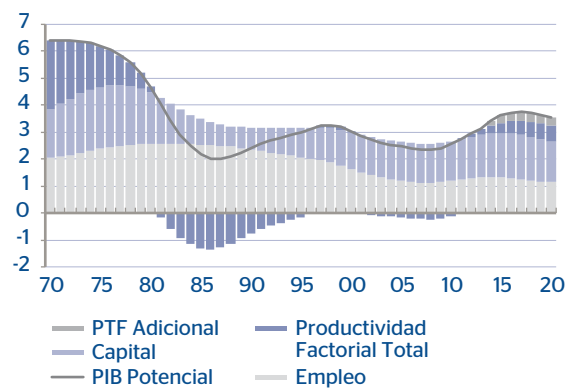
Recientemente se ha discutido la posibilidad de una reforma energética que promueva un aumento en la inversión en el sector, y una reforma fiscal que promueva la formalización de la economía y la generalización de la seguridad social a toda la población. Se estima que si estas reformas fueran exitosas en lograr estos propósitos, **podrían aumentar el PIB potencial en alrededor de 0.9 puntos porcentuales, situándolo en alrededor de 3.7%.**

Gráfica 1
Crecimiento del PIB
(Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 2
PIB potencial: descomposición en un escenario de implementación de reformas fiscal y energética (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research.

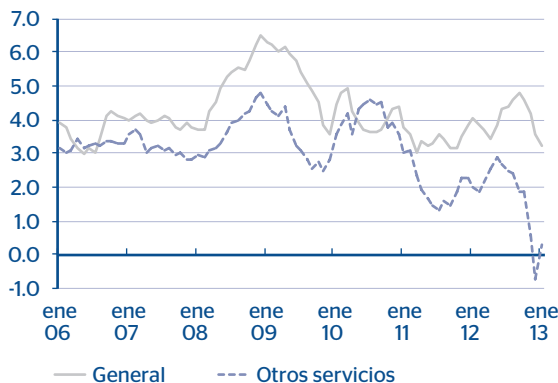
La perspectiva de crecimiento de la economía mexicana toma en consideración una desaceleración del crecimiento en EEUU del 2.2% esperado en 2012 a 1.8% en 2013. Esto como resultado de la debilidad del sector vivienda, del mercado laboral, y del inicio de una consolidación fiscal moderada. No obstante, la incertidumbre sobre esta economía permanece resultado de las negociaciones para continuar con

la consolidación fiscal y la aprobación del techo de deuda entre marzo y mayo, además del riesgo de un empeoramiento de la crisis en Europa. A pesar del difícil entorno global, México ha mantenido su política de estabilidad fiscal y su compromiso con la convergencia de la inflación hacia el objetivo del 3.0%, lo que ha contribuido a que los mercados financieros mantengan una percepción baja de riesgo país, la cual podría venir acompañada de una mejora en la calificación crediticia de concretarse reformas estructurales que promuevan el crecimiento y fortalezcan las finanzas públicas.

La inflación se mantendrá debajo de 4.0% durante el 2013. En los últimos meses la inflación anual tuvo una intensa desaceleración, pasando de 4.2% en noviembre de 2012 a 3.3% en enero de 2013. Esta desaceleración se debió a tres factores primordialmente: 1) los choques de oferta comenzaron a diluirse, 2) dichos choques se dieron en productos específicos y éstos no contaminaron al resto de los precios, y 3) las tarifas de la telefonía, particularmente de la telefonía móvil, sorprendieron con fuertes caídas durante noviembre y diciembre. Estimaciones realizadas sugieren **indicios de un cambio estructural en los precios del sector de telecomunicaciones, menor traspaso al resto de los precios de los choques de oferta, y mayor peso de las condiciones del mercado laboral en el sector servicios.** No obstante, dada la persistencia en la holgura de la economía se debe ser cauto con estos resultados. Para este año se estima que la inflación se mantendrá por debajo de 4.0% todo el periodo y que al cierre del año se ubicará en torno a 3.6%. Esto se apoya en que la inflación subyacente se mantendrá baja gracias a la menor inflación de las mercancías, resultado en parte a la perspectiva de apreciación del peso; a que en los precios de los servicios no se anticipan repuntes abruptos; y a que no se prevén choques adicionales al alza. En cuanto a la inflación no subyacente se considera que se verá beneficiada por la recuperación de la producción del huevo a nivel nacional, y a que no se prevén repuntes agudos en los precios de las frutas y verduras.

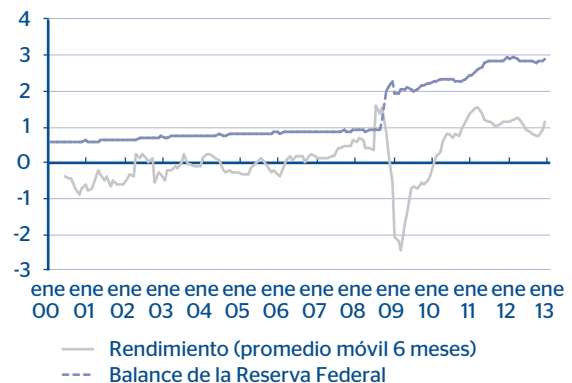
En los mercados financieros, la abundante liquidez global, en un ambiente de estabilidad y perspectiva constructiva de la economía, ha generado oportunidades de arbitraje, lo que ha contribuido a un aumento sin precedente de flujos de inversión extranjera en renta fija. Por ejemplo, en diciembre entraron flujos a Cetes por un monto máximo histórico de USD 8,000 millones. El tipo de cambio también se ve favorecido por este entorno, apreciándose alrededor de 8.0% en 2012. Se espera que la apreciación se mantenga durante 2013 en respuesta al ambiente de crecimiento, la estabilidad de la economía mexicana, la posibilidad de reformas estructurales, y la permanencia de la liquidez global por un período prolongado.

Gráfica 3
Inflación general y de otros servicios (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 4
Rendimiento de estrategia de carry trade a 1 mes* (% anualizado) y activos de la Reserva Federal de EEUU (USD trillones) (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research. *La estrategia de inversión *carry trade* consiste en la adopción de una posición corta en un instrumento denominado en moneda extranjera con una baja tasa de interés y una posición larga en un instrumento denominado en moneda local que paga mayores rendimientos que el activo extranjero.

2. Escenario global: mejor perspectiva y menores riesgos

A lo largo de los últimos tres meses han desaparecido algunas amenazas a la recuperación económica mundial, provocando un cierto optimismo. Las tensiones financieras han disminuido a mínimos de dos años, en particular en Europa, y casi todos los activos se han beneficiado de este cambio de percepción. Las menores amenazas a la estabilidad de la economía mundial también han aumentado la confianza de consumidores y empresas en distintas regiones, con pocas excepciones. Sin embargo, estos rebotes de los indicadores financieros y de confianza todavía no han llevado a mejoras relevantes en actividad. Tal y como muestra nuestro indicador de actividad económica global (BBVA-GAIN), la desaceleración que la economía mundial experimentó en la mayor parte de 2012 llegó a su fin en el cuarto trimestre de ese año. **Los datos más recientes refuerzan la perspectiva de aceleración del PIB global, pero desde tasas por debajo de su promedio histórico y a un ritmo moderado.** Así, de acuerdo con nuestras estimaciones, el PIB mundial creció en 2012 un 3.2%, frente al 3.9% en 2011.

Gráfica 5

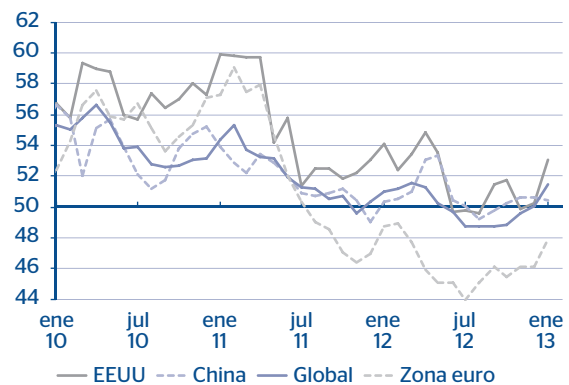
Indicador BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6

Indicador de confianza (PMI)



Fuente: Markit y BBVA Research

La resistencia de la economía ante la incertidumbre y los avances en la implementación de las políticas, detrás de la mejora de la confianza

Los datos muestran que China no afronta una perspectiva de desaceleración intensa. Desde el tercer trimestre de 2012, el crecimiento del PIB se ha acelerado en línea con nuestras previsiones. La inversión explica gran parte del repunte en el PIB, gracias a políticas de estímulo aplicadas más hábilmente en 2012 que en 2009. Por otra parte, también existe un incipiente repunte de las exportaciones, por la mayor demanda de países asiáticos y de Estados Unidos, mientras que las ventas a Europa y Japón siguen poco dinámicas. Además, la transferencia del poder político se ha realizado sin incidencias.¹

Sin embargo, persisten algunas preocupaciones sobre la sostenibilidad del crecimiento de China. La deuda de las entidades locales y el ritmo de crecimiento del crédito de la llamada banca en la sombra son, probablemente, las mayores amenazas financieras para el crecimiento. Incluso en el corto plazo, estas amenazas podrían ser un obstáculo para la implementación de nuevas medidas de estímulo, si ello fuera necesario.

¹ La nueva dirección ha mostrado su intención de mantener una política continuista con respecto al crecimiento y las reformas. Los objetivos en términos de PIB probablemente serán del 7.5%, igual que para 2012.

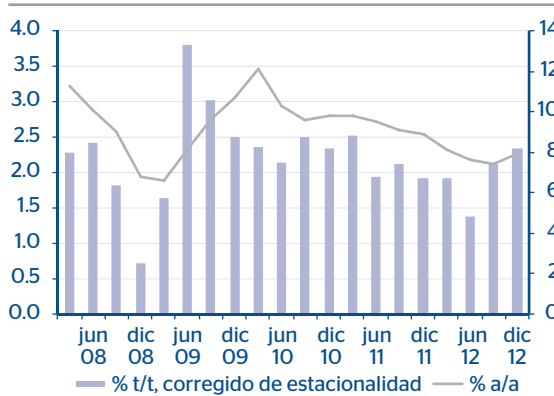
El repunte de la economía china ha sido bien recibido en los mercados, como un soporte clave para la recuperación económica mundial y, en particular, para otras economías orientadas a la exportación y como soporte de los precios de las materias primas, en particular en América Latina. Aunque las perspectivas de crecimiento para China no son tan optimistas como en el pasado, los mercados parecen aliviados de que el riesgo de una desaceleración severa haya disminuido.

Estados Unidos no cayó por el abismo fiscal y, de hecho, su economía está resistiendo muy bien la incertidumbre. La caída del PIB en el 4T12 (-0.1% en términos anualizados) no refleja el estado subyacente de la economía.² Durante algún tiempo se había sostenido que los consumidores y las empresas podrían ralentizar sus gastos, como reflejo del impacto que recortes automáticos del gasto y subidas de impuestos por valor de alrededor de un 4% del PIB podría tener sobre sus finanzas. Sin embargo, el crecimiento del consumo se ha mantenido bastante estable en los últimos trimestres, promediando una tasa de crecimiento ligeramente por debajo de los niveles previos a la crisis. Al mismo tiempo, el sector de la vivienda ha ganado dinamismo. Sin embargo, es difícil medir el impacto de la incertidumbre fiscal en los indicadores económicos, especialmente cuando otras políticas, como la política monetaria a través del programa de expansión cuantitativa, pueden haber logrado compensar (parcialmente) el impacto negativo de la incertidumbre fiscal.

El acuerdo fiscal alcanzado a comienzos del año para extender las rebajas de impuestos de 2001, 2003 y 2010 y retrasar dos meses el recorte automático de gastos, fue bien recibido por los mercados. Se evita una desaceleración mayor en la actividad económica y ayuda a mejorar la sostenibilidad fiscal de los EE.UU. Sin embargo, el acuerdo no elimina definitivamente la posibilidad de un recorte de gasto que si se aplicara supondría un lastre adicional sobre la economía del 0.8% del PIB. Tampoco hubo un acuerdo permanente sobre el techo de deuda, aunque se haya retrasado posteriormente más, hasta mediados de mayo. Por lo tanto, en las próximas semanas habrá más negociaciones para evitar el riesgo de una contracción económica en 2013 y, al mismo tiempo, para contribuir a la sostenibilidad fiscal. Con todo, un gran acuerdo fiscal es improbable dado que exigiría acuerdos bipartidistas de largo plazo en asuntos sobre los que las divergencias son relevantes.

Gráfica 7

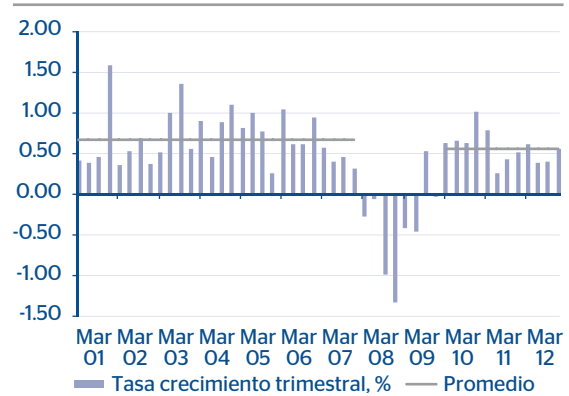
China: crecimiento del PIB, %



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 8

US: crecimiento del consumo (%)



Fuente: BBVA Research y Haver

Europa también contribuyó: los avances en el proceso de unión bancaria refuerzan el compromiso para preservar el euro. El acuerdo sobre Grecia muestra que Europa está comprometida con su permanencia en la zona euro. Así, las autoridades europeas llegaron a un acuerdo con las griegas sobre algunos detalles del programa de rescate, lo cual ha permitido el desembolso de su segundo tramo.³ El segundo factor que apoya la percepción positiva de Europa es el avance en el proceso de

² La cifra agregada de PIB se vio lastrada por componentes volátiles (inventarios y gasto federal en defensa) junto con las exportaciones.

³ El acuerdo no disipa todas las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda griega. De hecho, es probable que la cuestión se vuelva a abrir después de las elecciones alemanas de septiembre, cuando una hipotética restructuración de su deuda en manos de instituciones oficiales (apoyada por el FMI, pero a la que Europa se resiste) podría ser considerada.

unión bancaria en la cumbre europea de diciembre. Ello es fundamental para romper el círculo vicioso entre finanzas públicas y solvencia bancaria, y también para frenar la salida de capitales que afecta a algunos países de la periferia de Europa. Aunque los acuerdos alcanzados en la cumbre de diciembre no resultaron tan ambiciosos como se había anticipado, la valoración de los mismos sigue siendo positiva, ya que incluyen un calendario claro para la implementación de un mecanismo de supervisión único y los pasos iniciales hacia un mecanismo de resolución conjunta.

Por último, **el programa OMT (outright monetary transactions) del BCE parece estar teniendo efectos duraderos frenando el aumento de las tensiones financieras**, incluso aunque ni España ni Italia (los candidatos naturales), hayan solicitado su activación. Esta situación podría continuar, puesto que tanto los gobiernos de los países centrales de Europa como los periféricos carecen de incentivos en estos momentos para activar el programa. Con el bono español cotizando en el entorno del 5.0 - 5.5% y el italiano en el entorno del 4.0 - 4.5%, el financiamiento de la deuda pública no requiere de la activación de la intervención del MEDE en el mercado primario y del BCE en el secundario. Además, el programa OMT bien puede seguir siendo efectivo en la contención de las tensiones siempre y cuando tanto el compromiso del BCE de intervenir en el mercado (lo que sin duda daría lugar a caídas en el tipo de interés), como el compromiso de los gobiernos de solicitar su activación si los costos de financiamiento se encarecen, resultan creíbles.

Las mejores perspectivas no suponen un cambio en el escenario central de previsiones.

La aceleración en China, el acuerdo parcial sobre el *fiscal cliff* (abismo fiscal) en los EE.UU. y los efectos del programa OMT del BCE son buenas razones para pensar que la economía mundial ha evitado un escenario de riesgo sistémico, algo que podía estar en parte al menos cotizado por el mercado. Sin embargo, los cambios observados en los fundamentales son menos concluyentes, una recuperación moderada continúa siendo el escenario más probable, y más con unos datos de actividad sin repuntes muy relevantes.

Por un lado, **incluso aunque los EE.UU. hayan evitado el abismo fiscal, los políticos estadounidenses todavía tendrán que ponerse de acuerdo sobre algunas cuestiones clave**, como el recorte automático de gastos y el techo de deuda. Cualquiera de ellos podría hacer descarrilar el proceso. Incluso si se llega a acuerdos, en 2013 la política fiscal se tornará más contractiva. El sector inmobiliario se está recuperando, pero **el proceso de desapalancamiento sigue jugando un papel importante, y el sector externo está lejos de ser dinámico**. Por lo tanto, mantenemos el perfil de nuestro escenario para EE.UU., si bien hay margen para posibles sorpresas positivas. En 2013 se espera que la economía de EE.UU. crezca un 1.8% (frente al 2.2% en 2012) y un 2.3% en 2014.

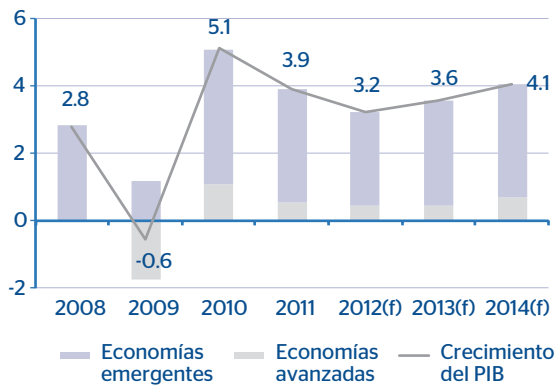
En la zona euro la mejora de los mercados financieros todavía no se ha visto secundada por los datos de actividad, aunque hay señales de recuperación de la confianza de los agentes económicos y los riesgos de cola (poco probables pero de elevado impacto negativo) son ahora menos probables. Sin embargo, **la periferia sigue en recesión, arrastrada por la consolidación fiscal y las condiciones de financiamiento** e incluso si la mejora del sector externo y de las exportaciones impulsa al alza el PIB, algunas economías aún tienen por delante un proceso de desapalancamiento y austeridad fiscal. Sin embargo, algunos indicadores adelantados en Alemania y otros países centrales apuntan a una mejora de las perspectivas a principios de 2013. Como consecuencia de ello, se mantienen las previsiones para la zona euro: un repunte de un 0.3% en 2013 (después de una contracción del 0.5% en 2012), que precederá a un incremento de 1.3% en 2014. **El desacoplamiento entre los países del centro y la periferia se mantendrá durante todo el período de previsión.**

China es probablemente la economía en la que el panorama se ha vuelto más claro en el corto plazo. Las nuevas autoridades se han comprometido con un crecimiento sostenido, lo que supone una clara intención de utilizar una política económica suficientemente expansiva. Las previsiones se revisan ligeramente al alza, hasta una cifra del 8% en 2013 y 2014. **La solidez de la economía china y**

la capacidad de recuperación de la economía de EE.UU. tendrán un papel de soporte a la demanda de la mayoría de países emergentes. En América Latina en su conjunto, las previsiones se revisan ligeramente a la baja, debido a la debilidad de Brasil y Argentina. En 2013, las economías latinoamericanas crecerán un 3.5%, mientras que en 2014 el crecimiento será del 3.7%, acercándose a su potencial de crecimiento. Por su parte, Asia emergente mostrará un crecimiento más robusto, acelerando su ritmo hasta el 6.6% en 2013, frente al 6.1% en 2012.

Gráfica 9

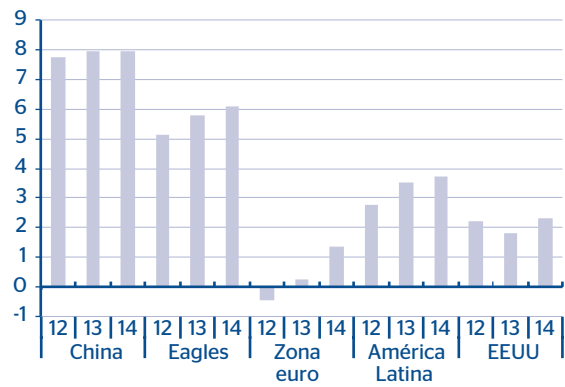
Tasa de crecimiento del PIB mundial



Fuente: BBVA Research

Gráfica 10

Crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research

La incertidumbre sobre el panorama económico global sigue siendo elevada, sesgando el balance de riesgos a la baja, si bien parece abrirse la posibilidad de potenciales sorpresas al alza por primera vez en los últimos tres años. Aunque el nuevo marco institucional limita la probabilidad y el impacto de potenciales riesgos, las tensiones financieras pueden resurgir por diferentes razones. En primer lugar, la periferia de Europa podría incumplir sus objetivos fiscales. Si, como respuesta, los gobiernos implementan más austeridad, la crisis podría intensificarse. Sin embargo, este riesgo tiene una probabilidad baja porque la Comisión Europea ha dejado claro que no impondrá ajustes adicionales si los objetivos fiscales no se cumplen como consecuencia del deterioro cíclico. Al mismo tiempo, es probable que esto afecte al mercado y que fuera necesario que se active el programa de apoyo del BCE. A este respecto, aunque el BCE parece dispuesto a intervenir, cualquier desacuerdo potencial entre los países centrales y los periféricos sobre la condicionalidad es una fuente de posible inestabilidad. Otros factores también pueden desempeñar un papel importante, como los detalles del plan de rescate bancario de Chipre, aún no determinados, o eventos políticos como las elecciones italianas. Si las tensiones financieras aumentaran como consecuencia de uno o varios de los factores señalados, la zona euro podría seguir en recesión en 2013 también.

La otra fuente significativa de riesgo procede de un potencial desacuerdo político en EE.UU. sobre cómo abordar el déficit fiscal. Parte del *fiscal cliff* original se ha evitado, pero las otras dos cuestiones (el *sequester* y el techo de deuda) todavía están pendientes de resolución. Por un lado, las discusiones acerca de estos temas puede ser una fuente de incertidumbre que podría frenar el gasto en consumo y la inversión. Por otro lado, si los acuerdos no se alcanzan, el endurecimiento de la política fiscal podría ser suficiente como para que EE.UU. volviera a registrar tasas de crecimiento negativas.

De acuerdo con nuestras estimaciones, si ambos riesgos se materializan la economía mundial crecería casi un punto porcentual menos que en el escenario base, muy por debajo de su promedio histórico. **La implementación adecuada de los acuerdos de gobernabilidad en la zona del euro y pactos adicionales sobre la sostenibilidad fiscal en los EE.UU. son condiciones necesarias para una recuperación mundial sostenida.**

3 El crecimiento continuará, pero las reformas podrían llevarlo a un nivel más alto

3.1 México mantiene crecimiento, destaca impulso del sector interno

Al cierre de 2012 la economía continuó creciendo a buen ritmo aunque se moderó de forma importante hacia el último mes del año. La tónica general fue de un comportamiento favorable liderado por el ritmo de crecimiento de las exportaciones que influyó en la marcha de la industria. Los servicios continuaron creciendo ligeramente por arriba de la industria con lo que el ritmo de crecimiento hacia el último trimestre del año se habrá ubicado en torno a 0.5% en términos trimestrales, similar al del trimestre previo.

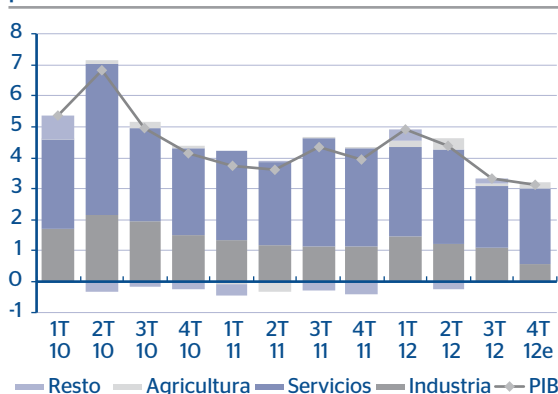
Impulso en servicios compensa moderación en industria

Durante el último trimestre del año destacó particularmente el sector de servicios de la economía, que se estima que se expandió a tasa cercana a 3.5% anual. Cabe mencionar que en diciembre de 2012, la producción industrial sorprendió con una caída de (-)2.1% respecto al mes anterior, esta caída estuvo vinculada con la contracción en producción de áreas clave como la industria automotriz, minerales no metálicos y productos metálicos, que juntas representan cerca de 28% de las manufacturas. En el último mes del año, cerca de la mitad de las ramas de la manufactura presentaron caídas en términos mensuales. Fue un mal mes también para la industria de la construcción que cerró el año con retroceso mensual de (-)2.7%, principalmente por la caída en el componente de edificación. Al cierre de este reporte, no se cuenta con información de la dinámica del componente de servicios del mes de diciembre, pero se anticipa que una buena parte de los servicios que están vinculados con la industria hayan resentido la caída en producción de diciembre y se estima una contracción en este sector para el último mes del año.

Con todo, el indicador MICA BBVA que mide la actividad económica con los datos más oportunos disponibles, pasó de estimar un crecimiento trimestral de 0.9% para el 4T12, a 0.5% una vez incorporados los datos de producción industrial, con lo cual en términos anuales, se espera que el PIB habrá crecido en el orden de 3.1% en el trimestre y 3.9% en el año. Calculamos que la producción en el sector industrial haya pasado de aportar cerca del 33% del crecimiento durante el 3T12, a 18% en el último trimestre, mientras que los servicios habrán aumentado su contribución desde 60% a 78% al cierre del año. De materializarse el crecimiento esperado, la dinámica de la producción agregada habrá mantenido su ritmo prácticamente igual al del tercer trimestre y habrá continuado la moderación suave que caracterizó al año 2012.

Gráfica 11

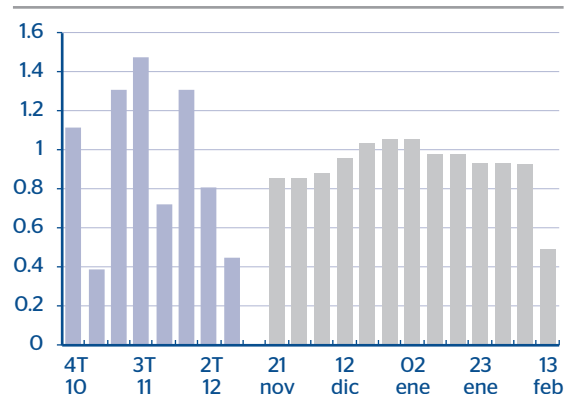
Actividad: contribución al crecimiento anual, promedio



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 12

Indicador BBVA-Research MICA en tiempo real sobre la actividad en el 4T12



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Bloomberg

Exportaciones manufactureras: la clave de la dinámica de la producción mexicana

Como es conocido, la fuerte vinculación con la demanda externa de la industria mexicana implica que en buena medida la producción total del país esté fuertemente correlacionada con la industria estadounidense. Hay que recordar que aquel país es el receptor de cerca del 80% de las exportaciones totales mexicanas (la participación de EEUU como receptor de mercancías nacionales pasó de 77% en el 3T12 a 79% en el 4T12).

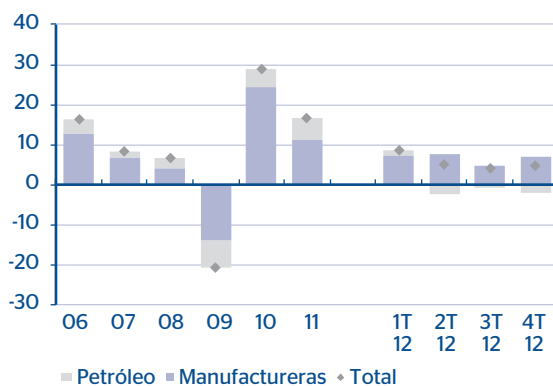
Las exportaciones totales habrán crecido en promedio 4.8% en tasa anual en el 4T12, algo más alto del 4.5% del trimestre previo. Destacan en particular las exportaciones manufactureras, cuya contribución al crecimiento pasó de 5 puntos porcentuales (pp) en el 3T12 a 7 pp en el 4T12. El último trimestre del año destacó la caída en valor de las exportaciones petroleras tanto por el componente de precio como de cantidad. El precio de la mezcla mexicana de petróleo en el último trimestre fue un 8% menor que el del mismo periodo del año pasado, y el volumen exportado en miles de barriles por día se ubicó en promedio en 1,305, un 2.6% menos que en el último trimestre de 2011.

Dentro del buen desempeño de las exportaciones manufactureras destaca la producción automotriz, que en el último trimestre creció en el orden de 9.4% en tasa anual mientras que el resto de las manufacturas tuvieron un incremento en promedio del 5.1%. Recordar que el peso de la industria automotriz en el total de manufacturas mexicanas es de casi 20%, por lo que su dinámica es clave. No obstante, las exportaciones automotrices como el resto de las ramas mantienen una tendencia a la moderación. Conviene mencionar que la caída en producción industrial de diciembre de 2012 está fuertemente relacionada con la menor producción automotriz para exportación que en términos de volumen fue (-)7.2% menor que un año atrás. Cifras de la AMIA para enero, apuntan a que esta caída se habrá compensado al menos parcialmente en el mes de enero, donde la expansión fue del orden de 4.0% anual.

Otra fuente de recursos provenientes del exterior son las remesas, que al cierre de 2012 acumularon caída en comparación anual por sexto mes consecutivo en términos de dólares, lo que se explica tanto por el relativo fortalecimiento del tipo de cambio como por la debilidad del empleo de los migrantes en EEUU. Así la caída promedio de las remesas en términos de dólares fue de (-)7.8% en el segundo semestre del año, mientras que en el primero esta variación había sido en promedio de 5.1%. La entrada de divisas por concepto de remesas llegó así en 2012 a 22,436 millones de dólares (mdd), algo menor que en 2011 (22,797 mdd). En el caso de la entrada de dólares a la economía por el rubro de ingresos por turismo, dicha entrada observó un repunte importante hacia la última parte del año, tanto en dólares ingresados como en flujo de visitantes que ingresaron al país. De tal manera que en el segundo semestre del año los ingresos por este rubro fueron mayores en 8.3% en términos de dólares y en 2.8% más visitantes, en comparación al mismo periodo del año anterior.

Gráfica 13

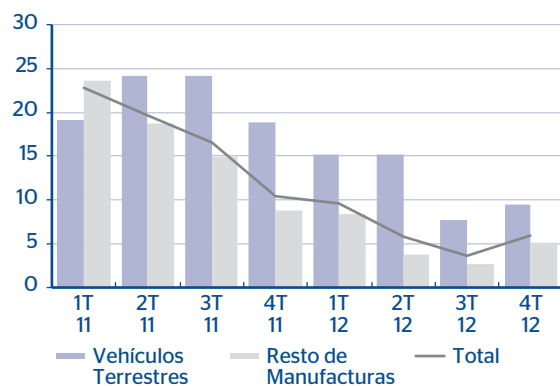
Exportaciones petroleras y manufactureras (Var % a/a y contribución al crecimiento)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 14

Exportación de Mercancías: Vehículos y Resto (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Buenos datos de empleo al final del año impulsan la demanda doméstica

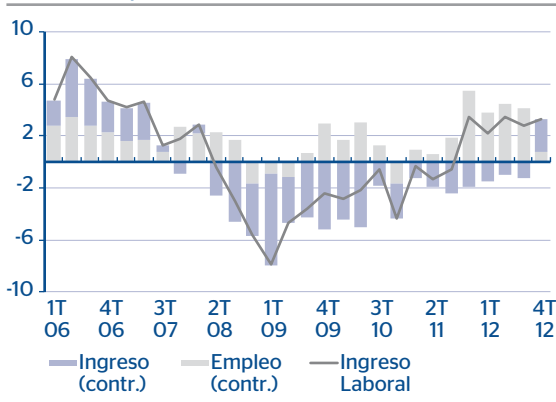
En la última parte del año continuó e incluso se aceleró ligeramente el ritmo de creación de empleo en el sector formal privado de la economía. Al último trimestre del año, el crecimiento en los trabajadores del IMSS se incrementó 4.7% (0.4% el incremento promedio mensual de los dos años anteriores). Cabe considerar sin embargo que, las cifras de ENOE que engloban a la totalidad de la fuerza laboral del país muestran que el crecimiento en el empleo del último trimestre fue significativamente menor y se ubicó en 0.8% anual. Destaca positivamente en el último trimestre el crecimiento en términos de ingreso laboral, que creció por primera vez desde 2008, compensando así el menor crecimiento en empleo respecto a meses previos. La otra cara de la moneda de esta expansión en el ingreso en términos reales que es conveniente considerar es el empleo por nivel de ingreso, donde destaca que la mayor parte de los nuevos empleos creados se ubican en rangos salariales bajos: entre 0 y 3 salarios mínimos, lo que constituye el principal limitante para la expansión sostenida de los componentes de demanda doméstica hacia el futuro.

Indicadores disponibles de consumo e inversión apuntan a que se habrá mantenido la estabilidad en el crecimiento del gasto de los hogares, y la inversión habrá continuado creciendo a buen ritmo al término del año. En particular, las ventas al menudeo se expandieron en el orden de 3.0% anual en el último trimestre, cifra ligeramente menor que el trimestre anterior, con esto el consumo privado de los hogares se habrá expandido cerca de 2.0% anual en el 4T12. Por su parte, con base en el indicador de importación de bienes de capital se puede adelantar que el componente importado de la inversión, la maquinaria y equipo importada habrá cerrado el año con buena expansión, lo que habrá contribuido a que la inversión total se haya expandido en el orden de 7.0% anual al último trimestre del año.

El escenario central de BBVA Research apunta a que en 2012 el ritmo de crecimiento de la economía se sitúe muy cerca del 4.0% a/a y que para 2013 se observe alguna moderación que lleve al crecimiento hasta el orden del 3.1%. Esta moderación va de la mano con la evolución esperada de la economía estadounidense donde se espera una tasa de crecimiento ligeramente menor a la del año anterior (2.2% en 2012, 1.8% en 2013). Este escenario no está exento de riesgos, relacionados principalmente con una eventual falta de resolución positiva de la situación fiscal en el país del norte que implicaría incluso recesión en aquel país. Por el lado positivo, las posibles desviaciones de este escenario central se basarían en una eventual aprobación de un paquete amplio de reformas estructurales que implicarían repunte en el crecimiento observado y de mediano plazo de la economía mexicana, como se analiza en el Recuadro 1 de esta revista.

Gráfica 15

Masa laboral total y contribuciones (Var % a/a y contr.)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 16

Empleo por nivel de ingreso (Var % a/a y contribuciones)



Fuente: BBVA Research con datos de Infosel

Recuadro 1: Impacto de posibles reformas en el PIB potencial de México

El crecimiento potencial se entiende como aquél que es congruente con el nivel de producción cuando los recursos se encuentran en su nivel de pleno empleo. El crecimiento potencial de la economía define la capacidad con la que se cuenta para crecer en el mediano y largo plazo, lo que refleja la eficiencia en el uso de los factores de la producción. Por su parte, el PIB potencial se relaciona también con el nivel de producción que una economía podría alcanzar sin sobreutilizar sus recursos, de modo que no se generen presiones inflacionarias.

En un contexto de discusión de reformas estructurales, es importante contar con una aproximación adecuada del crecimiento potencial de México, con el fin de evaluar su beneficio.

En el presente recuadro se describe la metodología del cálculo del PIB potencial para México y el pronóstico de este crecimiento, que en el escenario central planteado en esta publicación no considera la aprobación de ninguna reforma estructural, sino que se puede entender más bien como un escenario "inercial".¹ Adicionalmente, se estima el probable efecto de la eventual aprobación de reformas estructurales. A falta de mayor información sobre el curso concreto de las reformas, se elaboran dos posibles escenarios para cuantificar el efecto de las reformas energética y fiscal.

Estimación del PIB potencial para México

El concepto de producto potencial se relaciona en la teoría económica con la curva de oferta agregada de largo plazo, donde los precios y salarios son completamente flexibles, de tal forma que cambios en la demanda agregada no tienen efectos reales. Dos de los enfoques comúnmente utilizados son el basado en relaciones funcionales entre los factores de la producción. Para la medición del producto potencial de la economía se han empleado tradicionalmente tres enfoques: el primero incorpora la estimación de una función de producción tipo Cobb-Douglas, el segundo se trata de la estimación de un VAR estructural con restricciones de largo plazo, y finalmente el último utiliza métodos estadísticos con los que se pretende capturar el componente tendencial del Producto.²

La estimación del PIB potencial aquí presentado se basa en una función de producción del tipo Cobb-Douglas, $Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha}$, que en términos logarítmicos se expresa como $\ln Y_t = \ln A_t + \alpha \ln K_t + (1 - \alpha) \ln L_t$, donde Y es

el valor en términos reales del PIB, L el nivel de empleo y K el valor del acervo de capital también en términos reales. A es la productividad total de los factores (PTF) o residual de Solow, en referencia a Solow (1956) y que pretende medir la eficiencia con la que los factores se combinan.

El cálculo del Potencial se hace con base en series anuales desde 1960 del PIB en términos reales, proveniente de INEGI (factor Y), un nivel de capital (K) estimado construido con base en un supuesto de acervo de capital inicial K_0 para 1960³ y la adición de la inversión reportada por INEGI y depreciada a una tasa anual constante de 10%. El factor trabajo (L) se obtiene como resultado de la población activa y de la tasa de desempleo congruente con una inflación no acelerada o estable (NAIRU). Se suponen rendimientos constantes a escala, el parámetro α supuesto es de 0.35, lo que aproxima la participación de los factores correspondientes en el ingreso nacional. Los datos observados y calculados abarcan el periodo 1960 a 2011. A partir de 2012 y hasta 2020, la estimación se basa en el escenario central estimado por BBVA Research.

Con base en esta información, se calcula la PTF como un residuo aplicando filtros estadísticos para obtener los componentes tendenciales de las series, consistentes con dinámicas sostenibles en el largo plazo. Con base en esta metodología se estima que en ausencia de reformas, el PIB potencial de México se encontraría en torno a 2.8% en promedio para el periodo 2014 a 2018. La contribución de los factores en ese periodo se estima en 1.2% para el trabajo, 1.4% para el capital y 0.1% para la PTF.

Reformas Fiscal y Energética, una aproximación de sus efectos sobre el PIB potencial

En el caso de la reforma fiscal, se supone que ésta se implementa con el objetivo de generalizar la seguridad social a toda la población. De tal manera que las empresas y trabajadores formales ya no son responsables de realizar aportaciones a la seguridad social para financiar los seguros de enfermedades y maternidad; riesgos de trabajo; invalidez y vida; y retiro, cesantía en edad avanzada y vejez. De tal manera que el aumento de impuestos por medio de un aumento en el Impuesto al Valor Agregado (IVA) tendría como único fin compensar los ingresos públicos perdidos por esta reforma. Como resultado, los costos laborales del sector formal disminuirían y el efecto en crecimiento sería reducido. En particular, se supone una reducción en los

¹ Para más detalles ver "Una Estimación del PIB Potencial de la Economía Mexicana", en Revista Situación México, 4T2009.

² Uso de filtros estadísticos del tipo de Holdrick-Prescott o Baxter-King.

³ "Formación y Acervos de Capital para México, 1949-1999", A. Mariña Flores, UAM Azcapotzalco.

costos laborales adicionales al salario de únicamente un 33% sobre el nivel actual, y un efecto neutral en el PIB del aumento marginal en el IVA. La simulación de un modelo de crecimiento de dos sectores, uno formal y otro informal, sugiere que una reforma con estas condiciones generaría un aumento en los trabajadores formales que vendría acompañado de un aumento en capital, pues este factor es necesario para que los trabajadores formales se integren a la producción.⁴ Como resultado de esta reforma la inversión aumentaría en 1.7 puntos porcentuales en promedio, y ligeramente la población ocupada. Como resultado, el PIB potencial aumentaría 0.29 puntos porcentuales adicionales.

Respecto a la reforma energética, se considera que esta reforma implica en principio mayor inversión en el sector. Considerando como referencia que la inversión de PETROBRAS en el sector energético fue de 44.8 mil millones de dólares (mmdd) en 2010, y la de PEMEX fue de 19.5 mmdd, consideramos como un supuesto conservador que asume que se hace una inversión de 25 mmdd a lo largo de 5 años, lo cual implicaría que la inversión de PEMEX colocaría a esta empresa alrededor del lugar número 7 en cuanto a monto invertido, hasta el 4 en el primer año de la reforma.⁵ La mayor inversión en el sector petrolero implicaría que la inversión pasara de promediar 5.5% en el escenario central en el periodo 2014 a 2018, hasta 7.6% en el escenario con reforma energética. El PIB potencial estimado por el

incremento en acervo de capital y la reducción marginal en tasa de desempleo pasaría del 2.8% actual al 3.1% con esta reforma, para el horizonte considerado (2014 a 2018), es decir 0.28 puntos porcentuales adicionales.

Finalmente, es de esperar que aumentos en inversión y trabajo generen incentivos para la inversión en educación, y en investigación y desarrollo que contribuirían también a un aumento en productividad total de los factores (PTF). Con el fin de evaluar este efecto se estima una función de reacción del PTF en relación al capital y el trabajo. Los resultados muestran que el aumento adicional en PTF generaría un aumento en el PIB potencial de alrededor de 0.29% puntos porcentuales adicionales. Esto es congruente con la proporción del PTF en el PIB potencial ocurrida en Brasil tras el inicio de la implementación de reformas en 1997, entre las que destaca la petrolera. Esta proporción representa alrededor del 20% del PIB potencial.

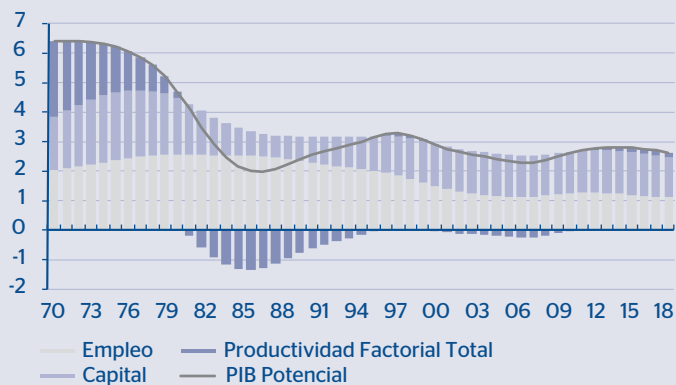
En suma, se estima que una reforma energética y una fiscal como las que se describen aquí podrían llevar el PIB potencial del 2.8% actual a niveles cercanos al 3.7%.

Referencias

Solow, R. (1956), "A Contribution to the Theory of Economic Growth", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 70, No. 1, pp. 65-94.
World Energy Outlook (2010), Global Energy Trends, OECD/IEA.

Gráfica 17

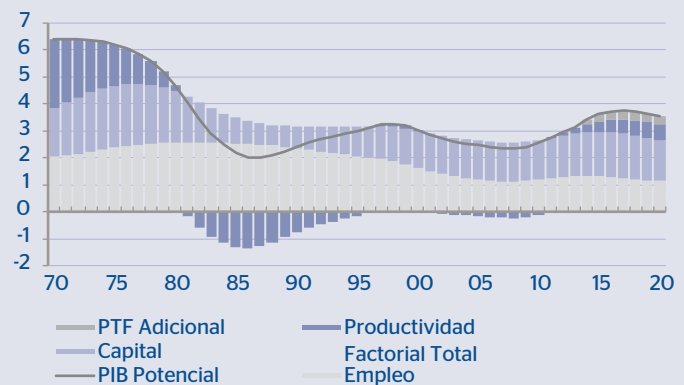
**PIB potencial estimado:
Escenario Base**



Fuente: BBVA Research, Bloomberg, y CONAPO

Gráfica 18

**PIB potencial estimado:
Escenario con Reformas**



Fuente: BBVA Research, Bloomberg, y CONAPO

⁴ El modelo se detalla en López Marmolejo (2006), "Barriers to work, underground economy and aggregate fluctuations". UAB mimeo. En este ejercicio no se considera el beneficio adicional de la seguridad social para el sector informal pues se asume que se neutraliza mediante un control más fuerte de este sector.

⁵ Fuente: World Energy Outlook 2010

Recuadro 2: Nuevas proyecciones demográficas oficiales de México

Recientemente el Consejo Nacional de Población (CONAPO) actualizó sus proyecciones para México de indicadores históricos demográficos. **La conciliación demográfica implica que para 2050 habrá 12.8% más habitantes en México que los proyectados anteriormente.** A continuación se hace un recuento de los principales cambios en proyecciones demográficas, se describe el estado actual de la población que vive en la República Mexicana, y se detallan las implicaciones que los nuevos datos oficiales de población tienen para la economía mexicana.

Con base en el Censo de Población y Vivienda de 2005 (CPV2005) la estimación de la población mexicana para 2010 se había situado en 108 millones de personas, que posteriormente se ajustó con base en los resultados preliminares del Censo de Población y Vivienda 2010 (CPV2010). Con este ajuste, la población en México ascendía a 112 millones de personas en 2010. En noviembre de 2012, sin embargo, CONAPO concluyó el proceso de conciliación demográfica generando así nuevos proyecciones demográficas oficiales hasta 2050. **Con base en estas nuevas proyecciones, la población en México fue de 114 millones en 2010. La diferencia entre las cifras de población con base en el censo 2005 y las basadas en el censo 2010 es de cerca de 6 millones de personas para el mismo año.**

La diferencia obedece principalmente a una tasa de natalidad mayor a la anticipada, así como a la tendencia decreciente en los flujos de emigración internacional.

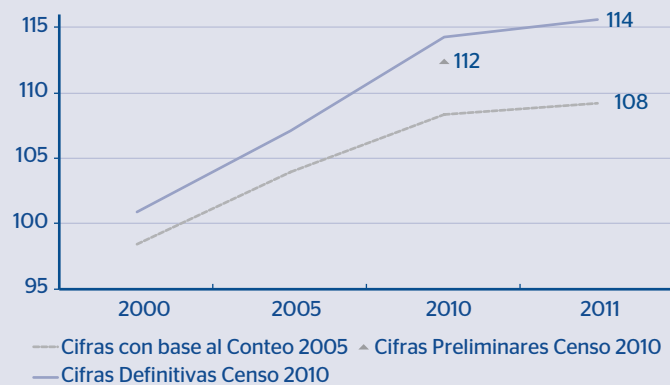
En los indicadores basados en el CPV2005 se calculaba una tasa de crecimiento natural (diferencia entre el número de nacimientos y de defunciones por cada cien habitantes) de 1.28% en 2010, mientras que los resultados definitivos del CPV2010 apuntan a que esta fue de 1.41%. Esta tasa llegaría a ser de 0.12% en el CPV2005 para 2050 y de 0.48% en el CPV2010. Por su parte, los flujos de emigración internacional que en el quinquenio 2000-2004 promediaban 549 mil personas (541 mil en la década anterior), se redujeron sensiblemente en los siguientes 5 años hasta 305 mil personas, en promedio.

Por las características de las diferencias demográficas, los grupos de edad donde se concentran los ajustes en la población son los niños (de 0 a 12 años) y en alguna medida jóvenes (alrededor de 13 a 25 años) y principalmente en la población femenina. La consecuencia natural de la mayor fecundidad a la estimada implica que para 2020, la pirámide poblacional se habrá “ensanchado” con lo que habrá más población infantil y juvenil. Los menores de 17 años serán en promedio, 20% más de lo estimado con cifras preliminares. Por su parte, y relacionado con el efecto de la menor migración, la población entre 18 y 39 años será 5% mayor a la originalmente calculada. La población entre 14 y 65 años de edad que actualmente suma 77.8 millones de personas (66.6% del total), será de 85.2 millones en 2020 (68.1% del total). Lo que representa un bono demográfico que sería positivo aprovechar.

Con base en las cifras definitivas del CPV2010, el mayor crecimiento demográfico y las tasas de migración esperadas,

Gráfica 19

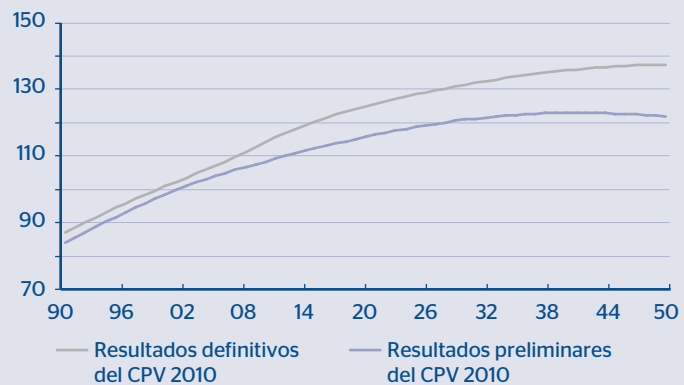
**Población en México:
Censo 2005 y Censo 2010**



Fuente: BBVA Research, Bloomberg, y CONAPO

Gráfica 20

**Estimaciones Oficiales de Población en México
(millones de personas)**



Fuente: BBVA Research y CONAPO

implican que para 2050 haya 72.4 millones de mujeres (52.7% del total) y 65.0 millones de hombres. La tasa de crecimiento natural se estimó en 2012 de 1.35%, y se reducirá hasta 0.48% en 2050. En las estimaciones de CONAPO, destaca la continua reducción en la tasa de fecundidad (definida como número medio de hijos que espera tener una mujer al final de su vida reproductiva de acuerdo con las tasas de fecundidad por edad observadas en un año dado) que en la década de los setenta se ubicaba en 6.1 hijos por mujer y actualmente es de 2.2 (2.1 para 2050).

Otras cifras relevantes en las nuevas proyecciones de población son como se mencionó, la reducción en la tasa esperada de migración internacional que se estima implicó una salida de 321 mil mexicanos en 2012 y ascenderá a 588 en 2050. Al interior del país no se esperan cambios significativos en los flujos de personas de un estado a otro.

El ajuste en población tiene efectos en términos de análisis económico, entre los que destacan las cifras sobre las condiciones del mercado laboral de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), y el cálculo del PIB potencial.

La Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo toma como base las cifras preliminares del Censo 2010 (112 millones de personas en dicho año) y con base en ellas hace una estimación trimestral de la población del país, esta encuesta aún no considera el más reciente ajuste de noviembre de 2012. Con este, las cifras absolutas de indicadores estratégicos de empleo, como son el número

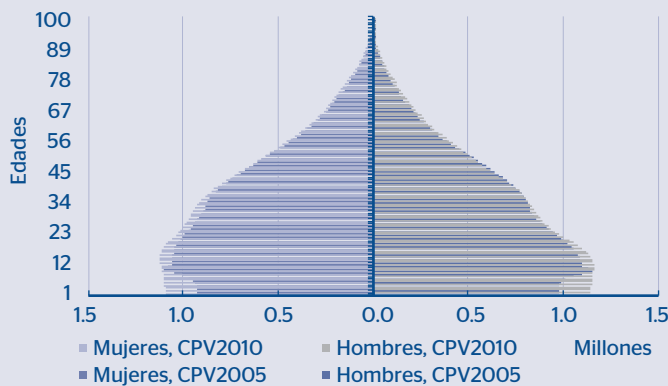
de ocupados (48.7 millones de personas promedio en el 3T12), y de desocupados (2.6 millones), habrán de ajustarse al alza con base en las nuevas proyecciones de población. Lo mismo ocurrirá con la estimación y proyecciones de la Población Económicamente Activa (51.4 millones de personas en el 3T12).

Otra consecuencia del cambio en población es un ajuste en el cálculo del PIB potencial, calculado de acuerdo con la teoría neoclásica de crecimiento económico como la combinación de los factores productivos trabajo y capital combinados con la tecnología disponible. La participación del factor trabajo se obtiene considerando la Población Económicamente Activa (PEA) y una tasa natural de desempleo estimada, con lo que los nuevos niveles de población implican una participación del factor trabajo más elevada. **Esta mayor participación se ve sin embargo compensada, a falta de un ajuste en el nivel del producto total de la economía, por la pérdida en productividad por trabajador**, con lo que el componente de productividad en la combinación de los factores de la producción será menor.

México cuenta ahora con cifras más atinadas del perfil y características de la población, lo cual es un valor en sí mismo por la ventaja que esto representa para la planeación y evaluación de políticas de desarrollo en todos los niveles. Uno de los retos a futuro para México será el sacar provecho del bono demográfico que se presentará en los próximos años.

Gráfica 21

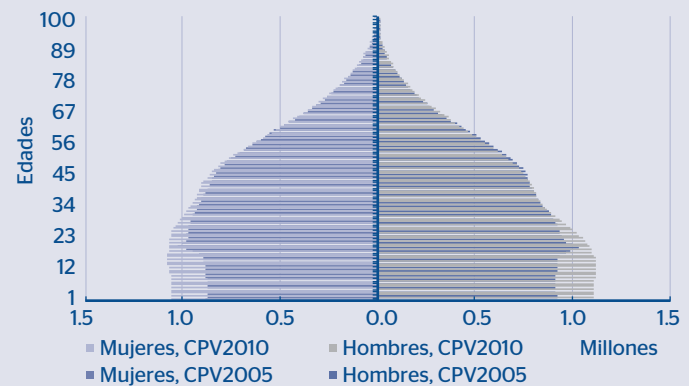
Estimaciones Oficiales de Población en México (millones de personas): 2010



Fuente: BBVA Research, Bloomberg, y CONAPO

Gráfica 22

Estimaciones Oficiales de Población en México (millones de personas): 2020



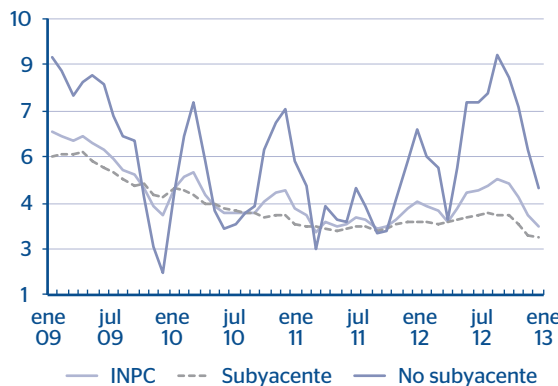
Fuente: BBVA Research, Bloomberg, y CONAPO

3.2 La inflación regresa al intervalo de variabilidad gracias a la dilución de choques de oferta y la ausencia de contagio a otros precios

La inflación anual se ubicó en promedio en 4.1% en el último trimestre de 2012, por encima del rango objetivo de Banxico. Esto se debió a que una serie de choques de oferta la impulsaron por encima de dicho umbral desde junio, hasta alcanzar un máximo de 4.8% en septiembre. Sin embargo, a partir de octubre la inflación comenzó un intenso proceso de desaceleración que la llevó a 3.6% en diciembre. La desaceleración de la inflación obedeció principalmente a tres factores: 1) los choques de oferta comenzaron a diluirse, 2) éstos no contaminaron al resto de los precios, y 3) las tarifas de la telefonía, particularmente de la telefonía móvil, sorprendieron con fuertes caídas durante noviembre y diciembre. (ver Recuadro 3 para un análisis de cambio estructural en los precios).

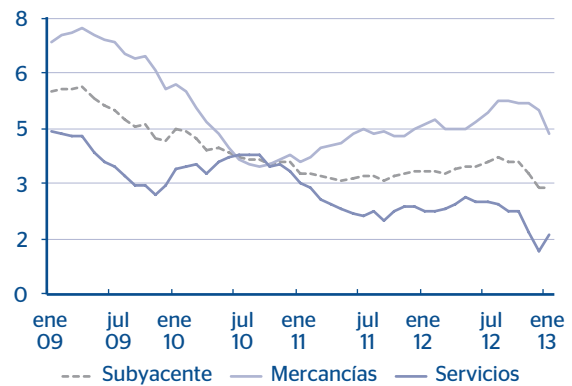
La aceleración experimentada por la inflación a mediados de 2012 ocurrió tanto en su componente subyacente como en el no subyacente. El incremento en el componente no subyacente fue generalizado, y únicamente el subíndice de las tarifas fijadas por los gobiernos locales se mantuvo estable y con una baja inflación. Por su parte, en el componente subyacente, el efecto estuvo más acotado y buena parte de los subíndices que lo integran no aceleraron su inflación. A continuación se detalla la dinámica de ambos componentes.

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



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 24
Inflación subyacente y componentes
(Var. % a/a)



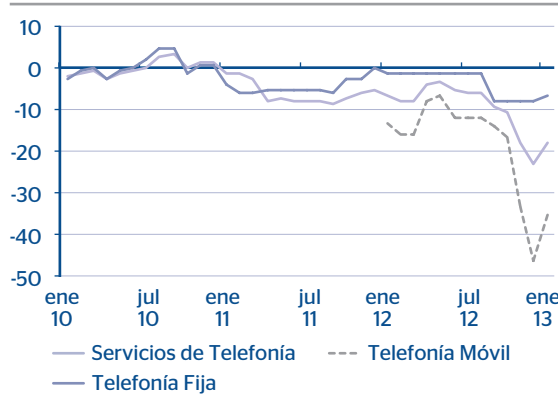
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Desde junio del año 2010 la inflación subyacente anual se ha mantenido por debajo de 4.0%; sin embargo, desde octubre de 2011 comenzó un lento proceso de aceleración al pasar de 3.1% en septiembre de 2011 a 3.7% en agosto de 2012. Esta evolución respondió a una sucesión de choques de oferta que afectó a sus subíndices de mercancías (i.e. alimentos procesados y resto de las mercancías). Entre estos choques podemos destacar el encarecimiento de los granos en los mercados internacionales debido a diversas perturbaciones de la producción en el mundo relacionadas con el clima, menor producción de algunos granos en nuestro país como el maíz y el frijol, y la debilidad que mostró el tipo de cambio entre enero y agosto de 2012 cuando se depreció en promedio 11.4%. En consecuencia, la inflación anual de los alimentos procesados se ha mantenido por encima de 4.0% desde diciembre de 2010, y alcanzó un máximo de 7.5% en octubre de 2011. Desde entonces comenzó a moderarse lentamente hasta ubicarse en 5.2% en enero de este año, la primera lectura por debajo de 6.0% en 21 meses. Por su parte, la inflación del resto de las mercancías superó el 4.0% a partir de agosto de 2012, pero dadas las mejores condiciones cambiarias durante el 4T12 y la holgura en la economía, en enero de este año disminuyó a 3.7%.

El subíndice de servicios ha sido el factor principal para que la inflación subyacente se haya mantenido por debajo de 4.0% por un periodo prolongado. En general sus tres componentes, vivienda, educación, y otros servicios, se han mantenido sin presiones, en consistencia con la holgura prevaleciente en la economía, e incluso en el caso de los otros servicios, cambios en la determinación de algunos precios específicos propiciaron una leve deflación en el mes de diciembre. Los precios de la vivienda y la educación se han mantenido estables desde el 2011, su inflación ha oscilado desde entonces en torno a 2.0% y 4.4%, respectivamente. No obstante, aunque no se esperan repentes abruptos en ninguno de los dos componentes, conforme continúe reduciéndose la capacidad ociosa en la economía, su inflación podría acelerarse ligeramente. Por su parte, la inflación de los otros servicios se ha mantenido por debajo de 3.0% anual desde marzo de 2011. Este componente sufrió una fuerte caída en su inflación desde junio del año pasado, que lo llevó a una deflación de -0.72% en términos anuales en diciembre de 2012, principalmente como consecuencia de reducciones inesperadas en los precios de los servicios telefónicos y en particular en las tarifas de la telefonía celular, las cuales en diciembre del año pasado mostraban una deflación de 46%. Estas caídas no se habían observado previamente y pueden deberse a diversos factores tecnológicos, regulatorios y de competencia en la industria.

Gráfica 25

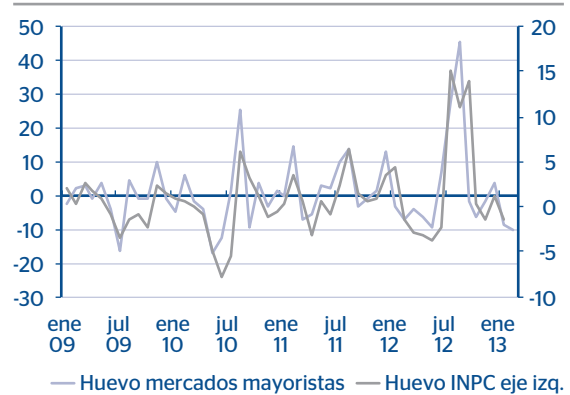
Inflación de servicios de telefonía y subcomponentes seleccionados (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 26

Inflación precio del huevo y precios en mercados mayoristas (Var. % m/m)



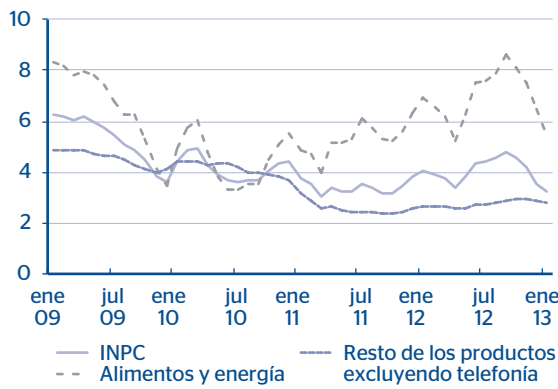
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y SNIIM

La inflación no subyacente fue en promedio de 6.5% en 2012; sin embargo, tuvo fuertes fluctuaciones a lo largo del año, ubicándose en su punto más bajo en 3.5% en abril y en el más alto en 8.8% en septiembre. Estas fuertes variaciones a lo largo del año no son excepcionales dada la naturaleza de sus componentes; no obstante, en 2012 existieron entre ellos fuertes contrastes. Los precios agropecuarios son un ejemplo: mientras que los precios de las frutas y verduras aumentaron en promedio 3.25% en el año, los precios de los productos pecuarios lo hicieron en 13.3%. Durante la primera mitad del año los precios de los productos pecuarios parecían haber empezado a moderar su inflación, al pasar de 12.7% en enero a 10.4% en marzo; sin embargo, el brote de influenza aviar en el occidente del país (el cual afectó primordialmente la producción de huevo) provocó una aceleración de estos precios que los llevó a alcanzar una inflación anual de 17.7% en septiembre. Este intenso choque de oferta evitó que la inflación de los productos agropecuarios fuera menor, cerrando el año en 9.2%. Por el lado de los precios públicos también existieron marcados contrastes, debido a que los precios de los energéticos mantuvieron en los primeros nueve meses del año una inflación superior a 7.5%, gracias a una combinación desfavorable de un peso débil y altos precios de los energéticos, particularmente del petróleo. Esta combinación presionó las tarifas eléctricas al alza y causó que desde finales de 2012 el gobierno deslizara los precios de la gasolina de forma más intensa, con lo que la inflación de los energéticos promedió 7.3% en 2012. En contraste, las tarifas fijadas por los gobiernos locales mantuvieron una inflación inferior a 1.0% buena parte del año constituyendo un ancla que contribuyó a que la inflación no subyacente no fuera aún más alta en los momentos de mayor presión.

Es importante destacar que la formación de precios en México ha resistido diversos choques que se han presentado en los últimos tres años, de tal manera que no se ha presentado contagio al resto de los precios, lo que implica que la actividad económica prevaleció como el principal factor en la determinación de precios. Esto se advierte al comparar la inflación de un índice que contiene los alimentos y la energía, con la de un índice que contiene el resto de los productos (excluyendo los servicios telefónicos para quitar un sesgo fuerte a la baja) y con el INPC. Se observa que las alzas sufridas por el INPC se deben en gran medida a los precios de la energía y los alimentos, y que estas alzas no contagiaron al resto de los precios, lo que implica que en general la actividad es uno de los principales factores que determinan la inflación, y que las expectativas de inflación no se contaminaron de manera relevante.

Gráfica 27

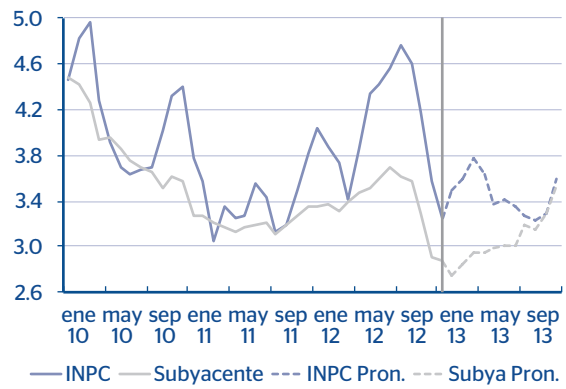
Inflación INPC; Alimentos y Energía y resto de productos excluyendo telefonía (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y SNIIM

Gráfica 28

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



Fuente: BBVA Research

Para 2013 se estima que la inflación se mantendrá por debajo de 4.0% durante el año y que al cierre se ubicará en torno a 3.6%. Esto se apoya en que la inflación subyacente se mantendrá baja gracias a la menor inflación de las mercancías y a que en los precios de los servicios no se anticipan repuntes abruptos. Lo anterior se debe a que aunque los precios de las materias primas siguen elevados, no se prevén choques adicionales al alza. Además, se estima que de mantenerse el crecimiento a nivel mundial, el peso se verá beneficiado, apreciándose respecto a los niveles de 2012, por lo que la inflación subyacente se ubicará al cierre del año en 3.5%. En cuanto a la inflación no subyacente, se verá beneficiada por la recuperación de la producción del huevo a nivel nacional, y a que no se prevén repuntes agudos en los precios de las frutas y verduras, además de que un peso fortalecido implica menores presiones en los precios de los energéticos incluso ante el encarecimiento del crudo, por lo que de momento no se anticipan oscilaciones abruptas en este componente derivadas de los precios pecuarios o energéticos.

Los principales riesgos de nuestro pronóstico son: 1) al alza, un repunte mayor al esperado de las tarifas fijadas por el sector público, choques de oferta que afecten los precios de los granos local e internacionalmente y/o un nuevo periodo de inestabilidad financiera que genere una depreciación del peso; y 2) a la baja, la posibilidad de un nuevo ciclo de fuertes caídas en los precios de la telefonía o una fuerte caída en la actividad que aumente la holgura en la economía.

Recuadro 3: ¿la inflación en México ha tenido cambios estructurales recientes?

Los años 70 y 80 en México se caracterizaron por ser un periodo de elevada inflación. No fue sino hasta los años 90, después de que se implementara un proceso para liberalizar la economía, se otorgara autonomía al Banco de México en abril de 1994, y se flexibilizara y normalizara el tipo de cambio, y se logran acuerdos para una disciplina fiscal, que la inflación entró en un claro proceso de estabilización. En el año 2002 el Banco Central anunció una meta de inflación de largo plazo del 3.0%, con un rango de variabilidad alrededor de dicha meta de más o menos un punto porcentual. Esta meta se ha alcanzado puntualmente desde el año 2004 durante breves periodos. La inflación promedio entre el año 2004 y 2012 ha sido de 4.26%, y la inflación se ha ubicado por debajo del rango máximo del intervalo de variabilidad el 44% de los meses de este periodo. Sin embargo, desde octubre del año 2012 la inflación ha mostrado una tendencia a la baja al pasar de 4.77% en septiembre a 3.57% en diciembre de ese año. Esta tendencia prosiguió en enero de 2013 cuando la inflación se ubicó en 3.25%. Este proceso de ajuste obedeció en parte a que diversos choques de oferta que se presentaron durante 2012, y que afectaron al alza a los componentes no subyacente y subyacente, se diluyeron. Adicionalmente se observó una intensa caída de la inflación en el subíndice otros servicios, al interior de la inflación subyacente, derivada de fuertes caídas en los precios de la telefonía, y particularmente en los precios de la telefonía celular. Este choque a la baja llevó tanto a la inflación subyacente como a la de otros servicios a ubicarse en sus tasas anuales mínimas históricas de 2.90% a/a y -0.72% a/a, respectivamente.

En este recuadro se analiza si la reciente caída en la inflación se debe a un cambio estructural en el conjunto de los precios, si tal vez se debe a un cambio estructural al interior

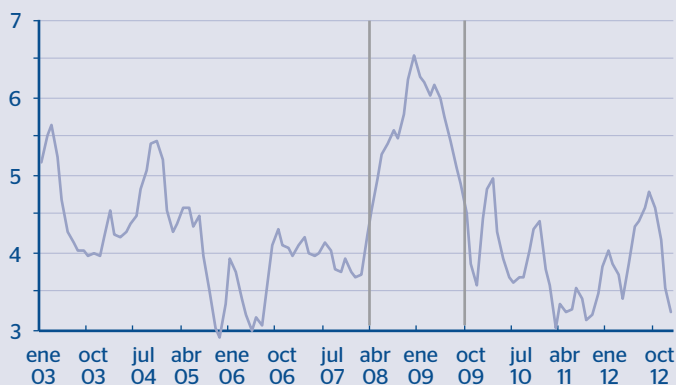
de algún subcomponente del índice de precios como o si se trata de un fenómeno temporal. Esto es de gran relevancia ya que contribuirá a evaluar si es posible que la inflación se ubique de manera consistente cerca del objetivo de 3.0% establecido por Banxico, lo cual a su vez podría resultar en cambios importantes de política monetaria

Primeramente, para analizar los cambios estructurales se realizan dos pruebas estadísticas a las series de la inflación anual general, subyacente, de servicios y de los otros servicios, así como también a sus respectivos índices de precios. Las pruebas realizadas fueron la de detección de raíces unitarias de Zivot y Andrews (1992) y la propuesta por Clemente, Montañés y Reyes (1998). Ambas pruebas además de detectar raíces unitarias, también detectan los periodos en los que ocurren cambios estructurales en las series, particularmente en el nivel y/o la pendiente. La diferencia primordial entre los resultados de ambas metodologías es que la prueba de Zivot y Andrews permite la detección de un periodo de cambio estructural mientras que la de Clemente et al. puede detectar dos periodos.

Dado a que en los últimos 18 años la inflación ha experimentado diversos cambios estructurales, la pruebas estadísticas al ser aplicadas desde principios de los años 90 detectan los cambios más próximos al inicio del periodo. Por ello, para poder detectar cambios recientes se estudia de manera alternativa una muestra que inicia en el año 2003. Al realizar las pruebas sobre la inflación general, la prueba Clemente et al. (CMR) indica que se dieron dos cambios estructurales en el periodo 2003-2012, uno en el tercer trimestre de 2008 cuando la inflación aumentó fuertemente al inicio de la crisis y otra en el primer trimestre de 2010 como resultado de diversos cambios

Gráfica 29

Periodos de cambio estructural para la inflación general



Fuente: BBVA Research en base a prueba de Clemente et al. (1998)

Gráfica 30

Periodos de cambio estructural para la inflación de otros servicios



Fuente: BBVA Research en base a prueba de Clemente et al. (1998)

fiscales. De manera coherente, la prueba de Zivot y Andrews (ZA) indica también la existencia de un cambio estructural en 2008. Así, las pruebas estadísticas no parecen mostrar que la inflación general haya tenido en el periodo reciente un cambio estructural que origine un menor nivel en esta variable. Al aplicar las pruebas sobre la inflación subyacente, el resultado de la prueba CMR es el mismo que el obtenido para el INPC. Este resultado se sostiene al realizar ambas pruebas en el subíndice de mercancías y sus componentes. Sin embargo, los resultados de la prueba CMR sobre el subíndice de servicios, que incluye los subcomponentes vivienda, educación y otros servicios, que a su vez contiene las telecomunicaciones, muestra la existencia de cambios estructurales en el tercer trimestre de 2009 y en el primer trimestre de 2011. El primer periodo se caracteriza por ser la parte final de la reducción de la inflación previo a su repunte por los cambios fiscales; y el segundo por incluir un cambio en la metodología para medir los precios de la telefonía donde se abre el genérico "servicio telefónico local" en dos componentes, telefonía fija y telefonía móvil. De manera consistente, en el subíndice de otros servicios donde se encuentran dichos genéricos se detectan dos periodos con cambio estructural, uno en el primer trimestre de 2010, justo tras el aumento de impuestos, y otro en diciembre de ese mismo año justo antes de los eventos relacionados con la telefonía arriba mencionados. Para controlar por los efectos de la telefonía se realiza la prueba CRM en un INPC que no incluye los precios de la telefonía, los resultados fueron consistentes con la prueba realizada sobre la inflación general completa.

Adicionalmente a las pruebas de cambio estructural de las series, se estima un modelo de determinación de precios similar al utilizado en el Observatorio Económico "La inflación, al ritmo de la holgura de factores productivos".¹ Esto con el fin de evaluar si el peso de los distintos determinantes de

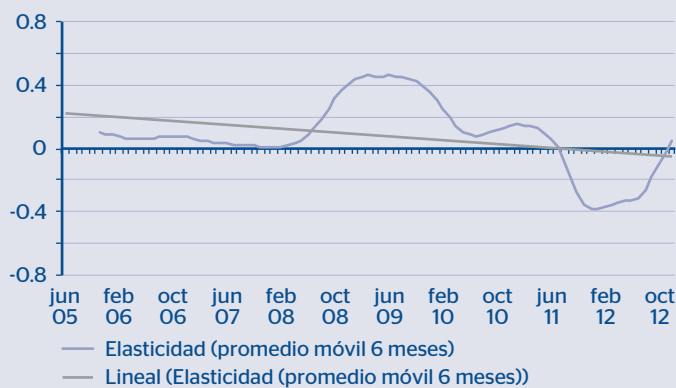
la inflación ha cambiado en forma relevante, lo que podría sugerir un cambio en el proceso de determinación de precios.

No se observan cambios sustanciales en el peso de los determinantes de la inflación general, mercancías, y no subyacente. No obstante, si hay indicios de algunos cambios en algunos de los subcomponentes de inflación. Por una parte, al estimar el efecto de la inflación de los productos que han sufrido de manera recurrente de choques de oferta como son energía y alimentos, sobre el resto de la inflación sin incluir telefonía, se observa una menor transferencia de dichos choques en 2011 y 2012. Esto podría deberse a que las condiciones de holgura en la economía limitan dicha transferencia, y a una mayor credibilidad del banco central, entre otros factores. Adicionalmente, las condiciones del mercado laboral han ganado peso para explicar la inflación en servicios y otros servicios. Este resultado puede sugerir dos elementos. Que ante niveles de desempleo altos o muy persistentes, las empresas se ven en la necesidad de ajustar los precios a la baja más que proporcionalmente. Esto pudiera ocurrir porque ante una fuerte caída en la demanda o una reducción de manera prolongada de ésta, las empresas se ven en la necesidad de hacer ajustes más pronunciados en los precios para maximizar beneficios. Otra posibilidad es que los precios en servicios han empezado a comportarse de manera más coherente con las condiciones del mercado laboral por distintos motivos, como serían una mayor competencia, decisiones regulatorias, o penetración de la tecnología.

Por lo tanto, se concluye que si bien parece haber cambios estructurales en el sector de telecomunicaciones, y un menor traspaso de los efectos de segundo orden provenientes de choques de oferta, no es claro un cambio estructural de manera generalizada en los precios en el país, particularmente en un contexto económico de marcada holgura.

Gráfica 31

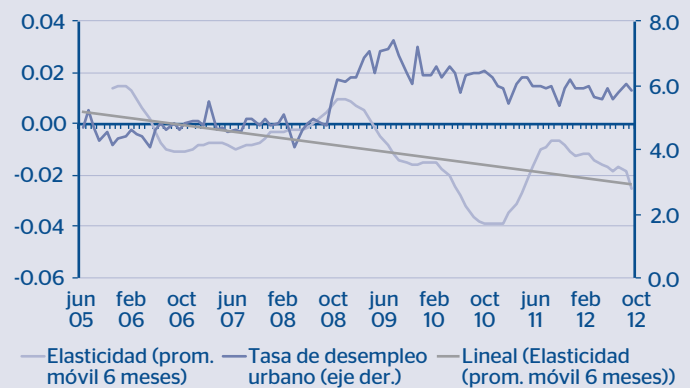
Estimación de efectos de segundo orden: elasticidad de la inflación sin energía, alimentos y telefonía, a la inflación en energía y alimentos



Fuente: BBVA Research en base a prueba de Clemente et al. (1998)

Gráfica 32

Estimación del efecto de las condiciones del mercado laboral en otros servicios: elasticidad de otros servicios al desempleo, y la tasa de desempleo urbano



Fuente: BBVA Research en base a prueba de Clemente et al. (1998)

¹ Disponible en http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/110801_InflacionMexico_71_tcm346-265004.pdf?ts=382011

3.3 El tono claramente acomodaticio de la comunicación de Banxico señala un recorte en los próximos meses

El tono de la comunicación de Banxico se tornó inesperadamente acomodaticio en la primera reunión del año, luego de que la inflación cayera de 4.18% en noviembre a 3.57% en diciembre, terminando el año al interior del intervalo de variabilidad del objetivo de inflación. El instituto central mantuvo explícitamente ligada su postura monetaria a la consolidación de la trayectoria descendente de la inflación y consideró que de conservarse dicha trayectoria sería aconsejable una reducción de la tasa de fondeo. El cambio en el tono de la comunicación resultó inesperado dada la gradualidad con la que Banxico suele modificar sus mensajes y en contraste con el mensaje de noviembre cuando se mencionó que de no consolidarse la trayectoria a la baja de la inflación un incremento en la tasa sería procedente. La gradualidad de la comunicación puede observarse en el periodo más reciente del alza de la inflación, en el que el tono se tornó claramente restrictivo a lo largo de cuatro meses aun cuando la inflación estuvo por encima del 4.0%.

De manera similar a años anteriores en los que la comunicación se tornó acomodaticia, el instituto central destacó que una reducción de tasa tendría el objetivo de facilitar el ajuste de la economía a una situación de menor crecimiento y menor inflación. Esta afirmación se sustenta en dos argumentos previamente planteados en la minuta de la reunión del 15 de marzo de 2012. Primero, el de la eficiencia de la política monetaria, el cual se basa en la idea de que la convergencia hacia la meta de inflación debe alcanzarse al menor costo posible para la economía en su conjunto. Ya en marzo de 2012, cuando la inflación había caído hasta 3.87% luego de estar por encima de 4.0% en enero, algunos miembros mencionaban que de continuar las condiciones de inflación y crecimiento imperantes “se podría lograr la convergencia a la meta con una tasa de interés más baja, lo que sería favorable para la economía”. Además, de acuerdo con la minuta de la reunión más reciente, se menciona que esta reducción de tasa debería comunicarse como una corrección de una sola vez que refleje las ganancias de la lucha contra la inflación y no como el inicio de un ciclo de relajamiento.

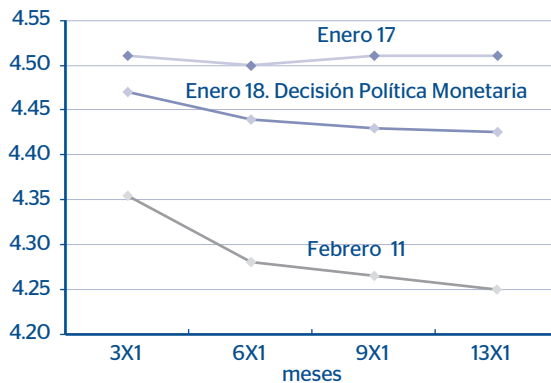
El segundo argumento es que la adecuada implementación de políticas monetarias y fiscales proporciona espacio al banco central para ajustar la política monetaria. En marzo de 2012 se mencionó que la credibilidad lograda en la última década, sustentada en una implementación por un tiempo prolongado de políticas monetaria y fiscal adecuadas, proporcionaba espacio al banco central para ajustar su política monetaria. De manera similar, en la reciente minuta se menciona que la reducción de la tasa de fondeo, aunada a la consolidación fiscal recientemente anunciada, podría contribuir a facilitar el ajuste de la economía a un entorno de menor crecimiento e inflación. En suma, se observa que tras la caída de la inflación y la mejora del balance de riesgos los argumentos estructurales han recobrado fuerza al interior de la junta de gobierno.

No obstante, hay algunos elementos adicionales en la comunicación que hacen distinto a este nuevo cambio de tono. Primero, las repetidas ocasiones en que el banco central ha indicado que la inflación en 2013 se mantendrá cerca del 3.0% y la inflación subyacente se ubicará por debajo de 3.0% denotan una mayor seguridad sobre la perspectiva de inflación y su movimiento hacia la convergencia, aun cuando la inflación no se ha encontrado en 3.0% por más de dos meses consecutivos en los últimos 12 años. Segundo, la desestimación de los riesgos al alza sobre la inflación en el corto plazo, al considerar los efectos de posibles choques de oferta o de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros como transitorios o limitados. Tercero, un mensaje un tanto pesimista en materia de actividad global que influye en la actividad doméstica. A estos elementos hay que añadir que esta comunicación se da con una inflación subyacente en niveles históricamente bajos, 2.88% en enero, y luego de que Banxico anticipó correctamente la caída de la inflación en diciembre, cuya magnitud apenas se ha observado en otras tres ocasiones en los últimos siete años.

El escenario de BBVA Research considera una inflación de 3.46% en promedio para lo que resta del año. En particular y de modo coincidente con Banxico, se espera que la inflación se incremente hacia el mes de abril para después caer hacia niveles de 3.3% promedio durante el último trimestre de 2013. Este comportamiento de la inflación parece estar en línea con la convergencia al objetivo. Este factor aunado al énfasis en el tono de la comunicación de Banxico sugiere que se llevará a cabo un recorte de la tasa de política monetaria de 50 puntos base (pb) durante el próximo mes de abril, una vez que se tenga más información sobre el desempeño de la actividad y la inflación.

Gráfica 33

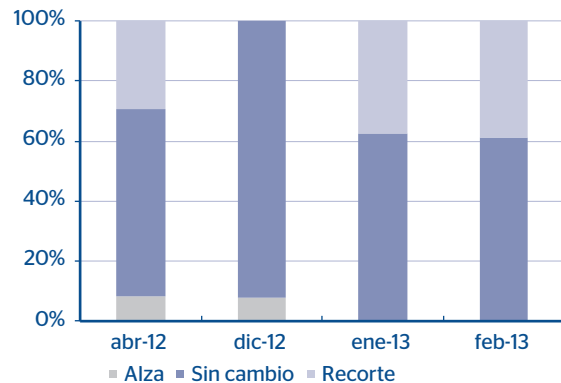
Expectativa de tasa de fondeo implícita en la curva IRS swap



Fuente: BBVA Research y Valmer

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

Tono inesperadamente acomodaticio de Banxico contribuye a que los mercados financieros volteen su mirada hacia factores domésticos

En los meses recientes la discusión en torno al llamado precipicio fiscal en EEUU y el cambio en el tono de la comunicación de Banxico han constituido los dos principales factores que han influido sobre el tipo de cambio. Una vez que se conoció que demócratas y republicanos mantendrían nuevamente la mayoría en el senado y la cámara de representantes de EEUU, respectivamente, la aversión global al riesgo repuntó, en una clara señal de la incertidumbre de que se pudiera alcanzar un acuerdo que pudiera evitar la entrada en vigor de recortes en el gasto e incrementos en impuestos del orden del 3.9 por ciento del PIB programados para el primer día de 2013. En los días subsiguientes de noviembre y diciembre el tipo de cambio se apreció desde 13.3 hasta 12.7 pesos por dólar luego de que el optimismo en torno a un acuerdo prevaleciera en el mercado. Sin embargo, y de forma similar a lo ocurrido en 2011 en la discusión sobre el techo de la deuda en EEUU, a medida que se acercaba el inicio del 2013 el peso registró una depreciación de alrededor de 2.4% que lo llevó a sobrepasar nuevamente los 13 pesos por dólar. Finalmente, hacia el final del primer día del 2013 la cámara de representantes de EEUU aprobó la propuesta del senado que postergó durante dos meses los recortes al gasto e incrementó los impuestos para aquellos hogares que perciben más de 400 mil dólares al año. Una vez conocido el acuerdo, la aversión global al riesgo se desplomó y los mercados financieros retomaron el camino hacia niveles no vistos desde antes de la crisis. El peso se apreció 3.4% entre el 28 de diciembre y el 17 de enero, lo que lo llevó a niveles por debajo de 12.60 pesos por dólar, apoyado adicionalmente en datos por encima de lo esperado en materia de empleo y del sector vivienda en EEUU.

El cambio de la tendencia apreciatoria ocurrió tras el tono más acomodaticio al esperado del comunicado de política monetaria de Banxico. En un mercado cambiario como el del peso en el que la abundante liquidez global ha generado oportunidades de arbitraje (véase Recuadro 4: El efecto de la liquidez global sobre las oportunidades de arbitraje para un análisis más detallado de este tema),

una reducción de la tasa de política monetaria se refleja en un menor rendimiento de las estrategias de inversión de corto plazo como el *carry trade*, y una depreciación de la moneda. De esta forma, el peso se depreció 0.9% en dos días y se desligó momentáneamente del riesgo global. Durante las últimas semanas el peso ha fluctuado entre 12.60 y 12.73 pesos por dólar en un entorno de aversión global al riesgo y riesgo soberano que se encuentran cerca de mínimos históricos. Adicionalmente, existe un optimismo en los mercados relacionado con la posibilidad de que México lleve a cabo reformas estructurales profundas, por lo que la presentación al Congreso de éstas podría contribuir a que el tipo de cambio mantenga una tendencia hacia la apreciación, pudiendo alcanzar incluso niveles cercanos a 12.30 pesos por dólar.

Hacia finales de febrero se retomará en EEUU la discusión sobre los recortes programados al gasto gubernamental y en mayo se tendrá que aprobar el nuevo techo de endeudamiento. Estos episodios muy probablemente contribuirán a que regrese la volatilidad al mercado cambiario.

Gráfica 35

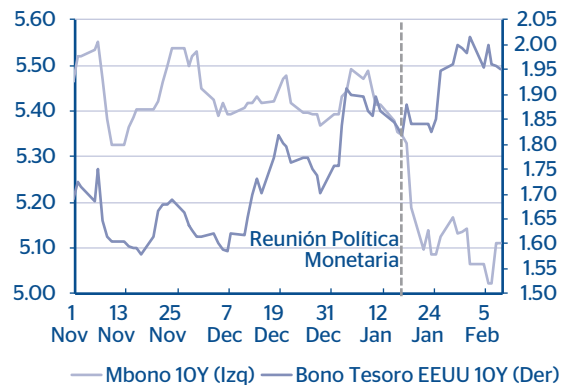
Tipo de cambio y riesgo global medido mediante el índice de volatilidad global, VIX (pesos por dólar y %)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 36

Rendimiento Mbono y bono del Tesoro EEUU a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En materia de tasas de corto plazo, durante el mes de diciembre los CETES a 28 días registraron una fuerte caída que ubicó su tasa de rendimiento en niveles por debajo de 4.0% por primera vez desde agosto de 2011. Este movimiento fue resultado de la entrada de flujos de inversionistas extranjeros por 8 mil millones de dólares, la mayor entrada mensual de flujos por parte de extranjeros en la historia para este tipo de instrumentos. Los inversionistas extranjeros respondieron a la caída en la cotización del tipo de cambio *forward* por debajo del spot, lo que permite que puedan proteger sus rendimientos en dólares e incrementa las oportunidades de arbitraje al asegurar un rendimiento en dólares aun mayor que el diferencial de tasas de interés entre México y EEUU (véase Recuadro 4: El efecto de la liquidez global sobre las oportunidades de arbitraje). Posteriormente, ante la mayor volatilidad del tipo de cambio, las tasas de CETES regresaron a sus niveles de los últimos meses.

Las tasas de largo plazo estuvieron fuertemente influidas por su correlación positiva con el bono del Tesoro de EEUU, incluso durante los días anteriores al acuerdo para posponer el precipicio fiscal. Esta correlación se perdió ante el tono más acomodaticio de Banxico y su pronóstico de que la inflación se encontrará en niveles cercanos al 3.0% el resto del año, de tal forma que la curva de tasas soberanas presentó una reducción que situó los rendimientos de largo plazo cerca de los niveles mínimos alcanzados en julio de 2012. Por ejemplo, el rendimiento a vencimiento del Mbono a 10 años se ha reducido 29pb desde la reunión de política monetaria del 18 de enero. En las próximas semanas se espera que la curva siga respondiendo a los datos de inflación y las expectativas del mercado de un recorte en la tasa de política monetaria.

Recuadro 4: El efecto de la liquidez global sobre las oportunidades de arbitraje

La adopción de medidas de política monetaria no convencionales por parte de los bancos centrales de países desarrollados durante los últimos años ha generado un incremento en la demanda de activos financieros de países emergentes ante la búsqueda de mayores rendimientos por parte de los inversionistas. Esta mayor demanda aunada a la reciente reducción de la aversión global al riesgo, luego de que se redujeran las probabilidades de un evento catastrófico en Europa y EEUU, han exacerbado las oportunidades de arbitraje en los mercados cambiarios, principalmente, de corto plazo. En particular, en el caso de México, durante el mes de diciembre las expectativas favorables del peso en el mercado *forward* ante una posible solución al llamado abismo fiscal en EEUU, generaron las condiciones para la entrada de flujos por parte de inversionistas extranjeros a Cetes por un monto máximo histórico de USD 8,000 millones con la finalidad de obtener rendimientos de la estrategia denominada *carry trade*. Esta estrategia consiste en la adopción de una posición corta en un instrumento denominado en moneda extranjera con una baja tasa de interés y una posición larga en un instrumento denominado en moneda local que paga mayores rendimientos que la contraparte extranjera y busca explotar la violación del principio de la paridad de tasas de interés, según la cual en un mercado eficiente, los movimientos del tipo de cambio se ajustan de tal forma que compensan el diferencial de tasas de interés entre dos países. Esto es:

$$f_{t+h,t} - s_t = i_t - i_t^* \quad (1)$$

$$\Delta s_{t+h,t}^e = s_{t+h,t}^e - s_t = i_t - i_t^* \quad (2)$$

donde i_t es el logaritmo de la tasa de interés doméstica,¹ i_t^* es el logaritmo de la tasa de interés foránea, $f_{t+h,t}$ es el logaritmo del *forward* del tipo de cambio para h periodos adelante en la fecha t , s_t es el logaritmo del tipo de cambio en el periodo t y $s_{t+h,t}^e$ es el logaritmo de la expectativa del tipo de cambio h periodos adelante en la fecha t . La ecuación 1 se denomina paridad cubierta de las tasas de interés (CIP), dado que al comprar un contrato *forward* de tipo de cambio la inversión está cubierta. La ecuación 2 por el contrario, denota una inversión en la que se incurre en un riesgo de tipo de cambio al no tener instrumento de cobertura, por lo cual se denomina paridad descubierta de las tasas de interés (UIP). Con la finalidad de analizar la relación entre el incremento en la liquidez global y la presencia de rendimientos positivos de la estrategia de *carry*

trade primero se lleva a cabo una prueba de la eficiencia del mercado cambiario en México, esto es, se verifica si se cumple o no la paridad de tasas de interés. Este ejercicio se basa en el trabajo de San Martín et al. (2009) para los plazos de 1, 3, 6 y 12 meses y parte del siguiente análisis de regresión:

$$(f_{t+h,t} - s_t) = \alpha + \beta (i_t - i_t^*) + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$(s_{t+h} - s_t) = \alpha + \beta (i_t - i_t^*) + \varepsilon_t \quad (4)$$

Donde ε_t es un error estocástico. Nótese que en la ecuación (4) la variable dependiente es la depreciación/apreciación observada, enfoque que se emplea en la literatura para probar la UIP.

Para que la paridad de tasas de interés se cumpla α y β no deben diferir significativamente de cero y uno, respectivamente. De acuerdo con los resultados de la estimación se concluye que se puede rechazar que la CIP y la UIP se cumplan para todos los plazos en cuestión con excepción del de 12 meses en el caso de la CIP. Esto indica la posible presencia de oportunidades de arbitraje sistemático en el mercado cambiario mexicano.

Adicionalmente, la estimación muestra que el coeficiente de β es mayor a uno en todos los casos, lo cual indica que para un inversionista extranjero las ganancias de especular en el mercado cambiario mediante estrategias como el *carry trade* son mayores que las de simplemente invertir en un instrumento a la tasa foránea. Si bien esta estimación en la muestra completa resulta relevante, lo es más aun conocer el comportamiento de este coeficiente a lo largo del tiempo, con la finalidad de analizar si está asociado a las mencionadas medidas no convencionales de política monetaria que han incrementado los flujos de inversión hacia los países emergentes. Para ello, se lleva a cabo un análisis de regresión con ventanas móviles de cuatro años de la ecuación 1 para los plazos de 1, 3, 6 y 12 meses. Las gráficas 1 y 2 muestran que el coeficiente β para los plazos de 1 y 3 meses se encuentra alrededor del 1 hasta finales de 2008 y posteriormente se incrementa a tasas crecientes hasta mediados de 2011. De hecho, los incrementos tanto en la magnitud como en la tasa de crecimiento del coeficiente coinciden con la entrada en vigor de las medidas no tradicionales de relajamiento monetario en EEUU (Quantitative easing [QE]). En particular, puede apreciarse en las gráficas 1 y 2 que tanto a finales de 2008 como de 2010, fechas en que entró en vigor el QE1 y el

¹ Como tasa de interés doméstica se utilizó la TIIE a diversos plazos, mientras que como tasa de interés foránea se considera la tasa LIBOR.

QE2, la pendiente del coeficiente se incrementa. Incluso en septiembre de 2012, cuando se anunció el QE3 el coeficiente vuelve a repuntar. Cabe señalar que para los plazos de 6 y 12 meses el coeficiente muestra una tendencia creciente aunque con mayor variabilidad.

Con el objetivo de corroborar lo mostrado en las gráficas respecto a la relación entre la posible existencia de ganancias del *carry trade* y la liquidez global, se lleva a cabo un análisis de regresión con el coeficiente β como variable dependiente y los activos del balance de la Reserva Federal de los EEUU (FED) y una constante como regresores.² En este caso, se considera a los activos de la FED como una aproximación de la liquidez a nivel global. Los resultados del análisis muestran que en todos los casos la variable de activos del balance de la FED es significativa para explicar el comportamiento del coeficiente β . En otras palabras, el incremento en la liquidez

global ha influido en la presencia de oportunidades de arbitraje sistemático en el mercado cambiario mexicano.

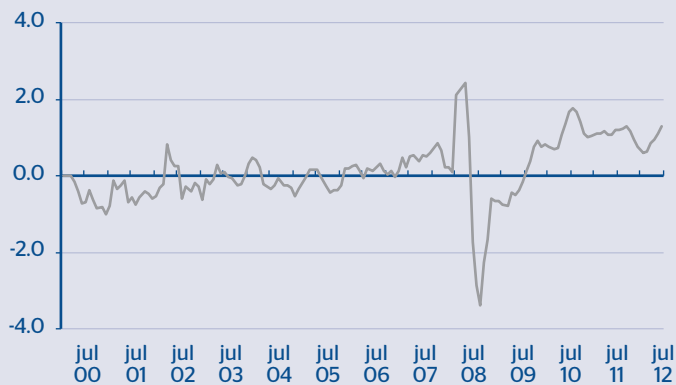
En suma, es posible rechazar la hipótesis de eficiencia en el mercado cambiario mexicano, lo cual ha dado lugar a la existencia de oportunidades de arbitraje sistemático que se han exacerbado ante los efectos de las medidas no convencionales de política monetaria en algunos países industrializados. En consecuencia, no se puede descartar que el retiro de estas medidas pueda generar episodios de volatilidad en los mercados financieros de los países emergentes.

Referencias

San Martín, Andrea y Gabriel López Moctezuma, 2009. "Ineficiencias en el mercado cambiario en México: ¿prima de riesgo o irracionalidad?" Tesis, Instituto Tecnológico Autónomo de México.

Gráfica 37

Rendimiento estrategia *carry trade* 1 mes (% anualizado)

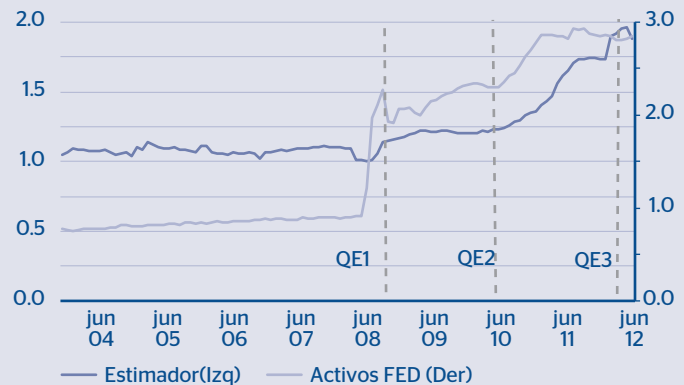


Fuente: BBVA Research

Nota: la estrategia supone una posición corta en un instrumento que paga libor a 1 mes y una posición larga en un instrumento que paga una tasa de TIIIE28 días.

Gráfica 38

Estimador β de la Paridad Cubierta de tasas de interés 1 mes y activos en el balance de la FED (USD trillones)



Fuente: BBVA Research

² La variable de activos en el balance de la reserva federal se introduce en niveles o en diferencias dependiendo de los resultados de las pruebas de raíces unitarias tanto de esta variable, como de la variable dependiente.

4. Previsiones

Cuadro 1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	2.4	1.8	2.2	1.8	2.3
UEM	1.9	1.5	-0.5	0.3	1.3
Alemania	4.0	3.1	0.9	1.0	2.0
Francia	1.6	1.7	0.0	0.4	1.5
Italia	1.8	0.6	-2.1	-0.7	0.9
España	-0.3	0.4	-1.3	-1.1	1.1
Reino Unido	1.8	0.9	0.0	1.0	1.9
América Latina *	6.2	4.3	2.8	3.5	3.7
México	5.4	3.9	3.9	3.1	3.1
Brasil	7.6	2.7	0.9	3.6	4.0
EAGLES **	8.4	6.6	5.1	5.8	6.1
Turquía	9.2	8.5	2.6	4.4	5.5
Asia-Pacífico	8.2	5.7	5.2	5.6	5.8
China	10.4	9.2	7.7	8.0	8.0
Asia (exc. China)	6.7	3.4	3.6	4.0	4.4
Mundo	5.1	3.9	3.2	3.6	4.1

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

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

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	1.6	3.1	2.0	2.1	2.2
UEM	1.6	2.7	2.5	1.6	1.5
Alemania	1.2	2.5	2.1	1.7	1.6
Francia	1.7	2.3	2.2	1.5	1.5
Italia	1.6	2.9	3.3	2.0	1.7
España	1.8	3.2	2.4	2.0	1.1
Reino Unido	3.3	4.5	2.8	2.5	2.0
América Latina *	6.4	8.0	7.5	8.1	8.3
México	4.2	3.4	4.1	3.5	3.7
Brasil	5.0	6.6	5.4	5.9	5.8
EAGLES **	5.3	6.0	4.2	4.4	4.5
Turquía	8.6	6.2	8.5	5.3	5.0
Asia-Pacífico	3.6	4.8	3.0	3.3	3.5
China	3.3	5.4	2.6	3.3	4.0
Asia (exc. China)	3.7	4.3	3.3	3.3	3.2
Mundo	3.8	5.2	4.1	3.9	3.9

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

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

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Servicio de Estudios Económicos
 del Grupo BBVA

Cuadro 3

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2011	2012	2013	2014	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13
Indicadores Macroeconómicos												
PIB (variación % real)	1.8	2.2	1.8	2.3	2.0	1.3	3.1	-0.1	2.0	1.9	2.5	2.3
Consumo personal (var. % real)	2.5	1.9	1.7	1.8	2.4	1.5	1.6	2.2	1.2	1.6	2.0	2.1
Consumo gobierno (var. % real)	-3.1	-1.7	-0.6	0.6	-3.0	-0.7	3.9	-6.6	0.0	0.0	2.0	0.4
Inversión fija bruta (var. % real)	6.6	8.4	6.9	7.0	9.8	4.5	0.9	9.7	9.2	6.3	6.4	7.0
Construcción	-1.4	11.9	10.4	6.5	20.6	8.4	13.6	15.3	10.4	8.2	7.0	6.6
Producción industrial (var. % real anual)	4.1	3.7	1.8	1.5	4.4	4.7	3.4	2.4	1.9	1.6	1.8	1.8
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-3.1	-3.1	-3.1	-3.6	-3.5	-3.0	-2.7	-3.7	-3.2	-3.1	-3.0	-3.1
Inflación anual (fin de periodo)	3.0	1.7	2.7	1.6	2.7	1.7	2.0	1.7	1.6	2.6	1.8	2.7
Inflación anual (promedio de periodo)	3.1	2.1	2.1	2.2	2.8	1.9	1.7	1.9	1.8	2.2	2.2	2.3
Balance fiscal primario (% del PIB)	-8.7	-7.0	-5.4	-3.8				-7.0				-5.4

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

Cuadro 4

Indicadores y Pronósticos México

	2010	2011	2012	2013	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13
Actividad Económica												
PIB (series desestacionalizadas)												
Variación % real anual	5.3	3.9	3.9	3.1	4.9	4.4	3.3	3.1	2.5	2.7	3.2	3.8
Por habitante en dólares	9,594.8	10,390.8	10,539.8	11,575.8	10,600.0	10,367.1	10,417.6	10,774.4	11,164.6	11,413.4	11,698.5	12,026.8
Miles de millones de dólares	1,032.5	1,139.4	1,192.4	1,327.6	1,174.7	1,140.1	1,193.1	1,261.9	1,275.2	1,285.4	1,345.3	1,404.4
Inflación (% prom.)												
General	4.2	3.4	4.1	3.5	3.9	3.9	4.6	4.1	3.5	3.6	3.3	3.4
Subyacente	3.9	3.2	3.4	3.0	3.3	3.5	3.6	3.3	2.8	3.0	3.0	3.2
Mercados Financieros (% fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	4.5	4.5	4.5	4.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.0	4.0	4.0
Cetes 28 días	4.4	4.4	3.9	3.9	4.3	4.4	4.2	3.9	4.4	4.1	3.9	3.9
TIIIE 28 días	4.9	4.8	4.8	4.5	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.4	4.4	4.4
Bono 10 años (% prom.)	6.9	6.8	5.7	5.0	6.2	5.9	5.3	5.4	5.0	4.9	4.9	5.2
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	12.7	12.5	13.1	12.6	12.9	13.6	13.1	13.0	12.7	12.8	12.5	12.3
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-3.4	-2.6	-3.1	-2.4	-	-	-	-3.1				-2.4
Sector Externo³												
Balanza comercial (mmd)	-2.9	-1.2	0.5	-6.4	1.9	1.6	-1.1	-2.0	0.6	-0.8	-2.1	-4.1
Cuenta corriente (mmd)	-1.7	-9.2	-8.9	-14.7	0.2	0.9	-3.7	-6.4	-2.8	-2.4	-3.6	-5.9
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.1	-0.8	-0.7	-1.1	0.1	0.3	-1.3	-2.0	-0.9	-0.7	-1.1	-1.7
Petróleo (mezcla mex., dpb, prom.)	72.3	101.1	101.8	98.4	110.5	100.6	99.7	96.6	98.9	97.7	98.5	98.6
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.7	4.3	4.6	4.1	4.4	4.6	4.7	4.8	4.4	4.1	4.0	4.0
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	5.4	5.2	5.0	4.7	5.1	5.0	4.8	5.0	4.8	4.7	4.6	4.5

Continúa en la siguiente página

Servicio de Estudios Económicos
del Grupo BBVA

Indicadores y Pronósticos México

	2010	2011	2012	2013	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13
Demanda Agregada ⁴ (Var % anual, desestacionalizada)												
Demanda Agregada Total	8.6	4.7	3.8	3.5	5.2	4.4	2.7	3.0	2.2	2.9	4.4	4.4
Demanda interna	4.9	3.9	3.8	3.5	5.1	4.2	2.8	3.4	2.8	3.6	3.8	3.7
Consumo	4.6	4.1	2.8	2.8	4.0	3.5	1.8	1.8	2.1	2.8	2.8	3.4
Privado	5.0	4.4	3.0	2.8	4.2	3.7	2.0	2.2	2.4	2.9	2.7	3.2
Público	2.3	2.1	1.3	2.5	3.1	2.3	0.6	-0.5	-0.1	2.4	3.2	4.3
Inversión	0.3	8.4	7.0	5.0	8.2	6.2	5.9	7.6	4.9	5.2	5.5	4.5
Privado	-0.2	13.9	4.8	5.0	9.2	4.9	1.2	3.9	3.2	5.0	7.1	4.8
Público	2.7	-7.3	12.1	7.2	4.3	9.5	18.4	16.2	15.2	6.3	4.6	3.5
Demanda Externa	21.7	7.6	4.0	3.1	5.8	5.1	2.7	2.3	-0.2	0.9	5.3	6.6
Importaciones	19.7	7.1	3.4	4.8	6.1	4.4	0.7	2.6	1.6	3.6	7.7	6.3
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	2.9	-2.4	6.1	1.9	6.7	11.3	1.5	5.6	1.3	2.1	1.4	2.7
Secundario	6.2	4.0	3.5	2.8	4.8	4.1	3.6	1.5	1.8	2.5	2.9	3.8
Minería	1.2	-1.0	1.1	-0.1	0.8	-0.2	1.9	2.1	-0.2	-0.2	0.1	-0.1
Electricidad	10.1	6.5	2.4	2.2	2.4	2.8	1.9	2.4	2.3	1.9	2.0	2.7
Construcción	-0.1	4.6	3.3	2.6	5.4	4.9	4.0	-1.1	-0.5	2.8	3.3	4.8
Manufactura	10.0	4.9	4.0	3.6	4.7	4.9	4.1	2.3	3.1	3.2	3.5	4.7
Terciario	5.5	4.7	3.8	3.5	4.4	4.7	3.1	3.2	2.9	2.9	3.8	4.2
Comercio	13.1	9.4	4.7	3.8	7.5	5.4	2.4	3.8	3.2	3.2	4.2	4.7
Transporte, correos y almacenamiento	7.6	3.2	3.9	4.0	5.2	4.1	3.6	2.9	3.8	3.9	3.7	4.5
Información en medios masivos	1.6	5.1	9.9	9.1	7.7	10.2	10.1	11.7	10.7	8.8	8.7	8.2
Serv. financieros y de seguros	13.1	10.1	8.9	7.0	12.7	11.6	6.3	5.5	4.3	5.3	8.1	10.1
Serv. inmov. y de alq. de bienes muebles e int.	1.9	2.4	2.1	1.7	2.4	2.2	2.9	1.1	1.2	1.2	2.1	2.3
Serv. profesionales, científicos y técnicos	-1.1	4.8	2.2	2.0	5.1	0.9	0.6	2.3	2.0	1.9	2.0	2.0
Dirección de corporativos y empresas	4.9	2.1	4.5	4.2	4.8	3.8	4.5	4.8	5.2	3.7	4.0	3.9
Serv. de apoyo a los neg., serv. de remediación	1.5	5.1	3.6	3.0	3.0	5.2	3.2	3.1	3.0	2.8	2.9	3.1
Serv. educativos	0.2	1.8	1.1	0.6	1.9	0.9	0.6	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5
Serv. de salud y de asistencia social	0.7	1.8	1.9	1.5	2.1	1.8	2.2	1.6	1.5	1.4	1.5	1.6
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	5.9	2.5	3.0	2.3	-0.2	3.5	5.9	2.9	2.4	2.2	2.3	2.3
Serv. de alojamiento tem. y prep. de alim. y beb.	3.2	2.5	5.1	4.7	4.6	4.2	5.7	5.8	4.8	4.6	4.7	4.7
Otros serv. excepto actividades del gobierno	1.0	2.9	3.8	3.1	3.4	4.5	4.3	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1
Actividades del gobierno	3.1	-2.3	0.1	0.2	2.0	2.1	-1.1	-2.5	-2.6	-1.4	2.4	2.4

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

Carlos Serrano

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

Javier Amador
javier.amadord@grupobbva.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

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

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 Domenech
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

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:

