

Situación México

Segundo Trimestre 2013
Análisis Económico

- El crecimiento global se mantiene, pero aumenta la divergencia entre áreas
- Gracias a su estabilidad y la perspectiva de reformas, México se beneficia de la liquidez global, lo que a su vez apoya el crecimiento
- Las recientes propuestas de reforma mejorarían considerablemente la posición relativa de México frente a otras economías emergentes

Índice

1. En Resumen	1
2. Divergencias crecientes en la economía global	3
3. Gracias a su estabilidad y la perspectiva de reformas, México se beneficia de la liquidez global, lo que apoya el crecimiento	8
3.1 La perspectiva de crecimiento por arriba del 3.0% se mantiene, apoyada por condiciones de financiamiento favorables y perspectiva de mejora en demanda externa	8
Recuadro 1: La aprobación de la reforma de telecomunicaciones contribuirá a impulsar el sector y el crecimiento económico	12
Recuadro 2: Las recientes propuestas de reforma se enfocan adecuadamente en diversos sectores donde México se ha rezagado frente a otros países emergentes	13
3.2 Nuevos choques de oferta vuelven a elevar la inflación encima de 4.0%, mientras que la inflación subyacente registra su inflación más baja de la historia reciente	14
Recuadro 3: Expectativas de inflación de los consumidores y sus determinantes	17
3.3 Política monetaria acomodaticia a medida que la inflación se ubique dentro del intervalo de variabilidad del objetivo de inflación	20
Recuadro 4: Impacto de la posible instrumentación de reformas estructurales sobre el nivel de largo plazo del tipo de cambio	24
4. Previsiones	26

Fecha de cierre: 10 de mayo de 2013

1. En Resumen

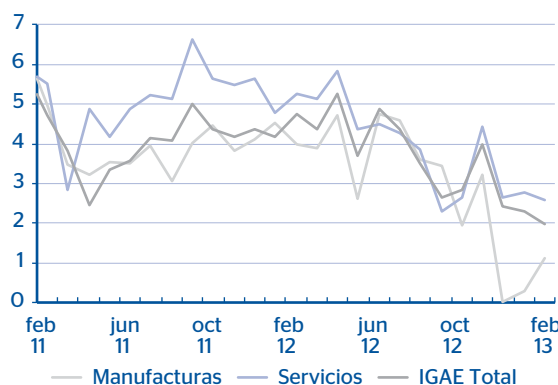
Gracias a su estabilidad y la perspectiva de reformas, México se beneficia de la liquidez global, lo que a su vez apoya un crecimiento sostenible

El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB en 2013 y 2014. El crecimiento trimestral del PIB mundial, estimado por BBVA Research en el 0.7%, habría superado ligeramente el 0.6% del último trimestre de 2012, pero los indicadores disponibles apuntan a una creciente dispersión de la actividad especialmente dentro de las economías más desarrolladas, donde la zona euro vuelve a quedarse rezagada frente a EE.UU. e incluso Japón. Con todo, se estima que el ritmo de la expansión global en 2013 será del 3.3%, sólo una décima sobre el crecimiento estimado para 2012. En 2014 se alcanzarían tasas cercanas al 4.0% si bien los riesgos siguen siendo a la baja.

En EE.UU, la fortaleza de la demanda privada frente al freno del ajuste fiscal sostiene sus perspectivas de crecimiento. La incertidumbre sobre la política fiscal a corto plazo ha disminuido respecto a escenarios que incluían el cierre de oficinas del gobierno (si bien no se han tomado todavía medidas creíbles de consolidación fiscal a largo plazo). La eliminación de algunas rebajas fiscales y la entrada en vigor de recortes de gasto no parecen haber supuesto finalmente un freno de consideración del gasto privado gracias a una expansión monetaria que mantiene unas condiciones de financiamiento muy favorables y contribuye a la mejora del ingreso y de la riqueza. Así, resulta razonable mantener las perspectivas de crecimiento de 2013 en el 1.8% a pesar de la sorpresa bajista de la demanda pública en el PIB del 4T12 y 1T13.

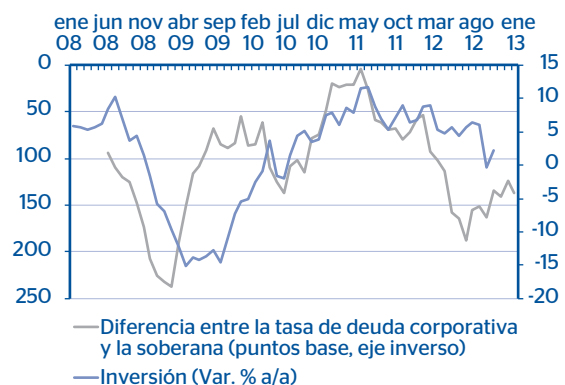
En México, la perspectiva de crecimiento mayor a 3.0% se mantiene apoyada por condiciones de financiamiento favorables y una menor posibilidad de riesgos externos. Las tasas de deuda gubernamental de mediano y largo plazo han bajado considerablemente. Esta mejora en las condiciones de financiamiento de la economía se ha trasladado a las condiciones de deuda corporativa, lo que a su vez apoya a la inversión privada. Los riesgos externos se han atenuado, como se mencionó, EEUU continua creciendo a un ritmo moderado, y los efectos de la consolidación fiscal en este país han resultado menores a lo esperado. En Europa, la política monetaria ha contribuido a que los nuevos shocks, como la reciente crisis de Chipre, tengan efectos más limitados sobre las condiciones de financiamiento de los países en la zona.

Gráfica 1
IGAE
(Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 2
Diferencia entre la tasa de deuda corporativa y la soberana, y la inversión total
(puntos base, y var. % a/a)



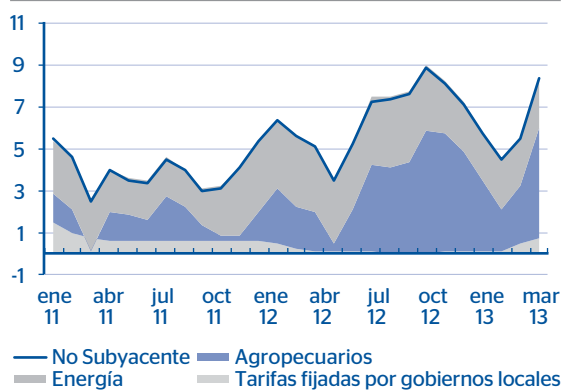
Fuente: BBVA Research e INEGI

A pesar de la desaceleración económica que se espera en el primer trimestre del año ante la debilidad de la demanda externa que repercute en menor producción industrial, se espera que hacia la segunda mitad del año el crecimiento se acelere. Esto como resultado de la normalización del gasto público, y un mayor crecimiento de la demanda de EEUU, una vez que hayan pasado los efectos de los recortes fiscales en aquel país. Cabe destacar que el sector servicios en México ha logrado mantener su perfil de crecimiento, en parte ayudado por la creación de empleo que continua. Adicionalmente, el país mantiene uno de sus principales activos, la estabilidad macroeconómica. Las finanzas públicas se mantienen en línea con el objetivo de equilibrio presupuestal del año, las reservas tienen un nivel favorable y continúan creciendo, las cuentas externas no observan desbalances, y la inflación regresará dentro del intervalo de variabilidad alrededor del objetivo. Por otra parte, México ha iniciado la implementación de reformas en los sectores donde comparativamente se ha rezagado, como es el caso del sector educativo, laboral, telecomunicaciones, y la seguridad pública, entre otros. Se espera que en la segunda parte del año el ánimo para promover reformas continúe, y sean presentadas propuestas adicionales.

En relación a la inflación, ésta regresará por abajo del 4.0% a medida que se disipen los choques de oferta dado que la inflación subyacente permanece anclada. Pese al buen comportamiento de la inflación a inicios de año cuando alcanzó en enero un nivel de 3.25% anual, la aparición de nuevos choques de oferta en los mercados agrícolas y pecuarios aunados a fuertes ajustes en las tarifas fijadas por los gobiernos locales provocaron que la inflación se acelerara por arriba de 4.0%. A pesar de esta nueva oleada de choques de oferta, la inflación subyacente logró mantenerse en torno a 3.0% en el trimestre gracias a una fuerte reducción de la inflación de las mercancías ayudada por la apreciación cambiaria, la ausencia de contagio de los choques de oferta al resto de precios, y la holgura en la economía. En la medida en que el reciente repunte de la inflación ha sido provocado principalmente por choques de oferta, se estima que la inflación comenzará a descender hacia el mes de mayo a medida que la oferta de productos se normalice, y que se ubicará al cierre del año por debajo del umbral de 4.0%.

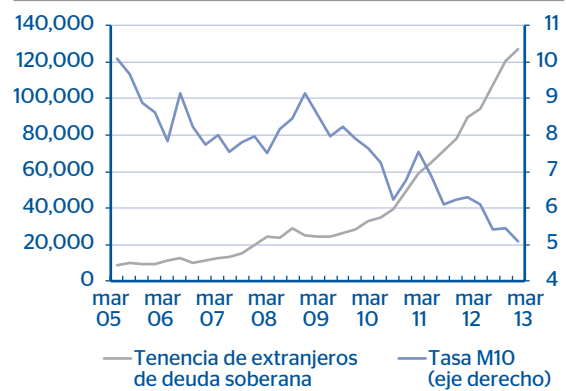
En los mercados financieros el entorno de búsqueda de rentabilidad producto de la abundante liquidez, y los buenos fundamentales de la economía, han influido de manera relevante en el incremento de la demanda de activos financieros mexicanos, lo que a su vez se ha reflejado en una apreciación del tipo de cambio y una caída de las tasas de interés. El peso ha fluctuado entre 11.9 y 12.3 pesos por dólar en las últimas semanas, niveles que parecen anticipar un nivel de largo plazo del tipo de cambio más apreciado después de que se instrumenten las reformas estructurales en un entorno de liquidez global. Por lo que hacia la segunda parte del año, el tipo de cambio podría alcanzar niveles por debajo de los 11.9 pesos por dólar en el momento en que la presentación y discusión de reformas se intensifique. Una adecuada instrumentación de las reformas estructurales en un entorno en que se mantiene la liquidez global podría permitir que México alcanzara menores tasas de interés y un tipo de cambio más apreciado en el mediano plazo.

Gráfica 3
Inflación no subyacente y sus componentes (Var. % a/a y contribuciones)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 4
Tenencia de extranjeros de deuda soberana y tasa de rendimiento del bono a 10 años (Millones de dólares y porcentaje, respectivamente)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg y Banxico.

2. Divergencias crecientes en la economía global

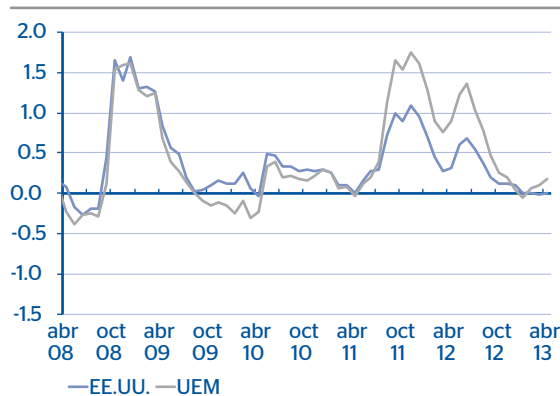
A lo largo de los últimos tres meses se han desvanecido algunas amenazas a la recuperación económica mundial, sin embargo, se registra una mayor divergencia entre distintas áreas. Así, la actividad está divergiendo entre EE.UU. y la Eurozona, donde además la debilidad ha llegado a las economías del centro. Por otro lado, a pesar de las dudas sobre la sostenibilidad en el largo plazo del crecimiento de China, o incluso sobre el crecimiento que se logre finalmente en 2013, no parece que se encamine hacia un ajuste brusco en el corto plazo. En el resto de las economías emergentes de Asia existe cierta decepción al comparar con unas expectativas de crecimiento con todo tal vez demasiado elevadas. Japón se encuentra en una ola de renovado optimismo económico aunque de momento se ha materializado únicamente en las valoraciones de algunos activos financieros y en indicadores de confianza; y no tanto aún en indicadores de actividad real.

La respuesta de los mercados financieros frente a eventos como la continuada incertidumbre sobre la definición de la política fiscal a largo plazo en EE.UU. por un lado, o la paralización política italiana y los eventos de Chipre y Portugal en la Eurozona por el otro, ha sido muy reducida (véase el gráfico 5). Así, se ha registrado una disminución de las primas de riesgo en la Eurozona, en gran parte por el apoyo implícito del programa OMT del BCE y por la fuerte liquidez global, que está beneficiando la búsqueda de rentabilidad y la consiguiente toma de riesgo financiero a nivel global. En consecuencia, casi todos los activos se están beneficiando de este cambio en la percepción casi con una única excepción, el repunte que se está dando en los indicadores de riesgo de crédito en el sector bancario de la Eurozona.

Los indicadores más recientes de perspectivas de actividad reflejan las divergencias existentes entre áreas. Con todo, se ha mantenido la senda de estabilidad en la confianza de las empresas manufactureras a nivel global, aunque con divergencias crecientes entre regiones (gráfico 6 y gráfico 7). En cualquier caso, la positiva evolución de los mercados financieros y la divergencia en las perspectivas cíclicas no han llevado todavía a ningún cambio significativo en la actividad o el comercio a nivel global. De acuerdo a nuestro indicador de actividad global BBVA-GAIN,¹ aún con los datos más recientes se mantiene la estimación de que el PIB mundial prosigue una senda de crecimiento a un ritmo constante del 0.7% trimestral (gráfico 8). Sin embargo, unas perspectivas más dispares entre las principales economías (en especial por la revisión a la baja del crecimiento esperado para la Eurozona y también en algunas economías de Asia emergente) frenan la intensidad de la recuperación esperada a lo largo de 2013 y 2014. En consecuencia, revisamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento de la economía mundial, hasta el 3.3% y 3.9% en 2013 y 2014, respectivamente, desde el 3.6% y 4.1%.

Gráfica 5

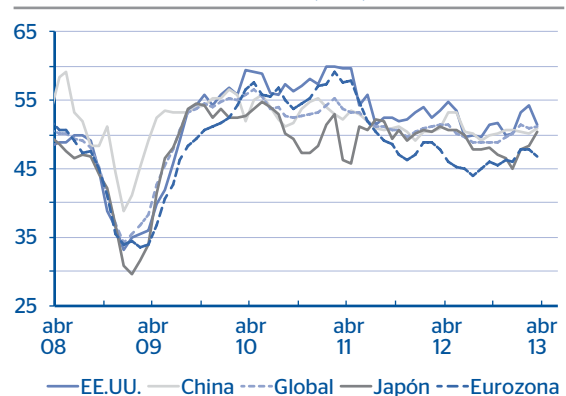
BBVA Indicador de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6

Indicadores de confianza (PMI)

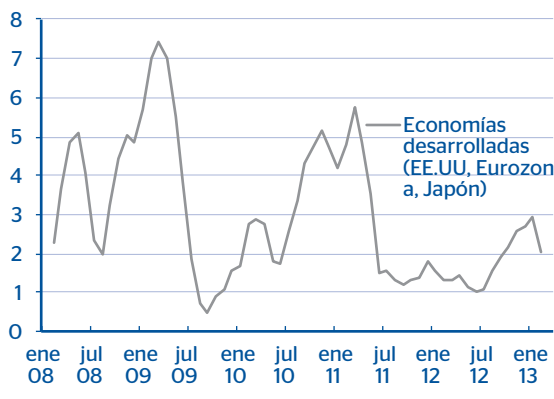


Fuente: Markit y BBVA Research

¹ Para más detalles, véase el Observatorio Económico de BBVA Research publicado el 6 de marzo de 2013: http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/130306_EcWatch_BBVAGAIN_tcm348-379375.pdf?ts=2942013

Gráfica 7

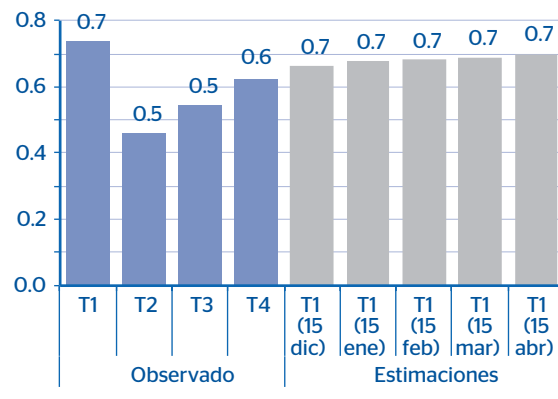
Ec. Desarrolladas: Desv estándar PMI Manufacturas (EE.UU, Eurozona y Japón)



Fuente: Markit, BBVA Research

Gráfica 8

Crecimiento global basado en BBVA-GAIN (%t/t)



Fuente: BBVA Research

¿Qué está detrás del sostenido crecimiento de EE.UU. a pesar de la incertidumbre en la definición de la política fiscal? La fortaleza del consumo privado y una continuada expansión monetaria

Los datos de crecimiento en el primer trimestre de 2013, aunque por debajo de las expectativas de mercado, vinieron a confirmar el mantenimiento del buen tono mostrado hasta ahora por el consumo privado. Esto se debe a una mejora de la situación laboral, en términos de empleo y salarios, y financiera de las familias (efecto riqueza). Así, el gasto privado se ha erigido como soporte al crecimiento de EE.UU. También ha ayudado el hecho de que los mercados financieros no se hayan visto afectados por eventos de riesgo foráneos como los procedentes del área del euro. Sin embargo, los indicadores más recientes de perspectivas cíclicas, las expectativas manufactureras, han descendido en marzo y abril a niveles compatibles con el estancamiento de la actividad en este sector, por lo que esperamos una moderación adicional del PIB en el segundo trimestre.²

Con todo, mantenemos sin cambios el escenario económico de EE.UU. en 2013 y 2014, con ritmos de crecimiento en el 1.8% y 2.3%, respectivamente, principalmente por dos motivos. En primer lugar, a pesar de la incertidumbre que rodeó el llamado “precipicio fiscal” y la entrada en vigor del sequester (recorte automático) del gasto público, el gasto privado ha dado muestras inequívocas de resistencia. En segundo lugar, porque estando las expectativas de inflación bien ancladas, la expansión cuantitativa (QE) se puede implementar sin problemas hasta que las perspectivas del mercado laboral hayan mejorado significativamente. Aunque los buenos datos de comienzo de año hicieron que un adelanto de la retirada de estímulos pareciera posible, la información más reciente indica que la economía americana está todavía lejos de unas tasas de crecimiento suficientemente robustas, por lo que la política monetaria seguirá siendo un soporte al crecimiento.

La Eurozona se estanca y el BCE comienza a actuar

El elemento más novedoso de la coyuntura en la Eurozona es la extensión de la debilidad de la actividad en los periféricos a las economías del centro del área, especialmente Francia, pero también Alemania y Holanda. En Francia, la incertidumbre en torno a la política impositiva y consolidación fiscal y la escasez de reformas están minando la confianza de los agentes económicos. En la misma línea, Alemania ha visto en abril como se renueva la tendencia a la baja de sus índices de confianza y está sufriendo las menores exportaciones a pesar de la resistencia de la demanda de países emergentes. Holanda,

² Para más detalles, véase el Observatorio Económico de BBVA Research del 1 de abril de 2013: http://www.bbvaeresearch.com/KETD/fbin/mult/130401_EconomicWatchEEUU_194_tcm348-381612.pdf?ts=3042013

por último, también ha visto intensificada su recesión como resultado de la caída de la inversión y el consumo de sus hogares y a pesar del buen comportamiento de sus exportaciones. Finalmente, en la periferia del área del euro cabe destacar la fuerte vuelta del apetito de riesgo a la deuda soberana periférica gracias al papel del BCE con su programa de compra de bonos en el mercado secundario y a la mejora de la liquidez global con la expansión cuantitativa de Japón. En particular, el bono a 10 años italiano alcanzó en abril su nivel más bajo desde noviembre de 2011, a pesar de la incertidumbre política. En esta misma línea de compresión de primas de riesgo, en España el bono a 10 años se mantuvo en el 4.5% en las últimas semanas.

Si bien los datos más recientes de ventas al menudeo y de producción industrial de febrero sugieren una cierta estabilización de la actividad de la Eurozona en los primeros meses del año, el deterioro de las encuestas de confianza apunta a que la recuperación está lejos de asentarse. Mientras, las autoridades de la Eurozona siguen en el proceso de construcción de la arquitectura económica del área (cómo llegar a un mercado bancario único) a la vez que existe un creciente debate sobre el grado apropiado de consolidación fiscal para lograr una senda creíble de reducción de déficit público y sostenibilidad de la deuda sin que a corto plazo se dé un deterioro tal de la actividad que haga vanos los esfuerzos de ajuste.

En cuanto a los avances en unión bancaria, el acuerdo alcanzado finalmente para la solución de la crisis de Chipre ha supuesto la puesta en práctica del modelo de rescate que se está negociando para el sector en el conjunto del área. Previamente al rescate, tendrá que haber una participación de los acreedores bancarios, incluyendo en caso necesario a depositantes no asegurados. Y en lo que se refiere a consolidación fiscal, las recientes declaraciones de la Comisión Europea apoyando el retraso de la consecución del objetivo del déficit público del 3.0% hasta 2016 en España van en la línea de dar mayor importancia a la calidad y la composición del ajuste que a la consecución de rápidas correcciones con potenciales efectos negativos sobre el crecimiento.

Con todo, nuestro escenario contempla una revisión a la baja del crecimiento en la Eurozona. Estimamos una caída del PIB en 2013 de -0.1% y un aumento del 1.0% en 2014, cuatro y tres décimas menos, respectivamente, de lo pronosticado en nuestra publicación de enero. Los riesgos, en todo caso, siguen sesgados a la baja, siendo clave que Alemania no se mantenga como la única fuente de crecimiento del área gracias a su fácil acceso a la financiación, elevada competitividad y mayor exposición a las fuentes de demanda global con mejor comportamiento.

La reducción de las tensiones financieras es un soporte para el crecimiento logrado con el programa del BCE para comprar deuda pública en el mercado secundario y asegurar así la transmisión de la política monetaria al conjunto de la economía. Pero con la caída del costo y la mejora del acceso a la financiación para los soberanos no basta la fragmentación de los mercados financieros del área se refleja en la muy distinta disponibilidad y costo del crédito a hogares y empresas a lo largo de la eurozona.

En un entorno en el que la debilidad económica se prolonga y se extiende a un mayor número de países, y la inflación se sitúa bien por debajo del objetivo, el BCE llevó a cabo un recorte de 25 puntos básicos en la tasa de referencia, del 0.75% al 0.50%, al tiempo que estrechó el corredor de las operaciones de crédito y depósito de +/- 75 puntos básicos a +/-50 pb. Igualmente, el BCE anunció el alargamiento de las subastas de liquidez para los bancos a tasa fija y sin restricción de cantidad mientras sea necesario y al menos hasta julio de 2014. Adicionalmente, el BCE inicia consultas con otras instituciones europeas (Banco Europeo de Inversiones y Comisión) para impulsar el mercado de instrumentos financieros respaldados por créditos a empresas, en un intento de abordar el acuciante problema del crédito a empresas en la periferia. Con todo, el impacto del recorte de tasas en la economía real podría ser limitado y dado que los riesgos siguen siendo a la baja, el BCE ha señalado que ante un deterioro adicional de las perspectivas económicas podría tomar medidas adicionales. Entre las medidas que se podría plantear el BCE estarían la reducción de la tasa de la facilidad de depósito a nivel negativo, así como adopción de medidas no estándar o apoyo a instituciones europeas en la provisión de crédito a PYMES.

En Asia persisten las dudas sobre la fortaleza del crecimiento de China. Optimismo en Japón por su masiva expansión cuantitativa

La economía de China pierde fuerza en el primer trimestre de 2013 con la sorpresa negativa de una débil inversión, a pesar de la mayor fortaleza de la demanda externa y de que el crecimiento se mantiene en línea con el objetivo del gobierno del 7.5% para 2013. Así, las medidas puestas en marcha para acotar la fragilidad financiera doméstica parecen haber contribuido a la desaceleración. No obstante, el cambio en el modelo de crecimiento hacia un mayor peso del consumo continúa. Con inflación también más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para endurecer las condiciones monetarias, por lo que las autoridades tienen margen de maniobra dado su compromiso con un crecimiento sostenible para lograr el objetivo de crecimiento anunciado. Con todo, nuestro escenario de crecimiento en China se mantiene inalterado en el 8.0% para 2013 y 2014.

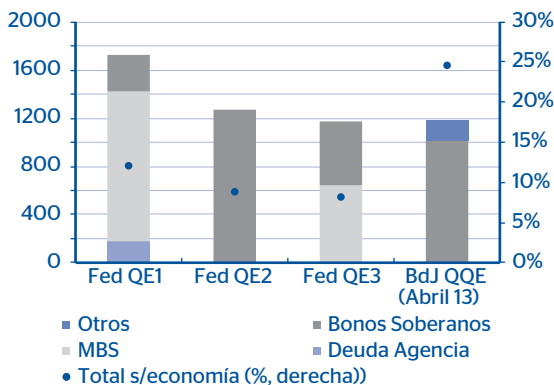
La economía japonesa, por otro lado, se beneficiará de una combinación de políticas de reactivación más agresivas de lo esperado. Entre ellas, una masiva expansión cuantitativa, cuya magnitud representa alrededor del 25% del PIB de Japón (cada una de las QE implementadas por la Fed representó en promedio un 10% de su PIB), con objeto de forzar cambios en las expectativas inflacionistas de la población para fomentar el crecimiento. Este impulso monetario será tanto más eficaz cuanto más se vea acompañado de medidas fiscales eficaces y, especialmente, de reformas estructurales. Así, nuestra previsión de crecimiento de la economía de Japón para 2013 y 2014 se mantiene en el 1.7%, por encima del 1.3% del consenso.

En cualquier caso, es difícil cuantificar el impacto de este nuevo movimiento político y saber cómo reaccionarán los inversores, dado que existen todavía muchas incertidumbres. Por ejemplo, en el ámbito global, si esta política tiene éxito en fomentar el crecimiento y la confianza a nivel nacional, podría generar mayores entradas de capital netas (en vez de salidas). Por otro lado, su impacto a nivel doméstico en Japón también resulta incierto, ya que la política del Banco de Japón conlleva algunos riesgos: fuerte volatilidad de los bonos soberanos (JGB), riesgos para los balances bancarios y los costos de endeudamiento del gobierno cuando los rendimientos nominales crezcan, en tanto en cuanto el Banco de Japón tenga éxito en el cumplimiento de su objetivo de inflación en el 2.0%.

No obstante, la nueva facilidad monetaria proporciona argumentos a favor para que los inversionistas japoneses inviertan cada vez más en el exterior. La demanda del Banco de Japón va a alejar a los inversionistas privados japoneses de los activos domésticos, ya que el banco central planea comprar alrededor del 70% de toda la nueva emisión de bonos soberanos. En consecuencia, la cuota de bonos del gobierno japonés en 2014 superará el 20%. Así, la asignación de fondos resultaría también incierta. El apetito de los inversionistas japoneses por los bonos estadounidenses se ha incrementado desde el inicio de la crisis de la Eurozona, pero también volvieron al mercado de valores europeo el año pasado. En particular, invirtieron en los países del centro de la Eurozona, como Francia, Holanda y Alemania y, por otro lado, detuvieron sus ventas de valores periféricos. En parte, esta tendencia relativa a periféricos ha cambiado recientemente. En este contexto, esperamos que la demanda de activos en euros se incremente siempre y cuando el riesgo de convertibilidad del euro no vuelva a estar presente.

Gráfica 9

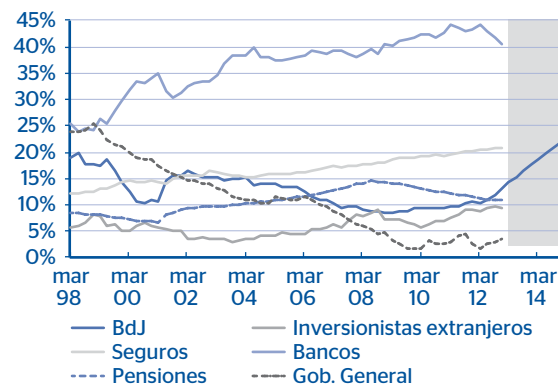
Rondas sucesivas de QE (bn USD), Fed y BdJ



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfica 10

Tenedores JGB desde 1998, estructura porcentual (%)



Fuente: Haver y BBVA Research

La laxitud monetaria de los desarrollados favorece la toma de riesgos, presiona a la baja las tasas largas y a la apreciación de las divisas emergentes

Los mercados financieros sigue dominado por el flujo de liquidez desde los bancos centrales; unas expectativas inflacionistas acordes –o inferiores– a los objetivos de los bancos centrales de la eurozona, EEUU y Japón; un balance de riesgos sobre el crecimiento neutral en EE.UU., sesgado a la baja en la eurozona y a la espera de mostrar en datos de actividad real las mejoras visibles ya en los indicadores de perspectivas.

Con todo ello, las tasas de largo plazo de los bonos de EE.UU. y, sobre todo, de Alemania han vuelto a la parte baja del rango de los últimos meses. La consiguiente búsqueda de rentabilidad en un entorno menos averso al riesgo ha favorecido, junto con la salvaguarda del BCE, la fuerte caída del rendimiento de la deuda pública en la periferia de la eurozona hasta niveles no registrados desde 2010. En este contexto, el capital fluye también a los mercados de renta fija emergente, especialmente a los más líquidos (Turquía, Brasil, México), anticipando las salidas de capitales que habrían de producirse desde Japón por el aumento de la demanda de deuda pública por parte del banco central de Japón.

En este entorno, el euro ha mostrado una gran resistencia al escenario de debilidad cíclica del área. La menor probabilidad de los escenarios de mayor riesgo y una política monetaria en Europa comparativamente menos acomodaticia que la de otros bancos centrales han actuado de soporte del euro. En ausencia de eventos de riesgo importantes en Europa y mientras no se produzcan sorpresas en la estrategia de salida del QE por parte de la FED, el euro podría seguir cotizando en el rango actual 1.30 y 1.32 dólares por euro a finales de este año. Ello no descarta que se registren episodios de apreciación del dólar como resultado de un balance de riesgos cíclicos y de reacción de los respectivos bancos centrales que pone el sesgo bajista y acomodaticio más en Europa que en EE.UU.

3 Gracias a su estabilidad y la perspectiva de reformas, México se beneficia de la liquidez global, lo que apoya el crecimiento

3.1 La perspectiva de crecimiento por arriba del 3.0% se mantiene, apoyada por condiciones de financiamiento favorables y perspectiva de mejora en demanda externa

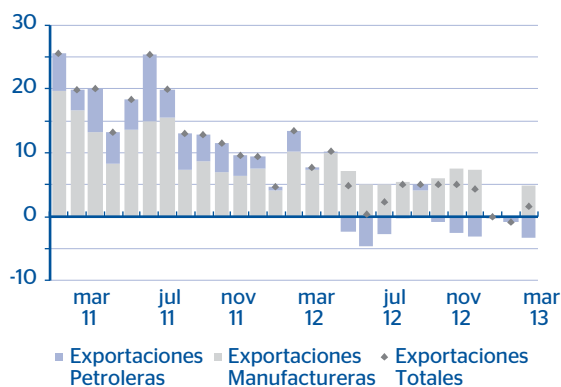
Durante el primer trimestre del año, la actividad económica marchó a un ritmo más lento de lo esperado hace tres meses. Tanto los impulsos externos como los internos perdieron aceleración. La perspectiva de mejora de la demanda externa para el segundo semestre del año contribuye sin embargo, a mantener la perspectiva de crecimiento del PIB para este año en el orden de 3.1%.

Las exportaciones de México han moderado su ritmo de crecimiento, desde el 6.1% a/a en 2012, hasta el 0.0% a/a en promedio en el 1T13. Tanto las exportaciones manufactureras (82.0% del total) como las petroleras (14.2% del total) se han moderado, en el primer caso desde 8.3% en 2012 hasta 2.1% en el 1T, y en el segundo siendo la desaceleración la continuación de la caída observada desde 2012 (-9.4% en el 2012, -9.4% en el 1T13).

Los ingresos por exportaciones petroleras de México han decrecido consistentemente desde 2012, ya que mientras que el volumen exportado se ha mantenido relativamente constante (1,256 mdbd (miles de barriles diarios) en promedio en 2012, 1,204 mdbd en el 1T13), el precio promedio por barril ha tendido a decrecer desde mediados de 2012, desde su nivel más alto de 112.8 dpb (dólares por barril) en marzo de 2012 hasta 104 dpb en el 1T13.

Gráfica 11

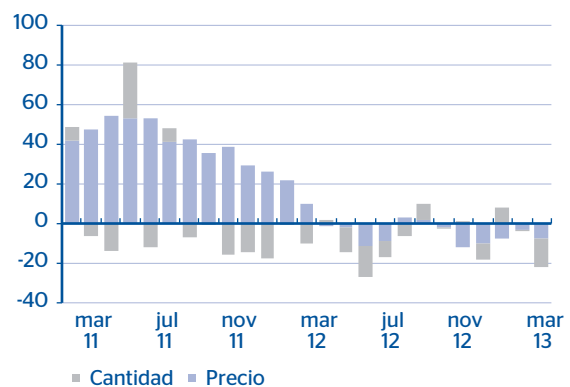
Exportaciones mexicanas (Var. % a/a y contribuciones al crecimiento)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 12

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



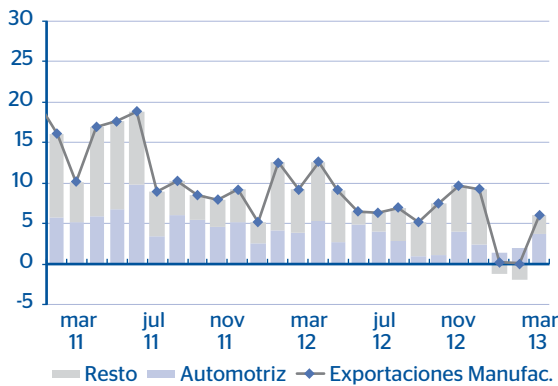
Fuente: BBVA Research e INEGI

Por su parte, el ingreso por exportaciones manufactureras ha reflejado un menor crecimiento de la demanda externa, con lo que el índice de producción manufacturera estadounidense y el mexicano han mostrado ambos menores ritmos de expansión en relación a un año atrás. El ingreso por exportaciones manufactureras que sumó en 2012 370,892 mdd, ha acumulado en los primeros tres meses del año 92,848 mdd, cifra prácticamente igual que en el mismo periodo del año pasado. Conviene destacar

que entre la producción manufacturera dedicada a la exportación, continúa destacando la industria automotriz, cuyas exportaciones representan en torno a 30% del total y su crecimiento en los primeros tres meses del año se ha mantenido elevado: 8.3% mayor que un año atrás. El resto de las ramas de exportación, en contraste, reportaron durante los tres primeros meses del año una ligera contracción, equivalente a (-)0.3% a/a, con lo que el total de exportaciones manufactureras en términos de dólares ha sido 2.1% mayor que un año atrás en el 1T13, positivo pero muy por debajo del crecimiento promedio de las exportaciones manufactureras en 2012, de 8.3%.

Gráfica 13

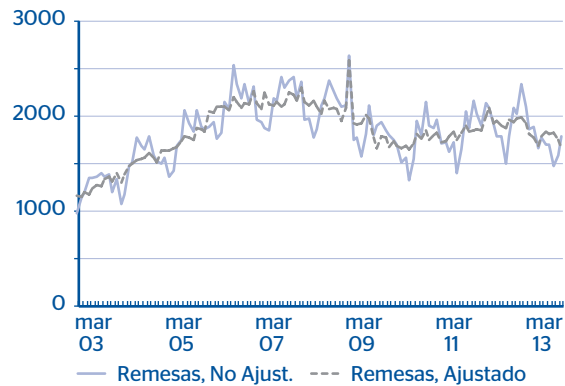
**Exportaciones manufactureras
(Var % a/a y contribución al crecimiento)**



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 14

**Remesas
(Millones de dólares)**



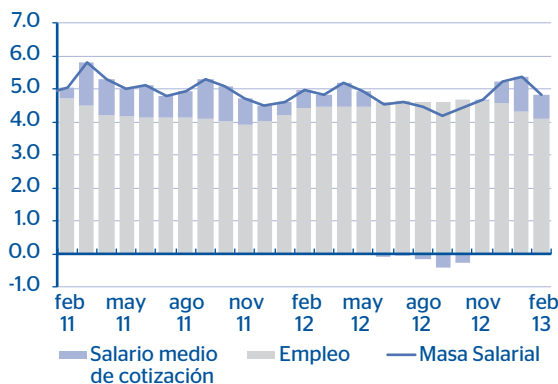
Fuente: BBVA Research e INEGI

La moderación en el crecimiento de las exportaciones a lo largo de 2012 y su continuación en los primeros meses de 2013, deriva tanto de las exportaciones dirigidas al mercado estadounidense, como, principalmente, en las dirigidas al resto del mundo, dada la debilidad de diversas economías.

Por otra parte, la entrada de divisas por concepto de remesas de trabajadores mexicanos en el extranjero ha presentado una tendencia decreciente desde 2012, llegando el nivel observado en marzo a ser el más bajo desde enero de 2010, y una de las tasas de caída más fuertes en la serie (-14.7%) y acumulando 9 meses de caídas en términos anuales. En esto ha influido principalmente la dinámica del empleo en sectores receptores de mano de obra mexicana, lo que se observa en una tasa de desempleo de migrantes mexicanos de 7.7% en promedio, en los tres primeros meses del año.

Gráfica 15

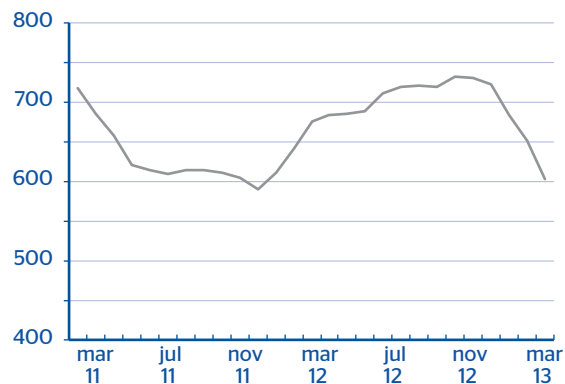
**Masa salarial en el sector formal privado
(Var % a/a y contribución al crecimiento)**



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 16

**Creación anual de empleo en el sector formal privado
(Miles de personas)**



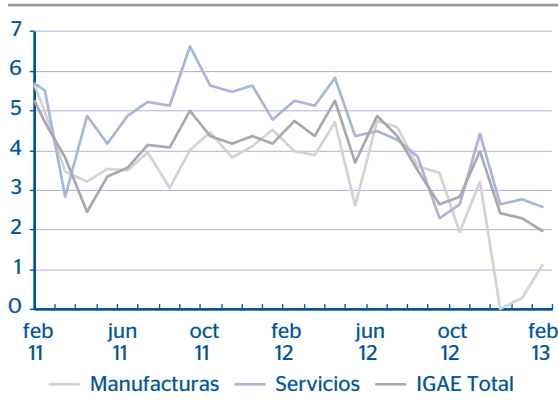
Fuente: BBVA Research e INEGI

La moderación en demanda externa se reflejó también en la moderación en importaciones, como era de esperarse, particularmente de bienes intermedios (más vinculados con las exportaciones manufactureras). Los otros componentes de las importaciones, de bienes de consumo y de capital han tenido dinámicas contrastantes, destacando positivamente las importaciones de bienes de consumo, con tendencia creciente en contraste con la importación de bienes de capital, vinculados con la inversión de empresas en equipo y maquinaria.

Componentes clave de la demanda interna como empleo y salarios reales crecieron en los primeros meses de 2013 a menor ritmo que en el trimestre previo. Si bien la tasa de crecimiento de la masa salarial se mantiene relativamente estable en torno a 5.0% anual, destaca la moderación en los últimos meses en el ritmo de creación de empleo, que pasó de un crecimiento anual promedio de 4.5% en 2012, a 4.1% en los primeros tres meses de 2013. Destaca entre los sectores con mayor caída en empleo el de la construcción que en los últimos 9 meses ha disminuido consistentemente el número de empleos creados. Por su parte, en la industria manufacturera también se ha reflejado la menor demanda externa, aunque cabe mencionar que la disminución de empleo ha sido menos que proporcional a la demanda (4.5% a/a en 1T13, vs 4.7% en 2012).

Gráfica 17

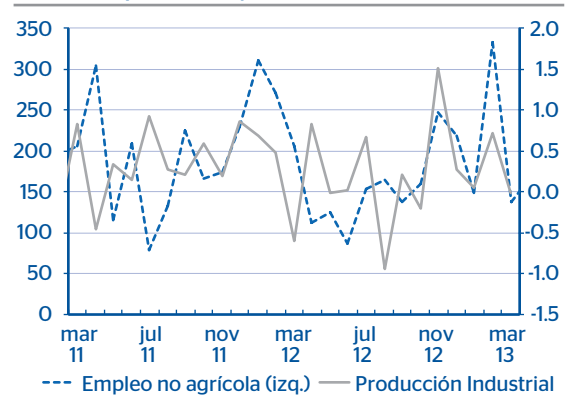
IGAE
(Var % a/a)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 18

Indicadores de EEUU: empleo e industria
(miles de personas y var % m/m)



Fuente: BBVA Research e INEGI

El indicador de ventas al menudeo se ha ajustado en mayor medida en los últimos meses, mientras que la dinámica en otros servicios ha compensado parcialmente la pérdida de impulso en la industria. Muestra de ello es que el IGAE (Indicador Global de Actividad Económica) se ha moderado solo ligeramente, y el IGAE del sector servicios continua creciendo a niveles cercanos al 3.0%. Cabe mencionar que en los primeros meses del año, el financiamiento bancario ha continuado apuntalando el crecimiento en sus tres componentes, consumo, vivienda y empresas.

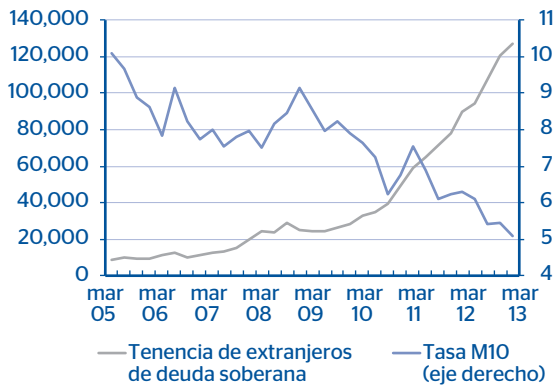
Por otra parte, los indicadores más oportunos relacionados con demanda externa muestran una mejoría. En particular la economía estadounidense ha continuado creando empleo a tasas favorables, y la producción industrial continua creciendo. Esto aunado a la disminución en tensiones financieras globales y el acuerdo para evitar el abismo fiscal sugiere que el ritmo de la actividad económica repuntará en aquel país induciendo así una mayor demanda por productos mexicanos. Es decir, se estima que la moderación es de carácter temporal y se espera una mejora relevante hacia la segunda parte de 2013.

Adicionalmente, gracias a sus buenos fundamentales económicos y la perspectiva de aprobación de reformas, México se ha visto favorecido por la abundante liquidez global. En relación a diversos países emergentes, México se compara favorablemente en términos de macroeconómicos. Además, ha iniciado la implementación de reformas en los sectores donde comparativamente se ha rezagado,

como es el caso del sector educativo, el de telecomunicaciones, y la seguridad pública, entre otros (ver recuadro 2 para más detalle sobre las fortalezas y debilidades de México en relación a los países emergentes). Como resultado, la tenencia de deuda soberana por parte de extranjeros se ha acelerado, y las tasas para el financiamiento de mediano y largo plazo han bajado considerablemente. Esta mejora en las condiciones de financiamiento de la economía se ha trasladado a las condiciones de deuda corporativa, lo que a su vez apoya a la inversión privada. Por otra parte, la aprobación e implementación progresiva de reformas estructurales contribuirá a imprimir optimismo sobre oportunidades de negocio en México, lo que promovería mayor inversión y consumo.

Gráfica 19

Tenencia de extranjeros de deuda soberana y tasa de rendimiento del bono a 10 años
(Millones de dólares y porcentaje, respectivamente)



Fuente: BBVA Research, Banxico y Bloomberg

Gráfica 20

Diferencia entre la tasa de deuda corporativa y la soberana, y la inversión total
(puntos base, y var. % a/a)



Fuente: BBVA Research, INEGI y Bloomberg

En suma, si bien el crecimiento del primer trimestre se habrá moderado, se estima que dicha desaceleración será transitoria por lo que se mantiene el pronóstico de crecimiento ligeramente por arriba de 3.0% para el año.

Recuadro 1: La aprobación de la reforma de telecomunicaciones contribuirá a impulsar el sector y el crecimiento económico

Se ha sugerido en diversos foros que México se encuentra rezagado en materia de telecomunicaciones, lo que resulta en precios elevados y baja penetración en diversos servicios de telecomunicaciones, como es el caso de la banda ancha (ver gráficas abajo). En respuesta, las autoridades han ido aplicando medidas de manera progresiva, no obstante el avance ha tomado tiempo. Con el fin de acelerar el avance en este sector, el 11 de marzo de 2013 el ejecutivo federal, en conjunto con los tres principales partidos políticos y como parte de los compromisos del Pacto por México, presentó una iniciativa de reforma en materia de telecomunicaciones y competencia económica que a la postre fue aprobada con ligeras modificaciones por el poder legislativo. El día en que fue presentada la reforma, las acciones bursátiles de las mayores empresas del sector telecomunicaciones sufrieron una caída ante la percepción de que la reforma promovería mayor competencia y regulación. Los principales elementos de la reforma son:

- i) Autonomía constitucional para la Comisión Federal de Competencia Económica (CFCE) y el nuevo regulador de las telecomunicaciones, el Instituto Federal de Telecomunicaciones (IFT). Además a estas instituciones se les faculta para eliminar barreras a la competencia y desincorporar activos.
- ii) Regulación más estricta sobre los actores preponderantes, los cuales se definen como aquellos con una participación mayor al 50 por ciento ya sea por el número de usuarios, por el tráfico en las redes o la capacidad utilizada de las mismas.
- iii) Entrada de nuevos actores al otorgar nuevas licencias y permitir mayor apertura a la inversión extranjera directa. En particular, los inversionistas extranjeros podrán poseer el 100%

de una empresa de telecomunicaciones y comunicación vía satélite, y 49% de una compañía de radiodifusión. Se concesionarán dos nuevas cadenas nacionales de televisión privadas, cuya inversión podría estar en torno al 0.2% del PIB.

iii) Se crean tribunales especializados en materia de competencia y de telecomunicaciones. La creación de estos tribunales puede representar un avance importante en el proceso de impartición de justicia y debe coadyuvar a que las decisiones jurídicas en la materia se tomen con conocimiento profundo del sector.

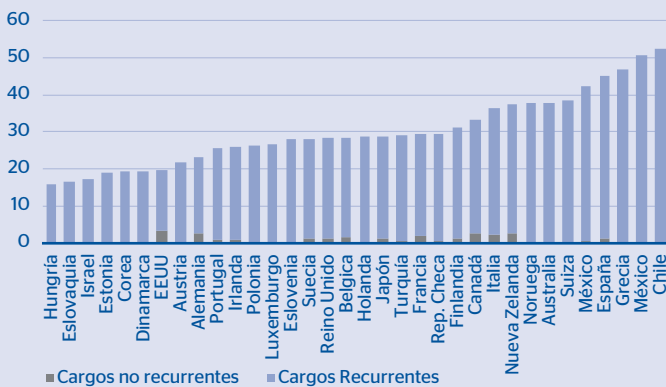
iv) El Estado pondrá a disposición una nueva red de fibra oscura central que dará servicio a tarifas competitivas, lo que promovería la incorporación de empresas comercializadoras y operadoras de telecomunicaciones.

v) Dado que las disposiciones de la nueva ley tienen rango constitucional y definen los términos para el uso del amparo, se reducirán los incentivos para un ambiente litigioso en el sector. En particular, las normas generales y actos de los reguladores podrán ser impugnados únicamente mediante el juicio de amparo indirecto y no serán objeto de suspensión, por lo que su aplicación sería inmediata. Solamente en los casos en que se impongan multas o la desincorporación de activos, las resoluciones se ejecutarán hasta que se resuelva el juicio de amparo, de haber sido promovido.

Resultado de esta reforma, se esperan efectos benéficos en los próximos años en materia de nuevos entrantes, inversiones, y precios en el sector, lo cual eventualmente se debe traducir en incrementos en las tasas de crecimiento potencial de la economía y una inflación de mediano plazo más baja y estable.

Gráfica 21

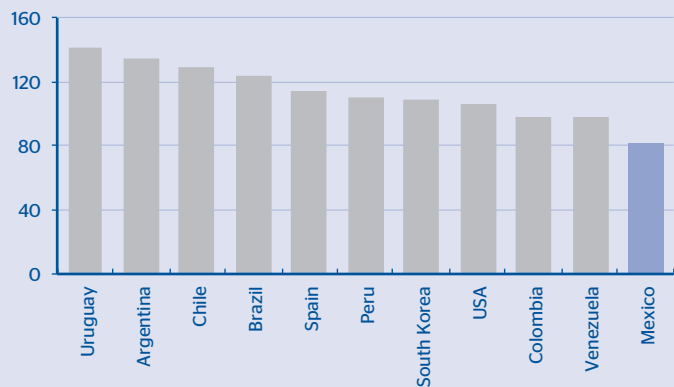
**Precios de la Canasta “2 Baja” de la OCDE:
6 GB, 2.5 Mbit/s y superior, septiembre 2011**



Fuente: OCDE

Gráfica 22

Subscripción de teléfonos móviles por cada 100 habitantes



Fuente: Cofetel

Recuadro 2: Las recientes propuestas de reforma se enfocan adecuadamente en diversos sectores donde México se ha rezagado frente a otros países emergentes

En este recuadro se pretende evaluar la posición económica relativa de México frente a los países emergentes, lo cual resulta relevante en un entorno de instrumentación de reformas. Si se considera una economía desde el lado de la oferta, de tal manera que se estime su capacidad de crecer por la apropiada interacción de factores productivos y eficiencia, se pueden encontrar tres grandes grupos de variables a considerar: política económica, entorno de negocios y disponibilidad de recursos. Como se observa en la gráfica, se han seleccionado 18 variables representativas de esos tres ejes, de modo que se ilustra su nivel respecto al de un grupo de economías emergentes que sirven de referencia.¹

En lo que se refiere a disponibilidad de recursos, el bono demográfico es mayor en México que en Latam, con una participación de la población en el mercado de trabajo mayor, pero menor que en el promedio del grupo de economías emergentes considerado. En inversión, bancarización y crédito bancario, México tiene ventaja en el primero, no se diferencia en el segundo y tiene una desventaja importante en el tercero (el crédito al sector privado en México es de 26.1%, frente a un promedio de los países de Latam considerados de 40.2%, y un 59.7% que alcanzan en promedio los países considerados). Una clave del crecimiento potencial está en la eficiencia con la que se usan los factores productivos disponibles. La medición de la productividad, la capacidad de producir más con menos, está sujeta a dificultades al ser una variable que no es directamente observable. Se suele calcular la productividad como aquella parte del producto que no es resultado de la cantidad de recursos utilizados y por lo tanto sería una consecuencia de cómo de eficazmente se combinan los mismos. En la gráfica del radar, dentro de las variables seleccionadas como representativas de

productividad, existe una diferencia en contra de México, tanto en su comparación con Latam como con las economías emergentes, en particular en la variable de porcentaje de alumnos en educación terciaria. En cuanto a la infraestructura de telecomunicaciones (suscripciones per cápita a internet de banda ancha) y la innovación (patentes per cápita), la posición relativa de México es igual a la del promedio de emergentes y ligeramente mejor que la del promedio de Latam.

Uno de los mayores retos que enfrenta México consiste en mejorar el entorno de negocios. Aunque México tiene una posición relativa favorable en la clasificación del *Doing Business* del Banco Mundial, la inseguridad (tasa de homicidios), los retos judiciales (cumplimiento de contratos) y la desigualdad (índice de Gini) son variables en las que México se encuentra en clara desventaja. Por su parte, si bien el tamaño de la economía informal es menor en México, su reducción sigue siendo un reto pendiente. Finalmente, México no muestra ni ventajas ni desventajas claras en los rubros relacionados con la política económica, con excepción de la estabilidad de precios que es mejor en México y la inversión extranjera directa (como porcentaje de PIB) en la que México se encuentra en desventaja. Pero justo esta variable podría ser una de las primeras en las que México mejore su posición relativa ante la capacidad que empieza a mostrar para adoptar reformas que reduzcan sus vulnerabilidades. Las reformas laboral y de telecomunicaciones ya aprobadas, la propuesta de reforma financiera, y las reformas energética y fiscal que se planea sean presentadas en la segunda parte del año atacan las mayores vulnerabilidades de México. Por lo que de ser aprobadas e implementadas de manera eficiente, las perspectivas estructurales, y con ello la posición relativa de México frente a otras economías podría mejorar considerablemente.

Gráfica 23

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



Fuente: BBVA Research

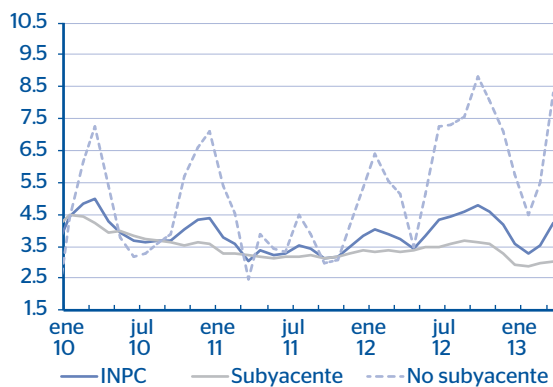
¹ Las economías emergentes consideradas de referencia son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela, China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, Croacia, Rep. Checa, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia y Turquía. El valor más bajo, 0, correspondería a la posición más favorable en la variable para todos los países señalados; el valor 1 se correspondería con el más desfavorable, mientras, el valor 0.5 representaría el promedio de las economías emergentes.

3.2 Nuevos choques de oferta vuelven a elevar la inflación por encima de 4.0%, mientras que la subyacente registra su nivel más bajo de la historia reciente

El año 2013 inició con optimismo respecto al desempeño de la inflación, debido a que en enero el índice general alcanzó un nivel 3.25% a/a, un resultado favorable en un contexto en el que la inflación se ubicó por encima de 4.0% entre junio y noviembre del año anterior, alcanzando un máximo de 4.77% a/a en septiembre de dicho año. La intensa caída en la inflación se debió a que los múltiples choques de oferta que elevaron drásticamente la inflación no subyacente en el 2012 (e. g. brote de gripe aviar en Jalisco) comenzaron a desvanecerse, al tiempo que los precios internacionales de las materias primas perdían fuerza y el peso se fortalecía. Esto último ayudó a que el subíndice de mercancías de la inflación subyacente comenzará a moderarse. Adicionalmente, los precios de la telefonía celular cayeron intensamente en la parte final del año debido a agresivas promociones ofrecidas por los proveedores, lo que impulsó una caída de la inflación de los servicios de 2.5% a/a en julio a 1.2% a/a en diciembre, provocando que la inflación subyacente se ubicara en 2.9% en enero de 2013.

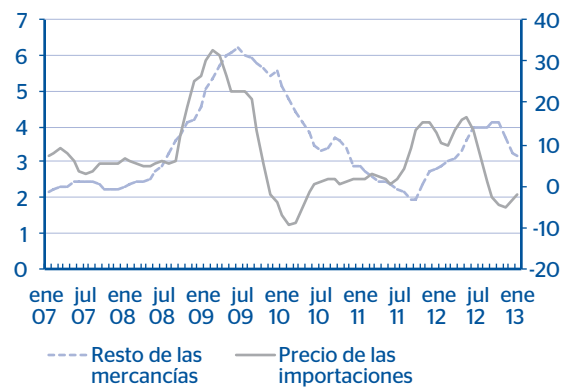
Pese a la importante mejora en el balance de riesgos a inicios de este año, la aparición de nuevos choques de oferta en los mercados agrícolas y pecuarios aunados a fuertes ajustes en los precios de las tarifas fijadas por los gobiernos locales, provocaron que la inflación fuera muy superior a lo inicialmente estimado en los meses de febrero y marzo, alcanzando 4.3% en este último mes. A pesar de esta nueva oleada de choques de oferta, la inflación subyacente logró mantenerse en torno a 3.0% en el trimestre gracias a 1) una fuerte reducción de la inflación de las mercancías que pasó de 5.0% en diciembre a 3.8% en marzo, la cual compensó el aumento en la inflación de los servicios por el fin de las promociones de fin de año en los precios de la telefonía; y 2) a la ausencia de contagio de los choques de oferta a los precios de los servicios -efectos de segunda ronda-. De tal manera que el subíndice de servicios y la inflación subyacente continúan reaccionando a los fundamentales de la economía, la cual aún no crece con la fuerza suficiente para presionar la inflación al alza dada la amplia disponibilidad de recursos productivos.

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



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 25
Inflación: resto de las mercancías e importaciones
(Var. % a/a)

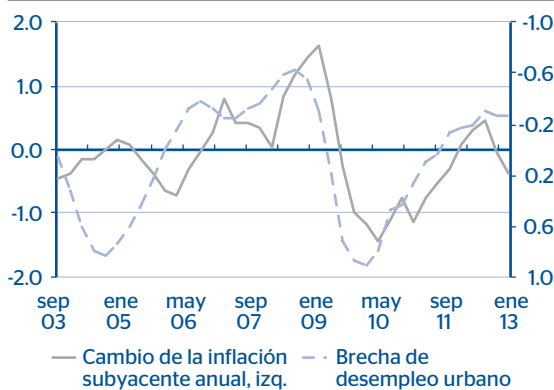


Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

La inflación subyacente alcanzó su promedio trimestral más bajo de la historia reciente, al ubicarse en 3.0% en el primer trimestre de este año, por lo que vale la pena conocer el comportamiento de sus dos componentes, las mercancías y los servicios.

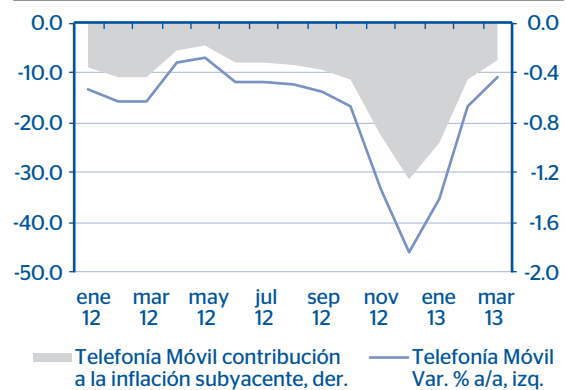
Las inflación de las mercancías bajó de 5.0% en diciembre a 3.8% en marzo (4.0% promedio 1T13) gracias a reducciones tanto de la inflación de los alimentos procesados como del resto de las mercancías. La inflación anual de los alimentos procesados pasó de 6.1% anual en diciembre a 4.6% en marzo mientras que la del resto de las mercancías paso de 4.1% anual a 3.2% en el mismo periodo. En el caso de los alimentos procesados, los menores precios de los granos en el mundo y el fortalecimiento del peso fueron las principales causas de la caída en su inflación. Mientras que en el caso del resto de las mercancías, la apreciación de la moneda y el hecho que no se han presentado presiones de demanda son las principales razones de su menor inflación.

Gráfica 26
Cambio de la inflación subyacente y brecha de desempleo urbano



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 27
Inflación de la telefonía móvil y su contribución a la inflación subyacente
(Var. % a/a y contribución porcentual)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

La inflación de los servicios aumentó de 1.2% en diciembre a 2.4% en marzo, un repunte intenso dado el corto tiempo en el que se dio. Sin embargo, al analizar los componentes de la inflación de los servicios se puede observar que el elemento que mas pesó tuvo fue el fin de las promociones de fin de año del servicio de telefonía móvil. La inflación de la vivienda aumentó de un promedio de 2.03% en el 4T12 a 2.08% en el 1T13, mientras que la inflación de la educación lo hizo de un promedio de 4.47% a 4.55% en el mismo periodo, por lo que la contribución de estos sectores al repunte de los precios de los servicios fue marginal. En contraste, los precios de la telefonía móvil aumentaron 60% entre diciembre y marzo, provocando en buena medida el repunte de la inflación de los servicios.

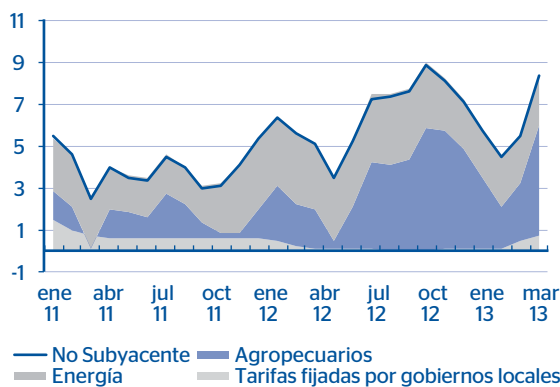
La mejora en elementos clave de la inflación subyacente como el fortalecimiento del peso y los menores precios internacionales de los granos han sido de gran valor para que la inflación subyacente se encuentre en niveles mínimos históricos. Sin embargo, se debe notar que la holgura persistente en la economía, la cual se ve reflejada en niveles de desempleo aun por encima de aquellos previos a la crisis, ha sido el principal factor para la convergencia de la inflación subyacente al 3.0% (ver gráfica 26).

En relación a la inflación no subyacente, ésta se ubicó en 4.5% anual en enero de este año, su menor nivel desde abril de 2012; sin embargo, en los meses de febrero y marzo experimentó un fuerte repunte gracias a diversas presiones en sus componentes. En primer lugar, los precios agropecuarios aumentaron de 5.5% en enero a 14.3% en marzo. Esto se debió a una fuerte escalada de los precios agrícolas desde -2.2 en enero a 19.9% en marzo, resultado de presiones en productos como tomate verde, calabacita, ejotes y limón, y de un efecto base desfavorable frente a 2012. Así mismo, la inflación de los productos pecuarios se mantiene alta, 11.0% en marzo, debido a que un nuevo brote de gripe aviar, -esta vez en el estado de Guanajuato- volvió a presionar al alza los precios del huevo y el pollo. Por su parte los precios públicos aumentaron de 3.9% anual en enero a 5.0% en marzo gracias a un leve repunte en los precios de la energía de 5.6% a 5.9% y a una gran aceleración de las tarifas fijadas por los gobiernos locales de 0.6% a 3.4% en el periodo mencionado. El repunte de los precios de los energéticos se debió en gran medida a los deslizamientos más intensos de los precios de

la gasolina, mientras que el repunte de las tarifas fijadas por los gobiernos locales fue resultado de una disminución en el subsidio al impuesto sobre la tenencia automotriz en algunos estados, y al aumento en el costo del servicio de agua y del transporte urbano. Si bien este repunte en los precios fijados por los gobiernos subnacionales era ampliamente esperado, su intensidad ha superado las expectativas y aún es posible que se registren nuevas alzas toda vez que muchos de estos gobiernos muestran debilidad en sus finanzas públicas.

Gráfica 28

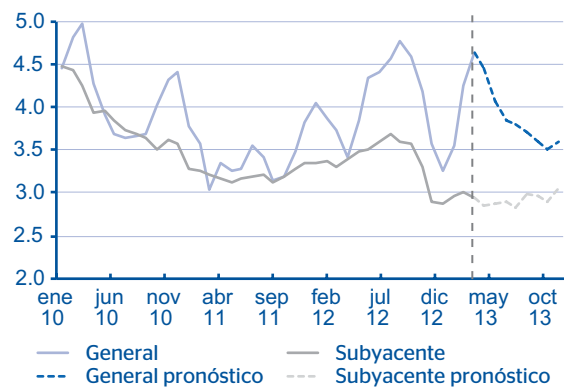
Inflación no subyacente y sus componentes (Var. % a/a y contribuciones)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 29

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



Fuente: BBVA Research

En suma, el reciente repunte de la inflación ha sido provocado principalmente por choques de oferta dentro de la inflación no subyacente, los cuales se espera comenzarán a diluirse en el corto plazo, y cuya relevancia es primordial al ser uno de los principales factores para la formación de expectativas por parte de los consumidores (ver Recuadro: Expectativas de inflación de los consumidores y sus determinantes). Por lo anterior estimamos que la inflación comenzará a descender desde el mes de mayo y que se ubicará al cierre del año bien por debajo del umbral de 4.0%. Sin embargo, algunos riesgos pesan sobre este escenario. Al alza, la posibilidad de nuevos repuntes en los precios de las materias primas locales y globales, y de las tarifas que fijan los gobiernos subnacionales ante la persistente debilidad de sus finanzas. A la baja, una nueva ralentización de la economía global que amplíe la holgura en la economía mexicana y presione a la baja los precios de las materias primas, o una apreciación intensa del peso.

Recuadro 3: Expectativas de inflación de los consumidores y sus determinantes

Las expectativas de inflación son un insumo de gran relevancia para la conducción de la política monetaria, particularmente en bancos centrales con regímenes de inflación por objetivos, esto se debe primordialmente a su naturaleza previsora o forward-looking. Entre los posibles fines o usos de las expectativas de inflación Berk y Hebbink (2010) identifican tres: a) como un factor a considerar para determinar la postura monetaria conducente a la consecución del objetivo inflacionario, b) como herramienta para monitorear la constantemente credibilidad del banco central al comparar las expectativas con el objetivo fijado y c) como variable de interés en la realización de pronósticos por parte del Banco Central.

Las expectativas de inflación se obtienen de dos formas: la primera al extraer la inflación implícita en instrumentos financieros y la segunda mediante el levantamiento de encuestas entre especialistas o consumidores. En nuestro país existen diversas encuestas realizadas a analistas económicos y financieros, las cuales son las empleadas como referencia tanto por el banco central como por los diversos participantes en los mercados; sin embargo, las expectativas de inflación de los consumidores se siguen menos por la baja disponibilidad de datos. En este recuadro resumiremos el análisis y los principales resultados obtenidos por BBVA Research en el documento "Expectativa inflacionaria de los consumidores: determinantes y niveles de reacción"¹, en el cual se explora la naturaleza y las variables relevantes para las expectativas inflacionarias de los consumidores.

La información sobre las expectativas de inflación de los consumidores mexicanos se obtuvo de las respuestas cualitativas a la pregunta 12 del cuestionario básico de la Encuesta Nacional sobre Confianza del Consumidor (ENCO), la cual está formulada de la siguiente manera:

Comparando con los 12 meses anteriores, ¿cómo cree usted que se comporten los precios en el país en los siguientes 12 meses?

1. Disminuirán mucho
2. Disminuirán poco
3. Permanecerán igual

4. Aumentarán poco
5. Aumentarán igual
6. Aumentarán mucho
7. No sabe

Para tener una medida agregada de las expectativas de inflación de los consumidores mexicanos, se construyó un índice de difusión de frecuencia mensual.² Para ello se usaron datos desde octubre de 2010 hasta enero de 2013. Adicionalmente, se construyeron índices de difusión por género al tomar en cuenta solamente las respuestas de las mujeres o de los hombres. En las gráficas 30 se puede notar que los periodos de pesimismo (índice de difusión mayor a 50) son relativamente escasos en el periodo de muestra. Es decir, el umbral de pesimismo sólo se superó en el 10.7%, 32.1% y 3.6% de los meses para los índices total, de las mujeres y de los hombres, respectivamente.

Para encontrar y ordenar la importancia de los componentes de la inflación más relevantes para la formación de las expectativas de los consumidores se decidió usar la metodología de Árboles de Regresión por dos razones principalmente: (i) resulta apropiada dado el relativamente alto número de componentes de inflación que se probaron y la relativa baja cantidad de observaciones en el tiempo dentro de la muestra de estimación; y (ii) además permite ordenar la importancia de los componentes en la formación de las expectativas de inflación, así como la obtención de los niveles a partir de los cuales los consumidores reaccionan para ajustar dichas expectativas.

En lo que concierne a los factores explicativos que se exploraron, se utilizaron las tasas anuales de crecimiento de los siguientes índices (así como las de sus dos primeros rezagos): general, subyacente, de mercancías, alimentos procesados, otras mercancías, servicios, vivienda, educación, otros servicios, no subyacente, agropecuarios, agrícolas, pecuarios, públicos (energéticos y tarifas del sector público), energía y tarifas del sector público. Además, se construyeron dos índices ad-hoc: uno que contiene todos los elementos de energía y alimentos, y otro que contiene todos los productos distintos a energía y alimentos.³

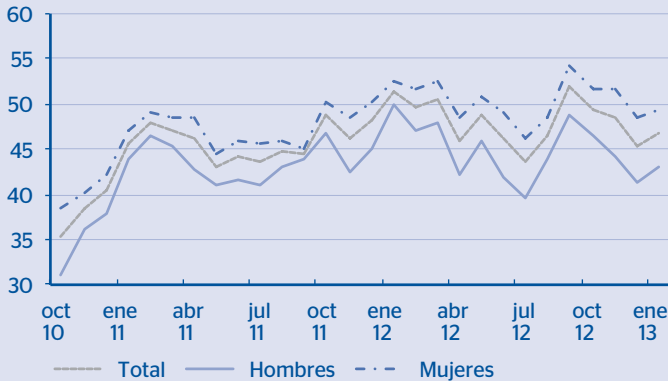
¹ Documento disponible en: http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/130404_ObsEcoMexico_32_tcm346-382051.pdf?ts=3042013

² El índice de difusión fue calculado de la siguiente manera: (1) se prorrateó la respuesta "No sabe" entre las otras opciones de respuesta a la pregunta 12; (2) se calcularon las proporciones de respuesta a esas opciones entre el total de respuestas sin haber considerado los factores de expansión para los hogares; (3) se usaron los pesos de 0.0, 0.0, 0.0, 0.0, 0.5 y 1.0 para las opciones "Disminuirán mucho", "Disminuirán poco", "Permanecerán igual", "Aumentarán poco", "Aumentarán igual" y "Aumentarán mucho", respectivamente; (4) se multiplicó cada proporción por su peso correspondiente; y (5) se sumaron los productos del paso anterior. Cabe señalar que la asignación de peso cero a las primeras 4 opciones se hace para que el nivel de 50 refleje expectativas de inflación neutrales. Es decir, una expectativa de misma inflación para los siguientes 12 meses.

³ La inclusión de un índice que agrupe todos los precios de energéticos y alimentos se debe a que estos productos constituyen una importante proporción de la canasta de los consumidores (40% del gasto total) y a la alta susceptibilidad de sus precios frente a choques de oferta tanto locales como globales.

Gráfica 30

Expectativas inflacionarias de consumidores (Índice de difusión)

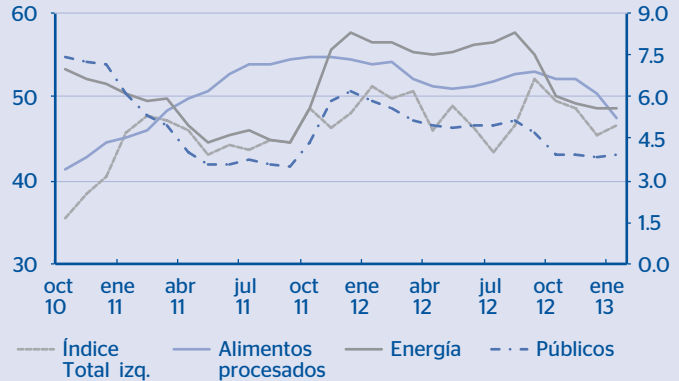


Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

La lectura de los árboles de regresión se hace de la siguiente manera, cualquier rama que hacia se extienda a la derecha de un nodo implica un aumento del promedio del índice de dispersión en caso de que la variable explicativa en dicho nodo supere el nivel especificado. Así, si tras cumplirse las condiciones especificadas en cada nodo el nivel promedio de las observaciones restantes es superior a 50, podemos asegurar que en esos periodos los consumidores esperan un aumento de la inflación para los próximos 12 meses. Análogamente las ramas a la izquierda de un nodo implican que de no superar la variable explicativa el nivel esperado en dicho nodo el promedio del índice de dispersión se reducirá

Gráfica 31

Expectativas inflacionarias de todos los consumidores y varios componentes inflacionarios (Índice de difusión y var. % a/a)

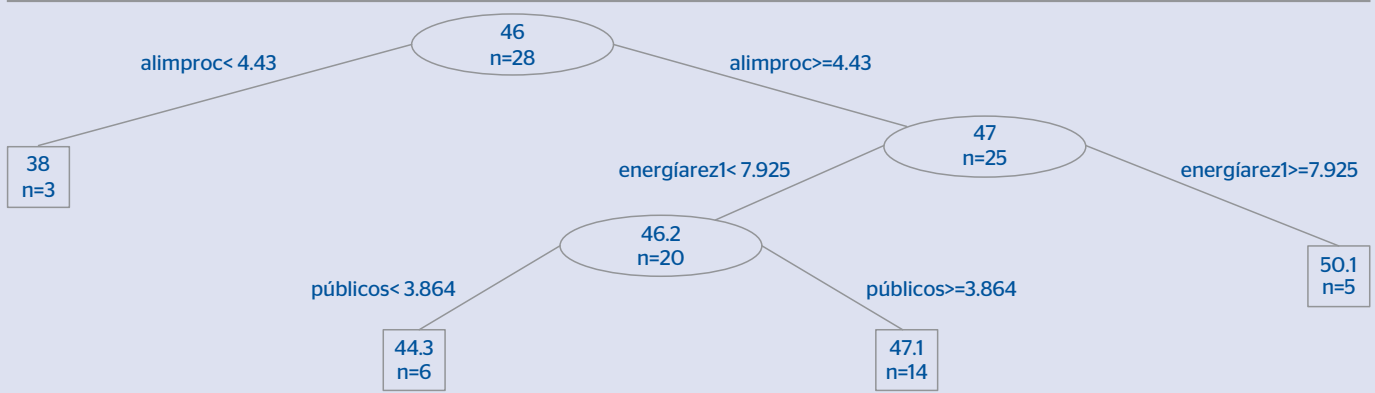


Fuente: BBVA Research e INEGI

por lo que si en el nodo final el promedio es menor a 50 los consumidores esperarían menos inflación en los próximos 12 meses. De esta manera podemos apreciar en el árbol construido para todos los consumidores que de igualar o superar la inflación de los alimentos procesados (alimproc) el nivel de 4.43% a/a el índice de dispersión aumentará su promedio de 46 a 47. Si además en segunda instancia el rezago de la energía (energíarez1) es mayor o igual a 7.92% el promedio del índice en los periodos donde dicha condición se cumple aumentará de 47 a 50.1 por lo que en los 5 periodos que podemos concluir que cumplen ambas condiciones los consumidores esperaban mayor inflación para los siguientes 12 meses.

Gráfica 32

Árbol de regresión para las expectativas inflacionarias de todos los consumidores



Fuente: BBVA Research

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.

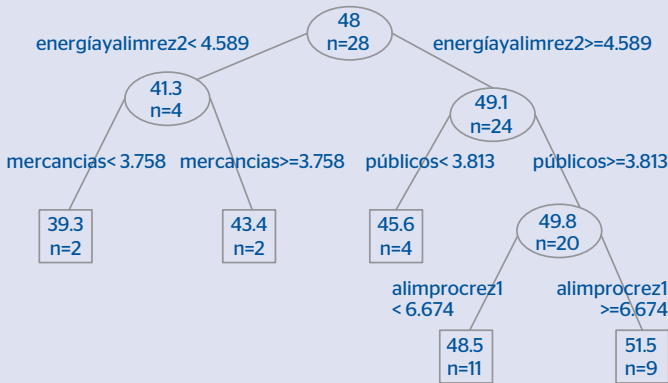
⁵ Fuente: World Energy Outlook 2010

Para el caso de las mujeres, se puede ver de la gráfica 33 que los factores más relevantes son: el segundo rezago de energía y alimentos, los públicos y el primer rezago de alimentos procesados. Por otra parte, el índice de difusión muestra pesimismo inflacionario cuando el nivel de esos factores es mayor o igual que 4.59%, 3.81% y 6.67%, respectivamente. Finalmente, para el caso de los hombres, la gráfica 34 exhibe que los componentes de mayor importancia son: alimentos procesados y el primer rezago de los públicos, aunque en el periodo observado nunca se supera el nivel de 50, por lo que en todo el periodo de análisis los hombres esperan que la inflación sea menor en los próximos 12 meses.

en el periodo (3.8%); ii) los diagramas de los árboles de regresión señalan que los consumidores reaccionan (de mayor a menor importancia) a los siguientes componentes de la inflación: alimentos procesados, energéticos y tarifas del sector público; iii) al separar la muestra entre las mujeres y los hombres observamos que las primeras aunque son optimistas para el grueso de la muestra son más pesimistas que los hombres; iv) finalmente los consumidores reaccionan a los precios de los productos que consumen con mayor cotidianeidad como los alimentos, servicios públicos y energéticos.

Gráfica 33

Árbol de regresión para las expectativas inflacionarias de las mujeres

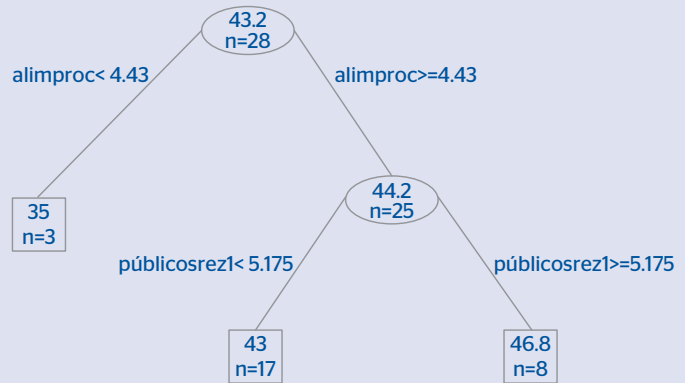


Fuente: BBVA Research

De los resultados anteriores podemos concluir i) en general las expectativas de inflación de los informantes son predominantemente optimistas, lo que es consistente con el buen comportamiento de la inflación general promedio

Gráfica 34

Árbol de regresión para las expectativas inflacionarias de los hombres



Fuente: BBVA Research

Referencias

Berk, J.M. y Hebbink, G. (2010). "The European consumer and monetary policy." En Sinclair, P. (editor). Inflation Expectations. Routledge, London y New York.

3.3 Política monetaria acomodaticia a medida que la inflación se ubique dentro del intervalo de variabilidad del objetivo de inflación

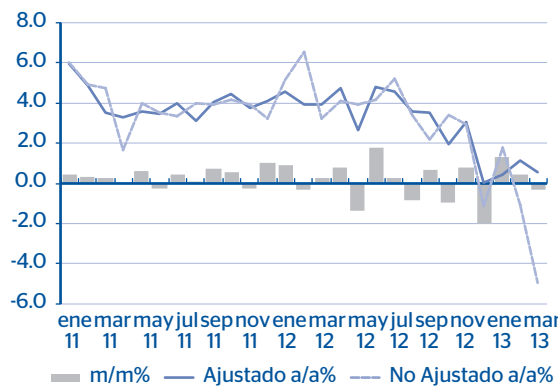
En un entorno con bancos centrales que continúan relajando su postura monetaria, el tono de la minuta de la última reunión de política monetaria de Banxico y los datos más recientes de actividad e inflación sugieren que una reducción en la tasa de fondeo en la segunda mitad del año es muy probable. En concreto, por los siguientes factores.

Primero, la minuta refleja que la mayoría de la Junta de Gobierno considera que se ha mantenido la convergencia de la inflación hacia el objetivo. Esto como resultado de que la inflación subyacente haya permanecido alrededor del 3.0%, a pesar de que la inflación general haya repuntado por encima del 4.0% resultado de los recientes choques de oferta. En particular, la mayoría argumentó que "una vez que se separan los choques en aquéllos [precios] en los que la política monetaria tiene injerencia directa o indirecta, la convergencia al 3.0% se está dando". En este sentido, el último dato de inflación y los precios en mercados mayoristas sugieren que los choques de oferta parecen reducirse con mayor rapidez a lo esperado, por lo cual se estima que la inflación podría ubicarse por debajo de 4.0% a partir de julio.

Segundo, aun cuando Banxico no modificó sus pronósticos de crecimiento en su más reciente informe de inflación, la mayoría de la junta muestra un tono pesimista en cuanto a la actividad doméstica, además de que coinciden en que los riesgos a la baja se mantienen. Esta argumentación coincide con la caída mensual de 0.3 por ciento de la producción industrial del mes de marzo, y con datos recientes de exportaciones manufactureras y empleo que señalan un crecimiento más débil en el segundo trimestre. Ver Radar de condiciones macro financieras al final del capítulo.

Gráfica 35

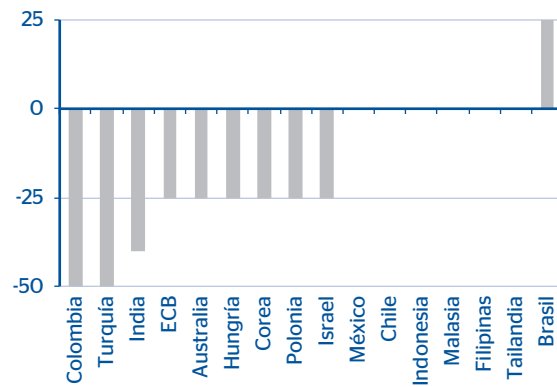
Producción Industrial, (Var % m/m y a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 36

Cambios en la tasa de política monetaria a partir del mes de abril



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Tercero, la Junta de Gobierno ha venido asignando un peso relevante a la evolución de la postura monetaria relativa de México frente a otros países, y en los últimos dos meses diversos bancos centrales alrededor del mundo han recortado su tasa monetaria. El peso de la postura monetaria relativa destaca en la minuta ya que dedica varios párrafos a la revisión de las medidas de relajamiento monetario en el mundo y algunos de los miembros lo asocian directamente con un apretamiento marginal de las condiciones monetarias en países emergentes. Adicionalmente, el argumento sobre el endurecimiento de las condiciones monetarias no sólo ha sido recurrente en la comunicación de Banxico, sino que en el más reciente comunicado de política monetaria se le destacó como factor relevante para determinar su postura monetaria.

Por último, resulta relevante señalar que el balance de opiniones al interior de la junta se inclina por un tono más relajado de manera similar a lo ocurrido en marzo cuando se tomó la decisión de un recorte de 50 puntos base por mayoría y en circunstancias (inflación y crecimiento) poco usuales.

Con base en lo anterior consideramos que habrá condiciones para una reducción de 50 puntos base de la tasa de fondeo en septiembre, una vez que la inflación se ubique dentro del intervalo alrededor del objetivo de inflación. Cabe señalar que el momento del recorte está fuertemente influido por el momento en que la inflación mantenga una tendencia a la baja y se encuentre debajo de 4.0%.

El incremento en la liquidez global y la perspectiva favorable de México acentúan la demanda de los inversionistas por activos mexicanos

El entorno de búsqueda de rentabilidad generado por las medidas extraordinarias de relajamiento monetario de los bancos centrales de países desarrollados ha influido de manera relevante en el incremento de la demanda de activos financieros mexicanos, lo que a su vez se ha reflejado en una apreciación del tipo de cambio y una caída de las tasas de interés. En el último año la tenencia de bonos gubernamentales a tasa nominal fija por parte de extranjeros se ha incrementado de 44 a 56% del total, el tipo de cambio se ha apreciado en 7.24%, y la tasa de rendimiento del bono gubernamental con vencimiento en 10 años ha caído 170 puntos base. En el contexto de un crecimiento mundial que se recupera lentamente y en el que los países emergentes aportan la mayor parte de este crecimiento, la mayor demanda de activos financieros mexicanos se puede explicar por unos rendimientos ajustados por riesgo competitivos, y que se han visto fortalecidos por la comparación favorable de los fundamentales económicos de México y sus expectativas respecto a otros países. Por ejemplo, el rendimiento esperado en dólares del bono soberano de México a 1 año por cada 100 puntos base de riesgo crédito (medido mediante los derivados de incumplimiento crediticio, CDS) está alrededor de 5.5%, mientras que el de Colombia se sitúa alrededor de 4.2%. Las tasas de rendimiento en dólares de los bonos gubernamentales de renta fija se han mantenido en niveles atractivos debido en buena medida a la apreciación del tipo de cambio, apreciación que se espera continúe ante la posibilidad de que México instrumente reformas que incrementen su productividad. Adicionalmente, los indicadores de riesgo de crédito de México también han registrado una reducción que lo sitúan actualmente al nivel de países con una calificación de deuda soberana hasta tres niveles por arriba. Esto sin duda está apoyado en los sanos fundamentos de la economía mexicana como un déficit fiscal de únicamente 2.0% del PIB, considerando la inversión de PEMEX, una deuda como porcentaje del PIB que ronda el 40%, reservas en 14% del PIB y con tendencia creciente, y una inflación que se mantiene controlada y, en promedio, dentro del intervalo alrededor del objetivo de inflación. Un factor adicional es la expectativa de que mediante las reformas se puedan incrementar los recursos fiscales y disminuya así la dependencia de los ingresos petroleros, lo que a su vez pudiera llevar a una mejora de la calificación de deuda soberana de México. Respecto a este tema es necesario advertir que algunas agencias calificadoras han señalado que el posible incremento de la calificación dependería de una correcta instrumentación de las reformas y no bastaría únicamente con su aprobación por parte del Congreso de la Unión.

Ante los atractivos rendimientos en dólares ajustados por riesgo de los activos mexicanos, los inversionistas extranjeros han incrementado de manera importante sus posiciones en bonos gubernamentales a tasa fija. Desde marzo de 2010 los flujos de extranjeros a bonos M se han incrementado a razón de USD 4,800 millones promedio por trimestre, principalmente en la parte media y larga de la curva, alcanzando USD 8,300 millones durante el primer trimestre de 2013. En el caso de los CETES, después de que en diciembre de 2012 se registrara una entrada de alrededor de USD 9,300 millones, durante el primer trimestre del año se registró una caída en la tenencia de extranjeros que pudo estar influida por el recorte en la tasa de política monetaria. Cabe señalar, que ante la caída en las tasas de rendimiento de los CETES las expectativas de apreciación cambiaria pueden representar una parte importante del rendimiento en las estrategias de *carry trade*.¹

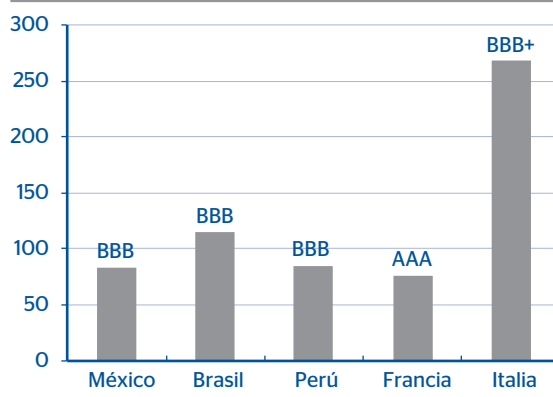
En lo que va del año la parte media y larga de la curva ha caído en 90 y 98 puntos base en promedio respectivamente e incluso esta caída fue de 40 y 55 puntos base promedio después del recorte de la tasa de política monetaria. En el corto plazo, las tasas de CETES en plazos iguales o menores a 182 días ya

¹ La estrategia de *carry trade* supone una posición corta en un instrumento que paga una tasa de corto plazo en moneda extranjera (e.g. libor a 1 mes) y una posición larga en un instrumento que paga una tasa de corto plazo en moneda nacional (e.g. TIIIE28 días)

se sitúan por debajo de la tasa de fondeo, situación que se ha mantenido prácticamente desde el último trimestre de 2010, en parte ante la abundante liquidez. En materia cambiaria el peso se ha apreciado 5.9% durante los primeros cuatro meses de 2013 influido por el nuevo paquete de estímulos monetarios de Japón, las expectativas de la aprobación de reformas, y la perspectiva de que se mantendrá en vigor la compra de activos por parte de la Reserva Federal de los EEUU (FED).² El peso se ha mantenido en un intervalo de entre 12.0 y 12.3 pesos por dólar en las últimas semanas, niveles que parecen anticipar un nivel de largo plazo del tipo de cambio más apreciado después de que se instrumenten las reformas estructurales en un entorno de liquidez global.³ En el corto plazo, el tipo de cambio será particularmente sensible a datos del ciclo global y sobre todo de EEUU, en la medida en que los mercados traten de anticipar los próximos movimientos de los bancos centrales.

Gráfica 37

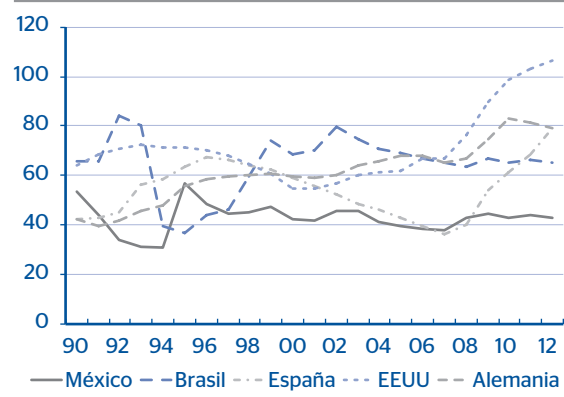
Prima de riesgo de los derivados de incumplimiento crediticio a abril 2013 (pb)



Fuente: Bloomberg, Fitch y BBVA Research

Gráfica 38

Deuda pública (% PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional

La apreciación cambiaria se ha relacionado en las últimas semanas con una posible intervención de las autoridades en el mercado cambiario. Sobre todo luego de que Banxico se refiriera al endurecimiento innecesario de las condiciones monetarias, resultado de la importante entrada de flujos de capital, como un elemento adicional para sustentar el recorte de la tasa de fondeo. Al realizar una revisión de las intervenciones en el mercado cambiario en los últimos cinco años se puede constatar que estas se han enfocado en restablecer la liquidez ante episodios de alta volatilidad en los mercados financieros. De hecho en episodios de apreciación cambiaria recientes no ha habido intervenciones extraordinarias en el mercado.⁴ Incluso en 2008 cuando el tipo de cambio tocó niveles por debajo de 10 pesos por dólar, la única medida fue aumentar el ritmo de acumulación de reservas internacionales luego de que el gobierno federal adquiriera USD 8 mil millones para cubrir anticipadamente necesidades operativas de divisas. De esta manera, si bien no se puede descartar una intervención, se puede afirmar que existe espacio para la acumulación de reservas por dos factores. Primero, las reservas internacionales de México se ubican en alrededor de 14% del PIB, nivel inferior al de varios países emergentes, sobre todo, si se consideran a países emergentes con monedas de alta liquidez como son Corea del Sur y Singapur. El peso es la tercera moneda más líquida entre los países emergentes con operaciones de intercambio diario de alrededor de 50 mil millones de dólares. Adicionalmente México cuenta con una línea de crédito flexible por parte del FMI de hasta USD 73 mil millones que le permite acceder a los recursos sin restricciones a un bajo costo. Segundo, la tenencia de bonos de renta fija mexicana por parte de extranjeros como porcentaje de las reservas internacionales se ha incrementado de 30% a 72% en tan

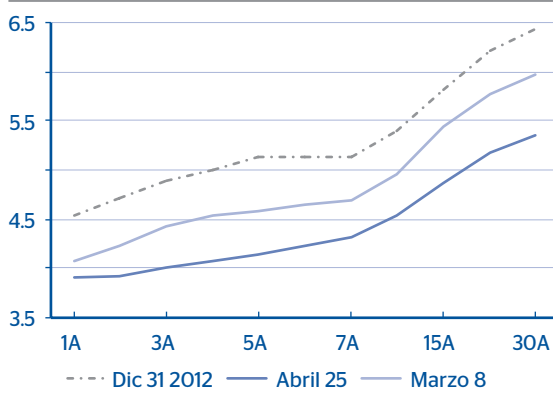
² En las últimas semanas, los datos por debajo de lo esperado de actividad económica en EEUU se han asociado en los mercados con expectativas de que la FED mantendrá por mayor tiempo sus medidas de estímulo monetario, por lo cual el peso incluso se ha apreciado ante estos datos. Como ejemplo, el tipo de cambio se apreció 0.81% tras darse a conocer que el dato de creación de empleo en EEUU del mes de febrero aun cuando resultó por debajo de lo esperado.

³ Para una estimación del nivel de largo plazo del tipo de cambio como consecuencia de las reformas estructurales véase el recuadro "Impacto de la posible instrumentación de reformas estructurales sobre el nivel de largo plazo del tipo de cambio" en el presente número.

⁴ Para una revisión de las medidas de intervención recientes véase: "Espacio de acumulación de reservas ante la fortaleza cambiaria". Flash Económico México. Disponible en: http://www.bbva.com/mexico/analisis/observatorio/130422_ObsEcoMexico_33_tcm346-383438.pdf?ts=152013

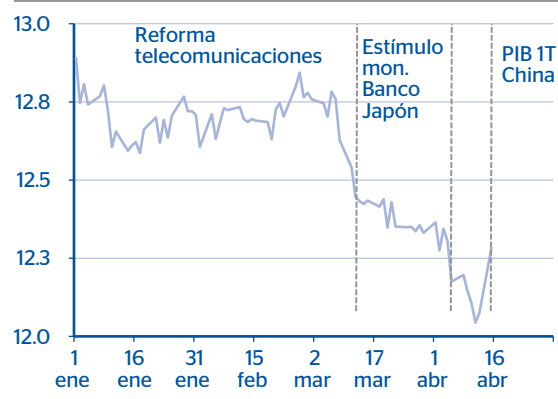
sólo 3 años, lo que puede significar un riesgo de volatilidad en caso de una súbita retirada ante algún evento de aversión global al riesgo. No obstante, una potencial retirada de flujos no representaría un riesgo para la economía ya que el financiamiento en moneda extranjera que requiere es bajo, como lo muestra un déficit de cuenta corriente de únicamente 0.8% del PIB en 2012.

Gráfica 39
Tasas de interés (%)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

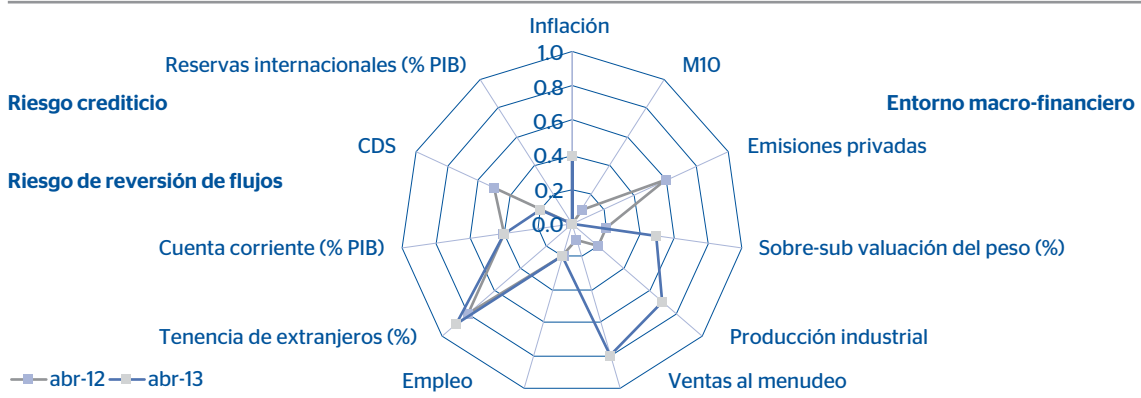
Gráfica 40
Tipo de cambio (ppd)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En suma, la mejor posición relativa en términos de riesgo y rendimiento de los instrumentos mexicanos respecto a otros países ha favorecido a México con la entrada de flujos de inversión extranjera que han influido en la caída de las tasas de interés a niveles históricamente bajos junto con niveles de tipo de cambio similares a los de 2011. De realizarse una adecuada instrumentación de las reformas estructurales en un entorno en que se mantiene la liquidez global, México podría alcanzar menores tasas y un tipo de cambio más apreciado en el mediano plazo (ver recuadro 4). No obstante, en caso de que alguna de estas expectativas no se materialice no se pueden descartar episodios de volatilidad.

Gráfica 41
México. Radar de condiciones macro financieras (A menor valor, mejor posición relativa)



Fuente: BBVA Research

Recuadro 4: Impacto de la posible instrumentación de reformas estructurales sobre el nivel de largo plazo del tipo de cambio

El inicio de una nueva administración en México ha traído un impulso a la aprobación de reformas y un renovado optimismo entre los inversionistas respecto a las perspectivas de crecimiento del país. La expectativa de que se apruebe una reforma fiscal y otra energética, principalmente, ha generado un nuevo debate respecto al potencial de crecimiento de la economía mexicana y los efectos adicionales que esto representaría sobre otras variables macroeconómicas. Una de estas variables es el tipo de cambio. En los primeros cuatro meses del año el peso se ha apreciado más de 5.0% con respecto al dólar, lo cual lo convierte en la moneda con mayor apreciación en Latinoamérica durante el periodo. Si bien esta apreciación ha estado apoyada por un entorno global de abundancia de liquidez y búsqueda de rentabilidad, los participantes del mercado atribuyen una parte de esta apreciación a la estabilidad de la economía, la perspectiva de mayor crecimiento en el mediano plazo, y posibles mejoras adicionales de la calificación de deuda soberana que podrían materializarse una vez implementadas las reformas. Con la finalidad de evaluar el efecto de un mayor crecimiento económico sobre el tipo de cambio, se analiza el impacto de un incremento en el PIB potencial sobre el

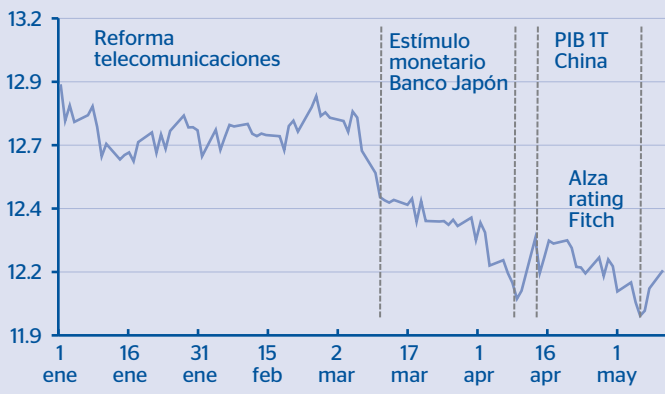
nivel de largo plazo de la paridad cambiaria.

El análisis del nivel de tipo de cambio de largo plazo se basa en la condición de arbitraje de la Paridad del Poder de Compra considerando el efecto Balassa-Samuelson, de los cuales se deriva que es posible estimar el tipo de cambio en el largo plazo mediante los precios en relación a los de los socios comerciales del país en cuestión y la productividad relativa de su sector de bienes comerciables.¹ No obstante, hay que señalar que en el corto plazo hay otros factores relevantes, como son las expectativas, y la percepción de riesgo, entre otros. Con base en este enfoque, un incremento en el producto potencial se basaría en un incremento de la productividad, lo que sería consistente con una apreciación del nivel de largo plazo. Cabe señalar que para identificar la relación estadística entre el tipo de cambio y los fundamentos económicos mencionados se hace uso de un modelo de cointegración que permite incorporar determinantes de corto y largo plazo del tipo de cambio.²

Si se supone un incremento del PIB potencial de 1.0% en México resultado de las reformas y adicionalmente a este incremento se supone: 1) que la economía de EEUU mantiene un crecimiento promedio de 2.3% anual en los

Gráfica 42

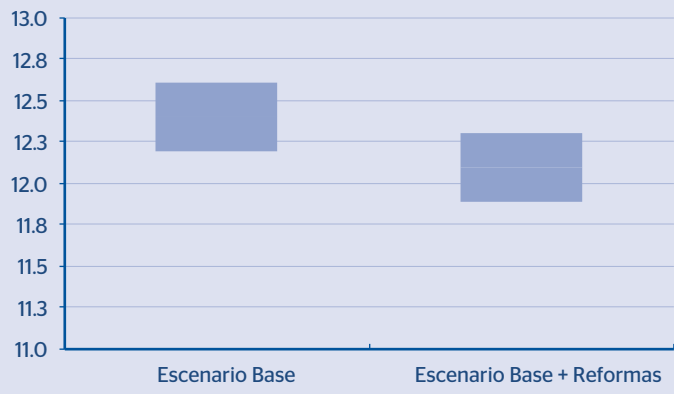
Tipo de cambio (pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 43

Tipo de cambio de largo plazo (peso por dólar)



Fuente: BBVA Research

¹ De acuerdo con la condición de arbitraje de la Paridad del Poder de Compra (PPP) si dos bienes similares tienen diferente precio en diferentes países, entonces se demandará más del bien más barato. En presencia de arbitraje la demanda y la oferta se ajustarán para igualar los precios. El efecto Balassa-Samuelson considera las diferencias en las productividades de los sectores de bienes comerciables entre países para explicar desviaciones de la PPP.

² Para una revisión detallada de la metodología y la estimación del modelo véase López Arnoldo e Iván Martínez (2011).

³ Para una revisión detallada de la estimación del modelo y de las medidas hipotéticas que implica cada reforma véase: "Impacto de posibles reformas en el PIB potencial de México", en Revista Situación México primer trimestre 2013. http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1302_SituacionMexico_1T13_tcm346-374661.pdf?ts=2442013

próximos cinco años, y 2) que la inflación promedio anual durante los próximos cinco años de EEUU y México se ubica en 2.3% y 3.6%, respectivamente, es posible afirmar que las ganancias en productividad relativa de la mano de obra de México con respecto a la norteamericana podrían generar una apreciación del nivel de largo plazo del peso contra el dólar de alrededor de 30 centavos. Esto es, podríamos ver una caída del nivel de largo plazo que actualmente se estima entre 12.2 y 12.6 a niveles de entre 11.9 y 12.3 pesos por dólar. Es importante señalar por un lado que el nivel de largo plazo se refiere a una tendencia con frecuencia trimestral y, por otro lado, que el mencionado anclaje no se produciría de manera inmediata. Este resultado sugiere

que parte de la apreciación que se ha observado a la fecha podría atribuirse a que los mercados han incorporado las expectativas de posibles reformas en los niveles actuales del tipo de cambio.

Referencias

Driver Rebecca and Peter F Westaway (2004). "Concepts of equilibrium Exchange rates". Working paper no 248, Bank of England.

López Arnoldo e Iván Martínez (2011), "Tipo de cambio, nivel fundamental e impacto de la volatilidad global", Observatorio económico, BBVA Research.

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	-0.1	1.0
Alemania	4.0	3.1	0.9	0.8	1.8
Francia	1.6	1.7	0.0	0.0	1.1
Italia	1.7	0.5	-2.4	-1.3	0.8
España	-0.3	0.4	-1.4	-1.4	1.1
Reino Unido	1.8	1.0	0.3	1.0	1.9
América Latina *	6.2	4.3	2.8	3.4	3.6
México	5.3	3.9	3.9	3.1	3.1
Brasil	7.6	2.7	0.9	3.4	3.8
EAGLES **	8.4	6.6	5.1	5.6	6.0
Turquía	9.2	8.5	2.3	4.0	5.5
Asia-Pacífico	8.2	5.7	5.3	5.4	5.8
Japón	4.7	-0.6	2.1	1.7	1.7
China	10.4	9.2	7.8	8.0	8.0
Asia (exc. China)	6.7	3.4	3.6	3.8	4.3
Mundo	5.1	3.9	3.2	3.3	3.9

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	1.6	3.1	2.1	2.1	2.2
UEM	1.6	2.7	2.5	1.6	1.5
Alemania	1.2	2.0	2.0	1.7	1.8
Francia	1.5	2.1	2.0	1.4	1.5
Italia	1.5	2.8	3.0	2.0	1.7
España	1.8	3.2	2.4	1.7	1.2
Reino Unido	3.3	4.5	2.8	2.7	2.2
América Latina *	6.4	8.0	7.5	8.4	8.4
México	4.2	3.4	4.1	3.9	3.5
Brasil	5.0	6.6	5.4	6.2	5.4
EAGLES **	5.3	6.0	4.2	4.4	4.6
Turquía	8.6	6.2	8.5	6.9	5.9
Asia-Pacífico	3.6	4.7	3.0	3.1	3.6
Japón	-0.7	-0.3	0.0	0.1	0.7
China	3.3	5.4	2.6	3.0	4.0
Asia (exc. China)	3.7	4.3	3.3	3.2	3.4
Mundo	3.7	5.1	4.1	3.9	4.0

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo 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	0.4	2.5	1.1	2.0	2.2
Consumo personal (var. % real)	2.5	1.9	1.9	1.8	2.4	1.5	1.6	1.8	3.2	0.8	1.6	1.6
Consumo gobierno (var. % real)	-3.1	-1.7	-2.2	0.3	-3.0	-0.7	3.9	-7.0	-4.1	-2.0	0.4	0.4
Inversión fija bruta (var. % real)	6.6	8.7	6.9	7.3	9.8	4.5	0.9	14.0	4.1	9.0	6.8	7.0
Construcción	-1.4	12.1	11.5	6.6	20.6	8.4	13.6	17.5	12.6	8.2	8.2	6.6
Producción industrial (var. % real anual)	3.4	3.6	3.7	5.1	4.0	4.5	3.3	2.7	2.6	3.3	4.0	4.8
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-3.1	-3.1	-3.0	-3.4	-3.5	-3.0	-2.8	-2.8	-3.6	-2.9	-2.7	-3.0
Inflación anual (fin de periodo)	3.0	1.7	2.7	1.6	2.7	1.7	2.0	1.7	1.5	2.4	1.9	2.7
Inflación anual (promedio de periodo)	3.2	2.1	2.1	2.2	2.8	1.9	1.7	1.9	1.7	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	3.3	2.2	2.7	3.5	3.9
Por habitante en dólares	9,557.5	10,443.2	10,872.4	12,420.5	10,648.7	10,291.4	10,874.4	11,533.2	11,693.9	12,173.8	12,761.1	13,102.8
Miles de millones de dólares	1,032.5	1,139.4	1,192.8	1,372.3	1,175.0	1,139.9	1,192.1	1,264.3	1,286.1	1,343.1	1,410.7	1,449.3
Inflación (% prom.)												
General	4.2	3.4	4.1	3.9	3.9	3.9	4.6	4.1	3.7	4.4	3.8	3.6
Subyacente	3.9	3.2	3.4	2.9	3.3	3.5	3.6	3.3	3.0	2.9	2.9	3.0
Mercados Financieros (% fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	4.5	4.5	4.5	3.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.0	4.0	3.5	3.5
Cetes 28 días	4.4	4.4	3.9	3.3	4.3	4.4	4.2	3.9	4.2	3.7	3.3	3.3
TIIIE 28 días	4.9	4.8	4.8	3.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.4	4.3	3.9	3.8
Bono 10 años (% prom.)	6.9	6.8	5.7	4.7	6.2	5.9	5.3	5.4	5.1	4.6	4.6	4.7
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	12.7	12.5	13.1	12.2	12.9	13.6	13.1	13.0	12.6	12.2	11.9	12.0
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)	-1.9	-9.7	-9.2	-16.4	-1.4	-0.5	-0.9	-6.5	-4.5	-2.4	-3.6	-5.9
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.2	-0.9	-1.0	-1.2	-0.5	-0.2	-1.3	-2.1	-1.4	-0.7	-1.0	-1.6
Petróleo (mezcla mex., dpb, prom.)	72.3	101.1	101.8	99.7	110.5	100.6	99.7	96.6	104.3	98.5	97.9	98.1
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.8	4.3	4.6	3.9	4.5	4.6	4.7	4.7	4.1	3.8	3.8	3.9
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	5.4	5.2	5.0	4.8	5.0	5.0	4.8	5.0	5.0	4.8	4.7	4.6

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	4.0	3.3	5.2	4.3	2.7	3.8	2.6	3.1	4.1	3.5
Demanda interna	4.9	3.9	3.8	3.2	5.0	4.2	2.7	3.2	2.5	3.2	3.6	3.4
Consumo	4.6	4.1	3.1	3.0	4.0	3.6	1.9	3.0	2.6	3.4	3.1	2.7
Privado	5.0	4.4	3.4	3.3	4.2	3.8	2.1	3.5	3.2	3.7	3.3	2.8
Público	2.3	2.1	1.5	1.0	3.1	2.3	0.4	0.2	-0.8	0.9	1.8	2.0
Inversión	0.3	8.3	5.8	2.7	8.2	6.1	5.6	3.5	1.3	1.9	2.8	4.8
Privado	-0.3	13.9	5.3	4.0	9.3	4.8	2.4	4.8	2.4	4.4	5.0	4.4
Público	2.6	-7.4	7.8	-1.0	4.3	9.6	14.7	2.8	2.0	-4.7	-3.5	2.5
Demanda Externa	21.7	7.6	4.6	3.6	5.7	5.0	2.8	4.9	2.0	2.4	5.6	4.4
Importaciones	19.7	7.1	4.1	3.9	5.9	4.2	1.1	5.2	3.5	4.0	5.8	2.3
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	2.9	-2.4	6.5	2.9	6.6	11.1	1.5	7.1	5.6	2.1	1.4	2.7
Secundario	6.1	4.0	3.6	2.5	4.9	4.1	3.5	1.9	0.5	2.6	3.0	3.7
Minería	1.2	-1.0	1.2	2.1	0.9	-0.1	2.3	1.8	2.1	2.1	1.9	2.4
Electricidad	10.2	6.5	2.3	1.0	4.0	2.3	2.1	0.8	-0.7	1.1	1.0	2.7
Construcción	-0.6	4.6	3.3	2.2	5.5	4.9	3.7	-0.8	-2.2	2.8	3.3	4.8
Manufactura	9.9	5.0	4.0	2.8	4.7	4.9	3.9	2.7	0.9	2.8	3.4	3.7
Terciario	5.2	4.7	3.8	3.4	4.5	4.7	3.0	3.0	3.2	2.9	3.7	3.9
Comercio	11.7	9.4	5.2	4.0	7.5	5.4	2.4	5.5	4.0	3.8	4.0	4.3
Transporte, correos y almacenamiento	7.5	3.2	4.3	3.9	5.3	4.2	3.7	4.0	3.8	3.3	4.3	4.4
Información en medios masivos	1.6	5.1	8.5	9.1	7.7	10.2	9.7	6.6	10.7	8.8	8.7	8.2
Serv. financieros y de seguros	13.1	10.1	8.1	6.7	12.7	11.6	5.2	3.5	4.3	5.3	8.1	9.1
Serv. inmov. y de alq. de bienes muebles e int.	1.9	2.4	2.4	1.7	2.5	2.3	3.0	1.9	1.5	0.8	2.1	2.3
Serv. profesionales, científicos y técnicos	-0.7	4.8	0.7	2.0	5.2	0.8	0.1	-3.0	2.0	1.9	2.0	2.0
Dirección de corporativos y empresas	4.9	2.1	4.0	4.2	4.8	3.8	4.5	3.1	5.2	3.7	4.0	3.9
Serv. de apoyo a los neg., serv. de remediación	1.5	5.1	4.0	3.0	3.0	5.1	3.3	4.7	3.0	2.8	2.9	3.1
Serv. educativos	0.2	1.8	1.1	0.7	1.9	0.9	0.5	0.9	0.9	0.6	0.6	0.5
Serv. de salud y de asistencia social	0.7	1.8	2.1	1.6	2.1	1.7	2.2	2.5	1.9	1.4	1.5	1.6
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	5.9	2.5	4.0	2.8	-0.2	3.5	6.0	6.7	4.4	2.2	2.3	2.3
Serv. de alojamiento tem. y prep. de alim. y beb.	3.2	2.5	4.9	3.4	4.6	4.2	5.7	5.3	4.8	3.6	2.7	2.7
Otros serv. excepto actividades del gobierno	0.9	2.9	4.1	3.1	3.4	4.5	4.3	4.4	3.2	3.1	3.1	3.1
Actividades del gobierno	3.1	-2.3	0.6	0.3	2.0	2.2	-1.4	-0.2	-2.0	-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

Arnulfo Rodríguez

arnulfo.rodriguez@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiza@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación Latam

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@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:

