

Análisis Macroeconómico

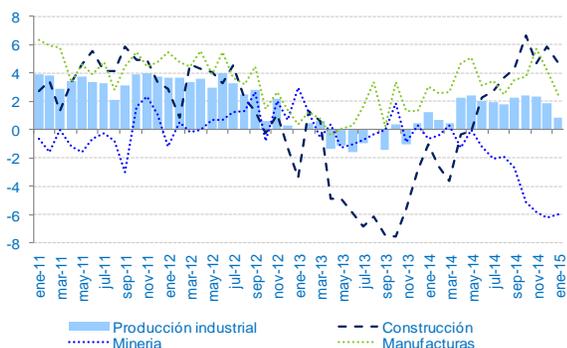
# Cae la producción industrial de enero 0.4% m/m, ae. Presiona a la baja las expectativas de crecimiento del primer trimestre de 2015

Arnoldo López / Juan Carlos Rivas Valdivia / Javier Amador / Iván Martínez / Javier Morales

## Lo que pasó esta semana...

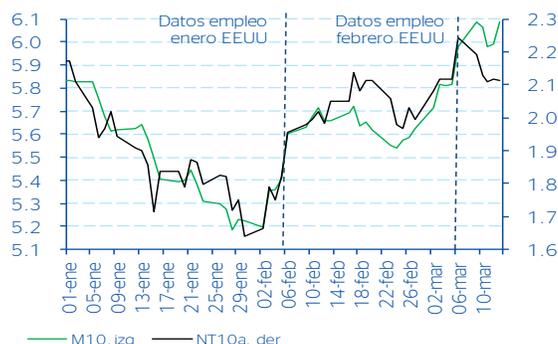
De acuerdo con el INEGI, la producción industrial de México cayó 0.4% en enero con respecto al mes anterior (m/m), con cifras ajustadas por estacionalidad (ae). En términos anuales apenas aumentó 0.8% anual (a/a), ae. En series originales producción industrial creció marginalmente un 0.3% a/a. El negativo desempeño mensual de la producción industrial de enero se debió principalmente a la caída de la construcción (-1.5% m/m, ae); de la minería (-0.5% m/m, ae), y de las manufacturas (-0.1% m/m, ae), ahora con una contracción por segundo mes consecutivo. La electricidad, gas y agua aumentó marginalmente (0.4% m/m, ae). El desempeño de la producción industrial en enero es una pésima noticia para el crecimiento económico del país para el primer trimestre y presiona a la baja las expectativas sobre la evolución económica en 2015. Este dato negativo se combina con una alta volatilidad de los mercados financieros y con la expectativa de aumentos en las tasas de interés y en una contracción fiscal, dados los bajos ingresos públicos vinculados a la caída en la producción y en los precios internacionales de la mezcla mexicana de petróleo. El dato de hoy también está relacionado con el fuerte vínculo de la industria mexicana con el sector externo, en particular con la evolución de las manufacturas de EE.UU, las cuales decrecieron en enero 0.4% m/m, ae. Nuevamente se pone en la mesa la destacada ausencia del mercado interno como motor de crecimiento del país para poder sobrellevar los vaivenes de la demanda externa. Esperamos que en los próximos meses haya una moderada actividad económica en el país, vinculada fuertemente a la debilidad de la demanda interna, lo que impone un fuerte sesgo a la baja en nuestra expectativa de crecimiento económico para 2015, ubicado actualmente en 3.5%.

Gráfica 1  
Producción industrial de México y sus componentes (Variación % anual, ae)



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI. ae = ajustado por estacionalidad.

Gráfica 2  
Rendimiento a vencimiento de bonos gubernamentales a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research con datos del Bloomberg.

**El Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) informó que en febrero el aumento mensual del número total de trabajadores registrados ante ese Instituto fue de 133,691.** En BBVA Research habíamos considerado que el aumento del número total de trabajadores registrados en el IMSS de febrero sería de 117,600. Por otra parte, el aumento acumulado en el número total de trabajadores de enero a febrero de 2015 fue de 193,475 personas y en dos meses de 2014 fue menor y de 147,538. Si bien los datos de los dos primeros meses de 2015 del aumento del empleo formal en el IMSS comparan de manera favorable con los de 2014, no hay que olvidar que gran parte de este incremento (posiblemente alrededor del 50%) podría deberse al efecto del programa de formalización del empleo que las autoridades laborales empezaron a llevar a cabo desde la segunda mitad de 2013. Esto implicaría que el resto del aumento del empleo formal (el restante 50%) que se ha estado observando de manera mensual estaría asociado con un mayor nivel de actividad económica. El resultado final para 2015 sería un importante aumento en el número de trabajadores afiliados al IMSS acompañado de un menor ritmo de crecimiento del PIB, como ha sucedido en 2013 y 2014.

**Los activos de emergentes (EM) sufrieron renovadas presiones esta semana por la preocupación ante la perspectiva de un alza de la tasa de fondos federales de la Fed a mediados de año. La próxima semana, se podrían intensificar las presiones si la Fed decide eliminar de su comunicado la referencia a que serán “pacientes”.** El dólar estadounidense se apreció de forma generalizada frente a las monedas emergentes; el renminbi chino y el peso mexicano fueron las únicas excepciones al cerrar la semana prácticamente sin cambios respecto al viernes pasado. Por ejemplo, el peso chileno, el peso colombiano y el real brasileño se depreciaron 1.8%, 3.2% y 5.7%, respectivamente frente al dólar esta semana. La decisión de la Comisión de Cambios de subastar diariamente 52mdd a partir del 11 de marzo y al menos hasta el 8 de junio para proveer liquidez al mercado cambiario evitó que el peso siguiera depreciándose esta semana. Las depreciaciones sufridas por otras divisas sugieren que no haberse anunciado esa medida el tipo de cambio peso-dólar hubiera alcanzado niveles de 15.8ppd o incluso mayores. Frente a las principales divisas, el dólar se apreció un 2.6% y acumula una apreciación de 10.9% en lo que va del año. El dólar se ubica en su nivel de mayor fortaleza frente al euro en los últimos doce años. Este fortalecimiento del dólar provocó caídas los mercados accionarios de EEUU, y lo anterior aunado a la aversión al riesgo se tradujo en pérdidas en los mercados accionarios alrededor del mundo. México tuvo una diferenciación positiva también en este mercado.

Por su parte, esta semana el Banco Central Europeo (BCE) comenzó su tan esperada compra de bonos y algunos bancos centrales alrededor anunciaron bajadas de sus tasas de interés, quizás adelantándose a las próximas subidas de la Fed. En un contexto de bajadas generalizadas en las tasas de interés europeas, las de las Notas del Tesoro de EEUU disminuyeron, interrumpiendo la reciente tendencia alcista tras las sorpresas positivas en los datos de empleo de enero y febrero, anunciados el 6 de febrero y el 6 de marzo, respectivamente. Así, el rendimiento de la Nota del Tesoro a 10 años disminuyó 13pb en la semana para ubicarse en 2.11%. En contraste, el rendimiento del bono M10 subió 11pb y cerró la semana en 6.09%, su nivel más alto desde mediados de diciembre de 2014. Principalmente dos factores podrían estar detrás de esta desincronización de movimientos en la última semana: i) la aversión al riesgo global que afectó las valuaciones de todos los activos de EM, y ii) la preocupación de que Banxico suba la tasa de referencia antes que la Fed. El primer factor podría seguir presente en las próximas semanas, en especial en la próxima tras la reunión de la Reserva Federal; el segundo debiera empezar a pesar menos hacia delante, seguimos pensando que los movimientos de política monetaria de Banxico estarán sincronizados con los de la Fed. Aunque, es importante señalar que los riesgos de traspaso del tipo de cambio a la inflación han aumentado por los niveles tan altos del tipo de cambio y por la perspectiva de que el peso podría continuar débil en los próximos meses ante el retador contexto global.

La próxima semana, el comunicado de la reunión de marzo de la Reserva Federal nos acercará un paso más al tan esperado aumento en la tasa de fondos federales. Si bien no anticipamos que la primera subida de tasas suceda hasta mediados de 2015, la reunión ofrecerá otra oportunidad para la Fed para prepararse para ese eventual cambio en la política monetaria. En particular, podríamos ver un cambio en la orientación hacia delante (*forward-guidance*) de su política monetaria, ya que tanto las minutas de la reunión de enero como el testimonio de la presidenta de la Reserva Federal Janet Yellen ante el Congreso insinuaron que eliminarían del lenguaje de su comunicado la referencia a ser "pacientes" más pronto que tarde. Las previsiones que publicarán después de la reunión podrían ayudar a aclarar cuando estiman que la inflación regresará de nuevo hacia su objetivo.

### ...Lo que viene en la siguiente semana

Estimamos que las ventas al menudeo de enero tendrán un incremento anual (a/a) de 2.9%, ajustado estacionalmente (ae). Esta información se dará a conocer el próximo 20 de marzo por el INEGI. El resultado estará relacionado con el desempeño de las ventas de la ANTAD que en tiendas totales aumentaron en enero 5.6% anual, ae y con el aumento de empleo formal observado en enero (59,784 empleos registrados en el IMSS). Cabe señalar que en diciembre las ventas al menudeo tuvieron un crecimiento anual de 1.9%, ae.

## Calendario de indicadores

México	Periodo del indicador	Fecha de publicación	Estimación BBVA	Consenso	Dato anterior
Ventas al menudeo (Variación % a/a, ae)	enero	20 mar	2.9	--	1.9
Estados Unidos	Periodo del indicador	Fecha de publicación	Estimación BBVA	Consenso	Dato anterior
Producción industrial (Variación % m/m, ae)	febrero	15 mar	0.10	0.20	0.15
Producción manufacturera (Variación % m/m, ae)	febrero	15 mar	-0.20	0.00	0.20
Inicio de construcción de casas (Variación % m/m, ae)	febrero	17 mar	0.56	-1.60	-2.00
Tasa objetivo de fondos federales (Tasas)	18 marzo	18 mar	0.25	0.25	0.25
Indicador adelantado del <i>Conference Board</i> (Variación % m/m, ae)	febrero	19 mar	0.20	0.20	0.20

Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg. ae = ajustado por estacionalidad. a/a = tasa de variación anual. m/m = tasa de variación mensual.

Mercados

Gráfica 3  
Índices accionarios MSCI  
(Índice 1ene2015=100)



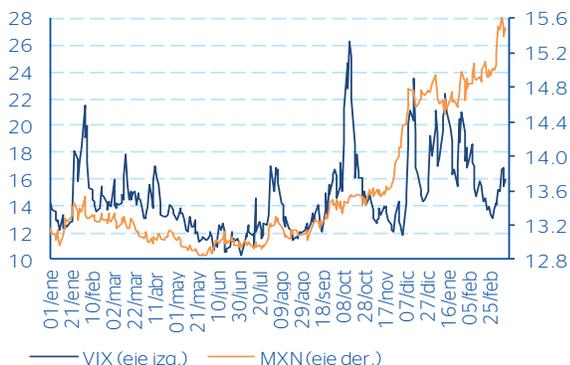
Fuente: BBVA Research, Bloomberg

Gráfica 4  
Rendimiento a vencimiento de bonos  
gubernamentales a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg

Gráfica 5  
Riesgo global y tipo de cambio  
(Índice VIX y pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg

Gráfica 6  
Divisas frente al dólar  
(Índice 13mar 2014=100)



\* Índices de divisas latinoamericanas y asiáticas de JP Morgan frente al dólar; promedios ponderados por comercio y liquidez.  
Fuente: BBVA Research, Bloomberg.

Información anual y previsiones

	2013	2014	2015
PIB México (Var % a/a)	1.4	2.1	3.5
Inflación general (% , promedio)	3.8	4.0	3.1
Inflación subyacente (% , promedio)	2.7	3.2	2.6
Fondeo (% , promedio)	3.8	3.2	3.2
M10 (% , promedio)	5.7	6.0	5.7
PIB Estados Unidos (Var % a/a, ae)	1.9	2.4	2.9

Fuente: BBVA Research.

## Publicaciones recientes

---

Fecha	Descripción
9 Mar 2015	➔ Flash Inflación México. Aún hay poca evidencia para sugerir que se han pasado los mayores costos de importación (por un peso más débil) a los precios al consumidor
13 Mar 2015	➔ Flash México. Cae la producción industrial de enero 0.4% m/m, ae

### AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) y por BBVA Bancomer. S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer, por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.