

# Situación México

Tercer Trimestre 2013  
Análisis Económico

- La desaceleración en el primer semestre será transitoria, y la economía habrá de acelerarse en el segundo semestre del año hacia niveles de 3.0% y continuar creciendo por arriba de ese nivel en 2014
- La informalidad sigue siendo uno de los mayores retos del país. Un factor muy relevante para atacar este problema es la mejora en calidad y cantidad educativa, lo mismo que avanzar en el resto de reformas en la agenda legislativa
- Los mercados financieros parecen entrar a un proceso de normalización ante la expectativa de una reducción de la abundante liquidez

# Índice

1. En Resumen .....	1
2. Crecimiento global: sin mejoras hasta 2014, riesgos diversificados ..	4
3. México: un crecimiento mayor en la segunda mitad del año .....	11
3.1 Actividad: desaceleración temporal que se revertirá en la segunda parte del año para continuar creciendo en 2014 por arriba de 3.0% .....	11
Recuadro 1: Implementación de reformas y reducción de la informalidad: oportunidad para impulsar el crecimiento potencial del país .....	15
3.2 La inflación regresa por debajo de 4.0% apoyada por el desvanecimiento de los choques de oferta y la inflación subyacente en mínimos históricos .....	19
3.3 Ante la consideración de Banxico sobre “la rapidez y profundidad” de la desaceleración económica no se descarta un recorte en la tasa de fondeo .....	22
3.4 La expectativa de una reducción del ritmo de compra de activos genera un proceso de normalización en los mercados financieros .....	24
Recuadro 2: Análisis sobre la creciente importancia de la postura monetaria relativa de México dentro de la función de reacción del Banco de México .....	27
Recuadro 3: El peso y el rendimiento de los bonos gubernamentales se han movido al ritmo de la comunicación de la Fed .....	31
4. Previsiones .....	34

**Fecha de cierre: 2 de agosto de 2013**

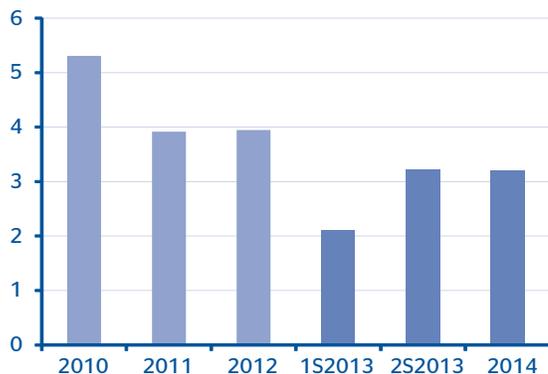
# 1. En Resumen

La desaceleración del 1T13 será temporal y se revertirá en la segunda parte del año para continuar creciendo en 2014 por arriba de 3.0%

**La economía global muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en emergentes, y enfrenta unas condiciones financieras menos laxas.** El escenario económico global es menos favorable que el vigente hace tres meses, lo que lleva a una revisión a la baja de la perspectiva de PIB mundial hasta un crecimiento en 2013 del 3.1%, dos décimas menos de lo previsto hace tres meses. Para 2014 se mantienen las expectativas de expansión, en este caso hasta el 3.8%, dos décimas menos de lo previsto el trimestre pasado. Detrás de ese deterioro y de la consecuente revisión de previsiones subyacen, al menos, dos motivos. Por una parte, las economías emergentes están experimentando una desaceleración más intensa de lo esperado, y entre ellas cabe destacar la moderación del crecimiento en China, por sus repercusiones globales, más allá de la propia Asia, por ejemplo en las economías sudamericanas. En segundo lugar, se ha producido un evento no esperado, al menos en el momento en el que se produjo, como es el endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global. Este tensionamiento ha sido resultado fundamentalmente de la reacción del mercado a la comunicación de la Fed sobre sus planes de paulatina disminución de la tercera ronda de su programa de expansión cuantitativa.

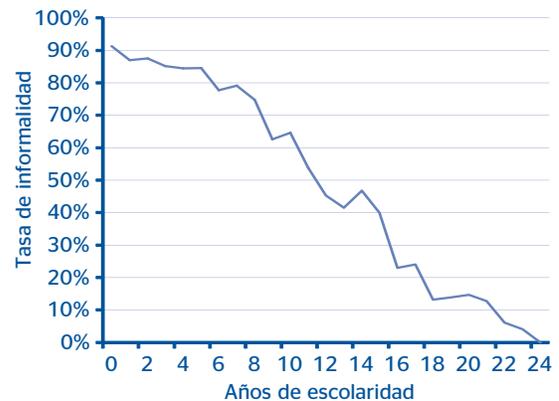
**En México, la desaceleración observada en el 1S13 tendrá un carácter transitorio, y la economía habrá de acelerarse en el segundo semestre del año hacia niveles de 3.0% y continuar creciendo por arriba de ese nivel en 2014.** La desaceleración observada en la primera parte del año es resultado de un menor dinamismo en la construcción, las exportaciones tanto petroleras como no petroleras, y el gasto público. En este sentido, se espera que sean estas mismas variables las que se aceleren en la segunda mitad del año. Por una parte se espera que la demanda externa se fortalezca ante la expectativa de que EEUU se acelere resultado de tres factores: i) menores recortes al gasto en el segundo semestre del año al haberse reducido ya el déficit esperado en el 2013, ii) incremento en el consumo en respuesta a un efecto riqueza por mayores precios de la vivienda y las acciones, y iii) mejoras recientes en el mercado laboral. Por otra parte, en México el gasto público se acelerará para cumplir con el nivel aprobado en el presupuesto. El dato de junio ya muestra un incremento relevante, comportamiento que debiera mantenerse el resto del año.

Gráfica 1  
**Escenario de crecimiento del PIB  
(Variación % a/a)**



Fuente: INEGI y BBVA Research

Gráfica 2  
**Escolaridad y tasa de informalidad laboral  
(años, y porcentaje de los ocupados en 1T13)**



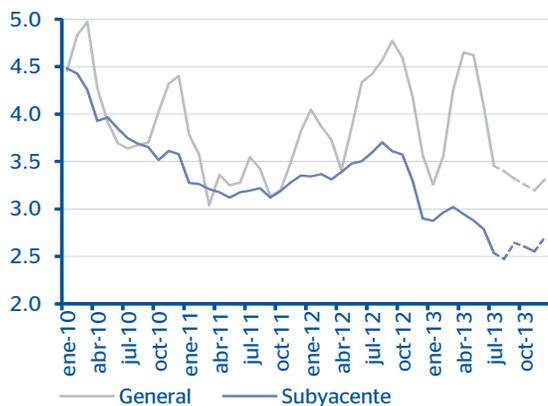
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

La informalidad sigue siendo uno de los mayores retos del país al estar asociada con un escaso grado de formación escolar, baja productividad, y nivel de ingreso. Por ejemplo, entre los ocupados cuyo máximo nivel de instrucción es la primaria, el 80% labora en algún tipo de informalidad, mientras que entre los trabajadores con estudios superiores, únicamente alrededor de 20% se encuentra en esta situación. De tal manera que un factor muy relevante para atacar el problema de la informalidad es la mejora en calidad y cantidad educativa. Considerando que el nivel educativo está relacionado con la productividad y crecimiento económico, **una reforma educativa que implique mayor eficiencia en el rendimiento escolar, particularmente en niveles de educación secundaria y terciaria, se podría traducir en incremento en el PIB potencial de la economía. No obstante, el resto de reformas también es muy relevante para aumentar la inversión, productividad, y en consecuencia el crecimiento económico**, por lo que el grado de avance de las reformas que se han planteado en la agenda legislativa será clave para el crecimiento de los próximos años.

Como se anticipaba, la inflación ha regresado claramente por debajo de 4.0% apoyada por el desvanecimiento de los choques de oferta y una inflación subyacente que se sitúa en mínimos históricos. Al interior de los componentes de la inflación ha habido un gran contraste. La inflación subyacente alcanzó un nuevo mínimo histórico al ubicarse en 2.9% a/a en promedio en el segundo trimestre, mientras que la inflación no subyacente tuvo el peor trimestre desde los últimos 3 meses de 2004 al registrar una inflación anual de 9.8% en el mismo periodo. Como consecuencia, en cuanto los choques de oferta comenzaron a desvanecerse, la inflación general cayó súbitamente, alcanzando ya un nivel de 3.5%. Se espera que la inflación continúe bajando en los próximos meses y cierre 2013 en torno a 3.3% anual, con una inflación subyacente debajo del 3.0%. No obstante, entre los riesgos al alza sobre este escenario destacan la aparición de nuevos choques de oferta y un nuevo periodo de inestabilidad financiera que deprecie el peso.

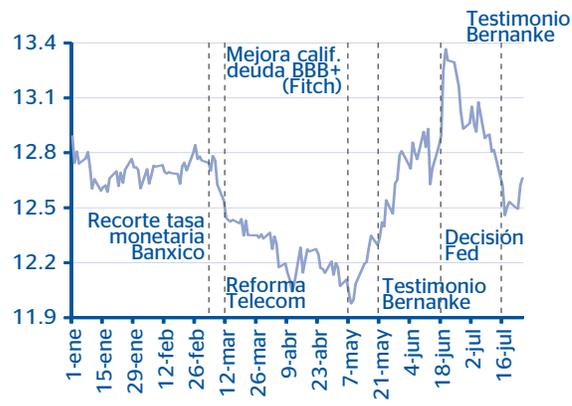
En este escenario benigno de inflación, la consideración de Banxico sobre “la rapidez y profundidad” de la desaceleración económica sugiere que un recorte en la tasa de fondeo no es descartable. No obstante, éste dependerá de cómo se pondere y se prevea la aceleración de la actividad económica en el segundo semestre, y en menor medida de la posible disminución de la volatilidad cambiaria. Adicionalmente, se ha encontrado evidencia de que Banxico toma en consideración para su decisión medidas monetarias tanto convencionales como no convencionales de otros bancos centrales, por lo que nuevos acontecimientos en este sentido también podrían influir.

Gráfica 3  
**Escenario de inflación general y subyacente (%)**



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 4  
**Tipo de cambio (pesos por dólar)**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Los mercados financieros parecen entrar a un proceso de “normalización” ante la expectativa de una reducción del ritmo de compra de activos financieros por parte de la Reserva Federal (Fed), reduciendo así la liquidez hacia niveles más consistentes con su promedio histórico. En este entorno, **la comunicación de la Fed y su interpretación por parte de los mercados ha sido el principal determinante de los movimientos del tipo de cambio y los rendimientos de la deuda gubernamental en México** (y otros países emergentes). En los próximos meses, los mercados podrían retomar una cierta diferenciación positiva del peso por tres razones principalmente: a) México será uno de los principales beneficiados de la aceleración esperada de la economía de EEUU en la segunda mitad del año; b) en términos relativos, la leve subvaluación del peso lo vuelve una divisa atractiva; y c) la próxima presentación de iniciativas de reformas. Por ello, se espera que el peso mantenga una tendencia de apreciación en lo que resta del año y alcance un nivel promedio de 12.4ppd en 4T13. Sin embargo, cambios en la política monetaria de la Reserva Federal impactarían la prima de riesgo global, introduciendo nuevamente episodios de volatilidad, posiblemente temporales, sobre la divisa.

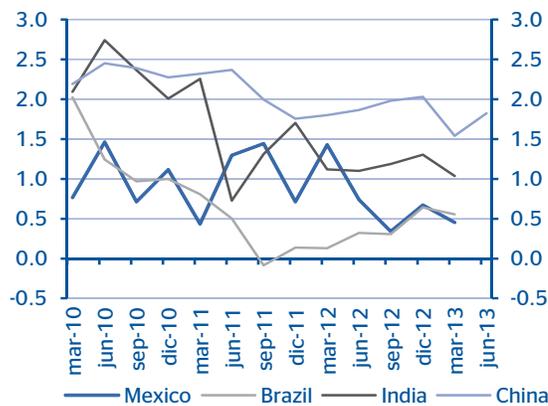
## 2. Crecimiento global: sin mejoras hasta 2014, riesgos diversificados

### La economía global muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en emergentes, y afronta unas condiciones financieras menos laxas

El escenario económico global es menos favorable que el vigente hace tres meses, cuando difundimos nuestras anteriores previsiones de crecimiento, lo que nos lleva a la revisión a la baja de nuestras perspectivas de PIB mundial hasta un crecimiento en 2013 del 3.1%, dos décimas menos de lo previsto hace tres meses. Para 2014 se mantienen las expectativas de expansión, en este caso hasta el 3.8%, dos décimas menos de lo previsto el trimestre pasado. Detrás de ese deterioro y de la consecuente revisión de previsiones subyacen, al menos, dos motivos. Por una parte, las economías emergentes están experimentando una desaceleración más intensa de lo esperado (gráfica 5), y entre ellas cabe destacar la moderación del crecimiento en China, por sus repercusiones globales, más allá de la propia Asia, por ejemplo en las economías sudamericanas. En segundo lugar, se ha producido un evento no esperado, al menos en el momento en el que se produjo, como es el endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global. Este tensionamiento ha sido resultado fundamentalmente de la reacción del mercado a la comunicación del detalle de la Fed de sus planes de paulatina disminución y posterior reversión de la tercera ronda de su programa de expansión cuantitativa.

Gráfica 5

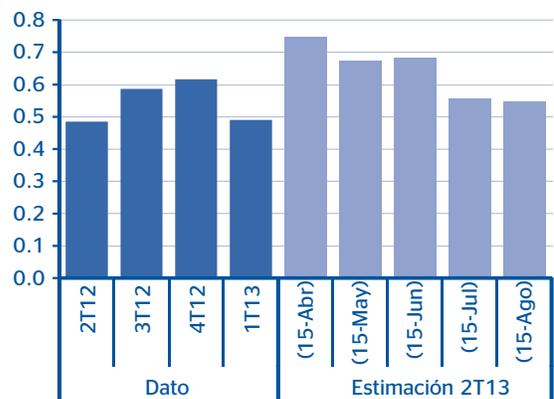
#### Economías emergentes, crecimiento del PIB (% t/t, correg. estac.)



Fuente: Haver

Gráfica 6

#### Crecimiento del PIB mundial según modelo BBVA-GAIN (% t/t)



Fuente: BBVA Research

### El crecimiento no termina de consolidarse en las economías avanzadas y se deteriora en las emergentes

Durante los dos últimos trimestres, los datos macroeconómicos no han sido en general sorprendentemente positivos, e incluso han generado nuevas fuentes de preocupación al menos en algunas áreas geográficas. Así, el flujo de nuevos datos ha ido paulatinamente reduciendo las estimaciones de crecimiento del PIB trimestral global (gráfica 6).

Por una parte, las economías avanzadas han mostrado un comportamiento ciertamente dispar, pero en general su crecimiento sigue muy lejos de ser robusto, salvo en el caso de Japón. El crecimiento en EEUU, sin ser particularmente elevado (la economía no crece por encima del 2% desde el 3T12), ha evolucionado en línea con lo previsto. Aun así, esas tasas de crecimiento, aunque pobres en comparación histórica con otras recuperaciones, son especialmente destacables dado el lastre que sobre el PIB suponen las medidas de consolidación fiscal implementadas como consecuencia de la parcial entrada en vigor del llamado "sequestration" del gasto público y del alza de impuestos acordadas a comienzos de año.

En Europa, el inicio de año fue decepcionante, con una acumulación de seis trimestres de contracción. No obstante, los datos más recientes son más favorables y es probable que durante el segundo trimestre la zona euro evite una nueva caída del PIB. Japón, por su parte, experimentó en el primer trimestre un rebote de su PIB y los datos más recientes apuntan a que mantendrá su dinamismo apoyado en las medidas de impulso monetario y fiscal adoptadas por el nuevo gobierno. En su conjunto, las economías avanzadas habrían mejorado su comportamiento cíclico durante los últimos meses, pero no lo suficiente como para modificar la percepción sobre su situación y sus perspectivas en el escenario más probable.

La situación macroeconómica de las economías emergentes, por el contrario, se ha debilitado significativamente. Entre las dos grandes economías emergentes de Latinoamérica, preocupa especialmente la situación en Brasil, incapaz de salir definitivamente del estancamiento de 2011/2012 y afectado por incertidumbres adicionales como las recientes tensiones sociales. El modelo de crecimiento basado en un consumo favorecido por el endeudamiento en un marco de escasa iniciativa política para las reformas y la inversión productiva parece estar agotándose. Además, la necesidad de que la política monetaria controle la inflación se ha traducido en un aumento de tasas de interés, lo que dificultará en el corto plazo la recuperación. México, por su parte, ha perdido dinamismo en la primera parte de 2013 tanto por la menor demanda externa como por el impacto en el gasto público del cambio de responsabilidades en el gobierno. En todo caso, se registra un crecimiento modesto en comparación con su capacidad potencial.

Por su parte, las dos grandes economías emergentes de Asia se han debilitado en los últimos trimestres, y los datos más recientes han abundado en esta tendencia (gráfica 5). En India se debilita la demanda doméstica y en particular la inversión a la vez que las condiciones externas se hacen menos favorables. En China, la tendencia de desaceleración se mantiene, arrastrando a otras economías emergentes (las más dependientes de la demanda de materias primas) y afectando igualmente a economías exportadoras de bienes de inversión. La desaceleración en China es fruto de la combinación de la moderación de la demanda externa y de las medidas de política económica dirigidas a reducir las vulnerabilidades del sector financiero (como se analiza con más detalle posteriormente) y de una moderación de la capacidad de crecimiento potencial. Además, los datos más recientes siguen arrojando dudas sobre la fortaleza del consumo y, en definitiva, sobre la instrumentación del pretendido cambio de modelo de crecimiento.

## Acostumbrando al mercado a una menor liquidez

El segundo factor que contribuye al menor optimismo sobre el escenario económico global, es el endurecimiento de las condiciones financieras vigentes a nivel global. Aunque sea por múltiples causas, la mayor parte del repunte en las condiciones de financiamiento a nivel global se origina a mediados de mayo con el detalle anunciado por la Fed de sus planes para limitar primero, y poner fin después, a su programa de expansión monetaria. La Fed ya venía adelantando durante los últimos meses su intención de iniciar un proceso de salida de las medidas extraordinarias de liquidez que había adoptado en los últimos años como respuesta a la crisis. Esos planes se han concretado recientemente, de modo que el mercado ha interpretado que en septiembre la Fed comenzará a disminuir el ritmo de sus compras de activos (desde los 85 mil millones de dólares al mes) y que cuando la tasa de desempleo alcance el 7% (algo que se espera para el segundo trimestre de 2014), la Fed dejará de comprar activos. Además, el banco central de EE.UU. mantiene inalteradas las condiciones que podrían justificar las subidas de tasas que, según nuestras previsiones, comenzarán bien avanzada la segunda mitad de 2015.

La Fed ha basado la puesta en marcha de este plan de salida en el mejor tono de la economía americana. Además, es probable que otros factores también hayan jugado un papel en esta decisión, como los temores a la generación de "burbujas" en ciertos mercados tras años de tasas de interés muy bajas y abundante liquidez, o las dudas sobre la efectividad de sucesivas rondas de expansión monetaria para alcanzar impulsos adicionales de actividad. Lo cierto es que todavía persisten dudas sobre la fortaleza real de la recuperación en marcha en EE.UU. La consolidación fiscal está restando crecimiento (y el proceso continuará en el futuro inmediato) y la economía americana no está encontrando fácil crecer a un ritmo aceptable por comparación histórica (de, al menos, el 2%), mientras que recientemente sectores como el manufacturero han dado muestras de debilidad. El sector de la construcción residencial está mostrando un gran dinamismo, pero en parte apoyado en unas condiciones financieras muy favorables

que se comienzan a revertir. El consumo se mantiene estable, apoyado en la disminución de la tasa de ahorro y el efecto riqueza positivo, así como por el aumento del empleo y el ingreso disponible. Además, el empleo no muestra un crecimiento especialmente robusto. La última ronda de estímulos contribuyó a impulsar la creación de empleo otra vez hasta el entorno de los 200 mil nuevos empleos al mes (gráfica 7), no mucho más allá de lo ocurrido en anteriores periodos en los que finalmente fue necesaria una nueva ronda de estímulos.

Gráfica 7

**Crecimiento del empleo no agrícola (variación en miles, media móvil 3 meses)**

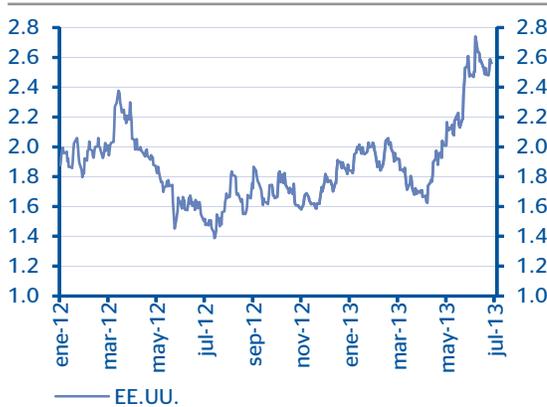


Fuente: BBVA Research, Haver

En todo caso, el plan de la Fed ha estado caracterizado por una elevada transparencia y prudencia. Se detalla que por una parte no se interrumpen inmediatamente las compras de activos, sino que se extienden durante un periodo aún prolongado (probablemente la Fed seguirá ampliando su balance durante casi un año más). Además, la Fed ha reafirmado su compromiso de mantener las tasas de interés muy bajas durante un periodo prolongado y, lo que quizás es más importante, todo el proceso es condicional a la marcha de la economía, es decir, a que la economía continúe creciendo a "velocidad de crucero".

Gráfica 8

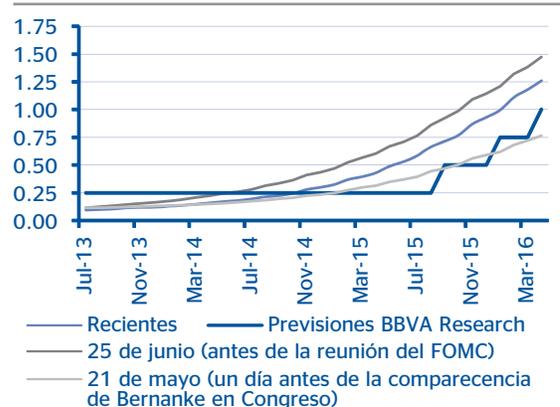
**Tasas de interés sobre la deuda pública de EEUU a 10 años (%)**



Fuente: Bloomberg

Gráfica 9

**Futuros sobre las tasas de la Fed**



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Sin embargo, la reacción del mercado a este plan (incluso después de ser bien aclarado en sus detalles) ha resultado más intensa de lo (probablemente) deseado por la Fed. Como se puede observar en las gráficas 8 y 9, las tasas de interés a largo plazo llegaron a aumentar en más de 100 puntos básicos, mientras que los futuros descuentan ahora la primera subida de tasas para comienzos de 2015, prácticamente un año antes de lo esperado hace dos meses. En nuestra opinión, es probable que lo observado en los

mercados financieros sea en parte sobre-reacción, como muestran recientes sesiones a la baja de las tasas, tanto de las largas como de las expectativas de las más cortas. Aun así, la puesta en marcha del mecanismo ha generado un proceso de recomposición de carteras ante el fin de la abundante liquidez y, por tanto, de la demanda extra de bonos que contenía las tasas de interés en niveles excepcionalmente bajos. En nuestra opinión, pues, estamos ante el inicio de un ciclo de normalización de las condiciones financieras, con tasas de interés más altas y una menor demanda para los activos de riesgo.

## Desaceleración en China: moderación global y medidas para acotar el endeudamiento y el alcance de la banca en la sombra

El reciente tensionamiento que se ha producido en el mercado interbancario chino (gráfica 10), refleja los efectos secundarios del proceso que las autoridades chinas han adoptado para poner coto a los riesgos asociados con el rápido crecimiento del crédito y la acumulación de la deuda, de modo que el endeudamiento de los agentes económicos ha estado creciendo holgadamente por encima del crecimiento nominal de la economía durante un largo periodo de tiempo (gráfica 11). Si a eso le añadimos el crédito generado por el llamado sector financiero en la sombra, no regulado, es probable que el nivel de endeudamiento total en China alcance ya el entorno de los 200 puntos de PIB. Las autoridades han adoptado a lo largo del último año distintas medidas destinadas a restringir tanto el crecimiento del crédito como a poner límite a las actividades del sector financiero no regulado.

Es probable que las tensiones en el interbancario no hayan pasado de ser un episodio transitorio, destinado a lanzar una señal sobre la firme voluntad de las autoridades, pero también ha servido para evidenciar aún más las potenciales fragilidades del sistema financiero. Hay que tener en cuenta, que el crédito no sólo ha crecido con más intensidad que la economía durante los últimos años, sino que además parte se ha destinado con preferencia al financiamiento de proyectos de rentabilidad dudosa. Por ejemplo, proyectos de infraestructura local resultado de los planes de estímulo implementados a finales de 2008 y 2009 para contrarrestar la recesión global post-*Lehman Brothers*. El resultado de todo ello ha sido el aumento de las dudas sobre la capacidad de esta economía para continuar creciendo a los ritmos recientes en un entorno global muy acotado.

Gráfica 10

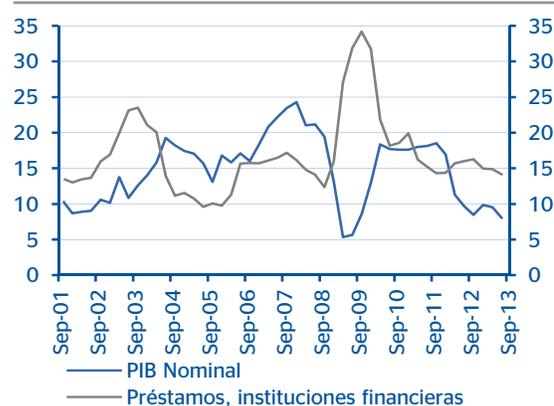
### Mercado interbancario (tasas REPO a 7 días y Shibor overnight)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfica 11

### Crecimiento del crédito y de la economía (% a/a)



Fuente: Haver, BBVA Research

El escenario base, continúa siendo de continuidad de una desaceleración moderada. Las medidas para limitar el crecimiento del crédito supondrán un cierto lastre sobre el crecimiento, pero aun así, las autoridades chinas parecen cómodas con las actuales tasas de variación del PIB, mientras sean el resultado de cambios que hagan más sostenible (y saludable) el crecimiento en el medio y largo plazo. Seguimos considerando que el Gobierno chino continúa teniendo margen de actuación en caso de que la evolución económica comprometa sus objetivos de crecimiento. Esto supone que no cabe descartar

nuevas medidas de estímulo económico y, por tanto, que las autoridades poseen los instrumentos para evitar cualquier “aterrizaje forzoso” en el crecimiento, al menos en el corto plazo.

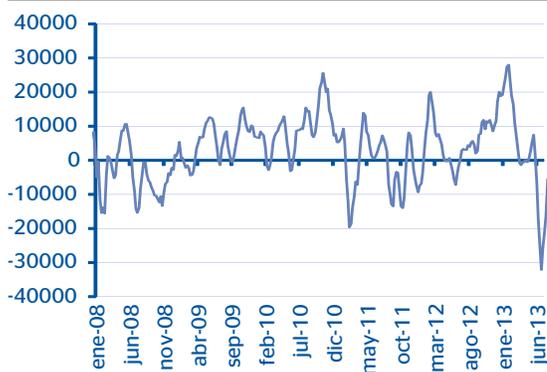
## El comienzo del fin de la liquidez abundante impacta más en las economías emergentes más necesitadas de financiamiento a corto plazo

Las mayores economías emergentes de Asia y Latinoamérica están atravesando una etapa de debilitamiento de la actividad, menos intenso pero más duradero en China y más intenso pero previsiblemente menos duradero en el resto. China está provocando un importante efecto de arrastre sobre otras economías emergentes, en especial aquellas dependientes de la demanda de las grandes economías emergentes, bien sea de productos finales e intermedios (fundamentalmente las economías de Asia) o de materias primas (la mayor parte de economías de América del Sur).

Las economías emergentes han resultado las más afectadas por el reciente recrudescimiento de las tensiones financieras. Hasta el momento, las políticas de expansión monetaria de los bancos centrales de las economías avanzadas (tasas excepcionalmente bajas y aumento de balance) habían generado flujos hacia activos de más riesgo y más rendimiento, entre los que se encontraban activos de economías emergentes. En determinados momentos estos flujos fueron tan intensos que algunas economías emergentes adoptaron medidas para limitarlos (singularmente, Brasil). En la actualidad, la situación claramente ha revertido, con salidas de flujos de capitales de los mercados emergentes de acciones y bonos cercanas a 85 mil millones de dólares desde mediados de mayo hasta mediados de julio.<sup>1</sup> La intensidad de las salidas ha sido acrecentada en los mercados más líquidos (Polonia, Turquía, Brasil) por los reajustes de cartera llevados a cabo por los inversionistas de mayor peso, que son los de un horizonte inversor de más largo plazo. Además de caídas en bolsa y en el precio de los bonos, se ha producido también una depreciación generalizada de sus monedas. Las salidas de capital y depreciaciones en algunos países han sido tan intensas, que algunos bancos centrales han tenido que tomar medidas subiendo tasas de interés, como por ejemplo, Indonesia o Turquía o eliminando las barreras a las entradas de capitales (es el caso también de Brasil).

Gráfica 12

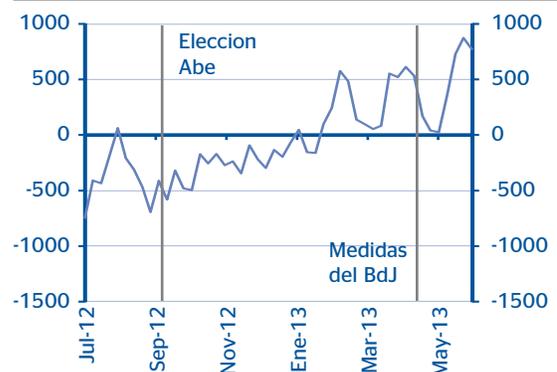
**Flujos netos a bonos y acciones de EMES (Mln USD mensuales, promedio 4 semanas)**



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfica 13

**Japón: compras netas de bonos extranjeros (JPY bn, promedio 4 semanas)**



Fuente: Haver, BBVA Research

Hay varios factores detrás de esta intensa salida de capitales. Además de la inmediata anticipación al nuevo escenario de liquidez con una recomposición de carteras, la debilidad cíclica de algunas de las economías grandes emergentes y el riesgo creciente de una desaceleración más intensa en China, son

<sup>1</sup> Para mayor detalle ver el Economic Watch de BBVA Research “Behind the Emerging Markets sell of: some stylized facts”. Disponible en internet: [www.bbva.com](http://www.bbva.com)

factores que apuntan en la misma dirección. También, la expansión monetaria en Japón ha estado lejos de generar un flujo de capitales a economías emergentes buscando rentabilidades más elevadas.<sup>2</sup>

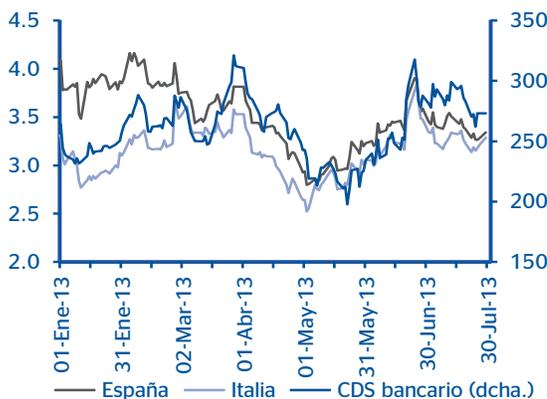
Con todo, siendo muy intensa la salida de flujos de capital de los mercados emergentes, existen razones para ser optimista. En primer lugar, los datos más recientes de flujos de capital muestran una moderación en las salidas en las últimas semanas. En segundo, el perfil del inversionista que ha protagonizado las salidas es de un horizonte de inversión de más corto plazo, frente a inversionistas de perfil institucional, con horizontes de inversión más largos. Finalmente, esta reordenación de carteras ha de tener en cuenta que si se avanza hacia un entorno de menor soporte de la liquidez desde los bancos centrales es porque el ciclo económico global tiende a mejorar y ello sin olvidar los fundamentales de que han construido las economías emergentes en cuanto a la certidumbre de sus políticas y sus ventajas comparativas con las más desarrolladas en niveles de solvencia.

## Europa, las perspectivas de recuperación se mantienen a pesar de la revisión a la baja del crecimiento de 2013

En Europa las tensiones financieras han vuelto a aumentar en los últimos meses, deshaciendo las mejoras logradas en la primera parte del segundo trimestre. Aunque no se ha materializado ningún evento importante de riesgo como en trimestres anteriores, las tensiones financieras en algunos momentos han alcanzado los niveles registrados durante la crisis del rescate chipriota (véase gráfica 14, que lo ilustra con los bonos soberanos periféricos), pese a que el tono coyuntural de la actividad económica ha mejorado a la luz de los indicadores que se van recibiendo. Varias razones están detrás de esta situación. Por una parte, es probable que en Europa también se haya visto afectada por el proceso de recomposición de carteras tras el anuncio de la Fed. En segundo lugar, los países del sur de Europa se han visto afectados simultáneamente por problemas de estabilidad política. Especialmente destacable es el caso de Portugal. El episodio de inestabilidad de su Gobierno ya parece cerrado pero la política del nuevo gobierno dificulta los planes de retorno al mercado de deuda pública y probable la necesidad de algún tipo de ayuda adicional a partir de mediados de 2014, mientras que el mercado teme algún tipo de restructuración de la deuda. En tercer lugar, pudieron haber surgido dudas sobre la capacidad del programa OMT del BCE para contener las tensiones financieras como consecuencia del escrutinio judicial al que está siendo sometido este instrumento en Alemania. Por último, el proceso de construcción de una unión bancaria continúa muy lentamente, sometido a las necesidades que dicta la economía política a nivel doméstico.

Gráfica 14

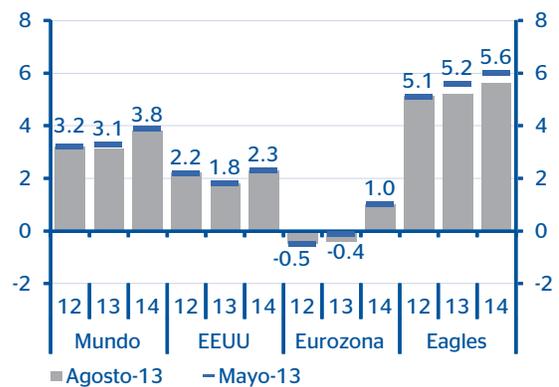
### Europa: tasas de interés sobre la deuda pública a 10 años y CDS bancario



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfica 15

### Crecimiento del PIB por regiones



Fuente: Haver, BBVA Research

Con todo, las perspectivas para el escenario económico del área del euro se mantienen básicamente inalteradas. Es probable que las reformas para la mejora de la gobernabilidad en la zona euro tomen

<sup>2</sup> Las medidas de expansión monetaria adicional, de reforma fiscal y estructurales planteadas por el nuevo Gobierno japonés tuvieron éxito al depreciar el yen y al aumentar el precio de los bonos y disminuir su rendimiento. Con ello se dio el efecto buscado de impulsar la actividad económica y aumentar las expectativas de inflación en Japón. El efecto indirecto que esta situación podría generar pasaba por flujos de capital japonés dirigiéndose hacia otras economías en búsqueda de un mayor rendimiento. Sin embargo, la concreción de las medidas de política económica del Gobierno japonés ha decepcionado parcialmente al mercado, y parte de la depreciación del yen y de la caída de tasas ha revertido, igual que las salidas de capital

impulso una vez transcurridas las elecciones en Alemania. No obstante, el entorno exterior, más débil que hasta ahora, no supondrá un soporte mayor al esperado previamente, más bien al contrario. La política económica parece haber tomado un sesgo más flexible. Por un lado, se ha confirmado la relajación de los objetivos fiscales por parte de la Unión Europea para varios países de la zona (no sólo de la periferia), lo que hará que la política fiscal sea menos restrictiva en 2013 y 2014. El BCE, por su parte, ha dado pasos adicionales para el apoyo a la actividad: por una parte, en mayo bajó tasas de interés; por otra, y en un paso inusitado, se ha mostrado comprometido con el mantenimiento de sus tasas de interés de referencia en niveles como los actuales o inferiores durante un periodo prolongado de tiempo, lo que supone una suerte de versión débil de la política de conducción de expectativas (*forward guidance*). La situación macroeconómica en la zona permanece sujeta a riesgos a la baja, por lo que el momento de restringir la política monetaria parece lejano.

## Eventos de riesgo global más diversificados pero de menor impacto potencial

El escenario económico global, por tanto, se ha visto modificado por dos factores. Por una parte, por un tono macroeconómico más débil, donde la mejora de las economías avanzadas no compensa la pérdida de dinamismo de las economías emergentes, más aun al tener en cuenta que, en algunas de estas últimas, ciertas debilidades estructurales se han acentuado por lo que, por consiguiente, no cabe esperar de ellas una capacidad de impulso de demanda global como la que tuvieron en el pasado, al menos en el corto plazo. En segundo lugar, el escenario global ya se caracteriza por un proceso de liquidez menos abundante, que se traduce en condiciones financieras menos laxas. Este escenario impacta especialmente en las economías emergentes, de forma que el crecimiento global previsto para 2013 se revisa a la baja, en 0.2 puntos porcentuales, hasta el 3.1%. Para 2014 se prevé ahora un crecimiento del 3.8%.

En cuanto a los factores de riesgo, cabe señalar que el escenario ya no está dominado por un único factor de riesgo de carácter globalmente disruptivo. Sin embargo, algunos factores de riesgo permanecen y se añaden algunos otros, lo que hace que los riesgos estén más diversificados, si bien su impacto potencial sobre la economía global es menor que los definidos en trimestres anteriores. Cabe señalar en primer lugar la posibilidad de que el proceso de salida de las políticas monetarias expansivas de la Fed se realice de forma desordenada. Si esto ocurriese, si las tasas de los activos libres de riesgo subiesen más allá de lo deseado por la Fed y se entrase en un proceso de elevada volatilidad financiera, el impacto en el crecimiento global a través del deterioro de la confianza y del efecto riqueza negativo no sería despreciable. En todo caso, la menor liquidez global afecta especialmente a aquellas economías, no sólo emergentes con desequilibrios en sus balances más dependientes del financiamiento externo y de corto plazo.

Un segundo factor de riesgo, quizá no inminente pero sí a tener en cuenta en el medio plazo se refiere a posibles eventos no esperados en el largo proceso de reformas en China que ha de combinar diferentes objetivos: reducir las fragilidades evidenciadas en su sistema financiero, favorecer el cambio de modelo de crecimiento, no tan intensivo en crédito, más apoyado en el consumo y todo ello sin que el ritmo de crecimiento se reduzca intensamente. Las medidas ya adoptadas para limitar el crecimiento del crédito de por sí supondrán un cierto límite a la expansión, en un país donde parte del crecimiento de los últimos años ha estado soportado por el alto endeudamiento. Las autoridades tienen un amplio margen para tratar con esos eventos de riesgo pero, en todo caso, esa situación, de ocurrir, podría generar un ajuste más brusco en el flujo de crédito a la economía, y forzar una desaceleración intensa en el crecimiento chino. Las repercusiones irían más allá de China y probablemente afectarían a las economías dependientes de la demanda china, no sólo real, también de activos financieros de las economías más desarrolladas.

Por último, el evento de riesgo más probable, entre los previsibles, continúa siendo un recrudecimiento de la crisis del área del euro. La situación mejora paulatinamente, pero sigue siendo muy vulnerable. La reciente inestabilidad política en algunos países del sur de Europa, y la lentitud del proceso de construcción de la unión bancaria siguen siendo elementos que podrían llegar a generar tensiones financieras y por lo tanto en actividad real.

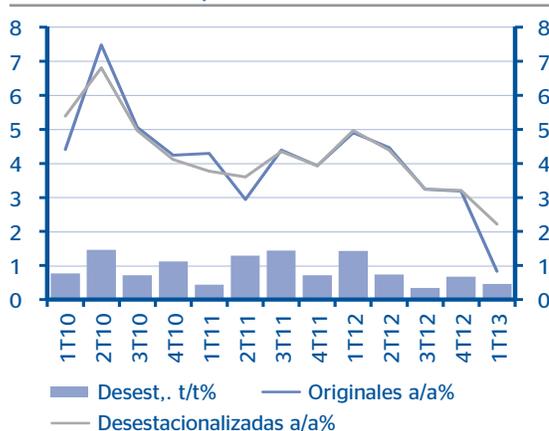
## 3 México: un crecimiento mayor en la segunda mitad del año

### 3.1 Actividad: desaceleración temporal que se revertirá en la segunda parte del año para continuar creciendo en 2014 por arriba de 3.0%

Revisión a la baja en el pronóstico de actividad: la primera mitad del año se caracterizó por una desaceleración más acusada de lo originalmente previsto. La actividad económica pasó de crecer 0.7% en el último trimestre de 2012 respecto al trimestre anterior, a 0.5% en el primer trimestre de 2013 y se espera una expansión cercana a ésta hacia el 2T13, por debajo del crecimiento trimestral cercano a 1.0% estimado al inicio del año. La evidente moderación de la primera mitad del año se estima que habrá de compensarse hacia la segunda mitad del año producto de la mejora en dos impulsos clave: mejora en la demanda externa que se traducirá en mayor demanda por productos nacionales y con ello mayores exportaciones de bienes y servicios, y por otro lado, impulso de los componentes de demanda pública, inversión y gasto, que desde el último trimestre del año pasado restaron décimas al crecimiento. A pesar de la mejora esperada, existen temas estructurales que atender que podrían limitar el crecimiento sostenido, entre ellos están la baja productividad de la mano de obra nacional que ha ido de la mano de la supervivencia del sector informal (ver recuadro 1), así como, por el lado de las exportaciones no manufactureras, menores recursos petroleros que explotar. En ambos casos, la agenda de reformas por ser presentada en el Congreso habría de implicar una mejora en estos aspectos que detonarían el avance en el potencial de crecimiento de la economía.

Gráfica 16

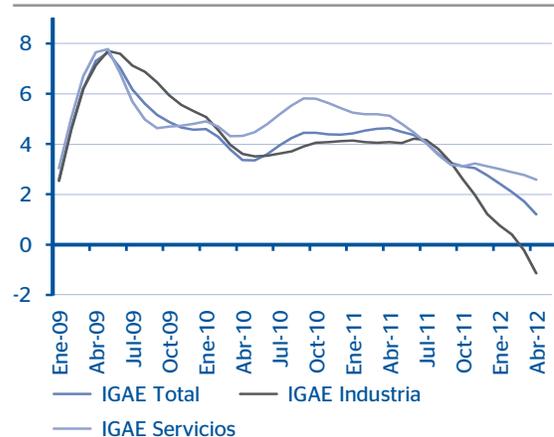
**PIB México**  
(Variación % a/a y t/t%)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 17

**IGAE**  
(Variación % a/a, tendencia)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Antes de analizar lo ocurrido en la primera parte del año, conviene recordar importantes efectos estadísticos relacionados con el calendario que contribuirán a explicar el comportamiento de las cifras publicadas de PIB. Por una parte, el periodo de semana santa en el año 2012 fue en abril (2T12), mientras que en este año fue en marzo (1T13). Por otra parte, el año pasado fue año bisiesto, es decir que febrero

tuvo un día más de lo usual. Estos dos efectos implicaron menos días laborables en el primer trimestre de este año, de manera que al hacer comparación respecto al año anterior es necesario considerar estos efectos analizando así las series "ajustadas por estacionalidad" en vez de las cifras originales. Recordar en este sentido que el crecimiento anual en las series originales fue de 0.8%, muy por debajo de la variación en las series ajustadas, de 2.2% (0.5% respecto al trimestre anterior). Por otro lado, los efectos negativos producto de la menor cantidad de días laborables se revertirán en el segundo trimestre, por lo que las misma precaución aplica en el sentido de considerar las cifras desestacionalizadas.

Considerando así las series desestacionalizadas, la expansión esperada para el primer semestre habrá sido menor a lo previsto originalmente. Esta expansión menor a lo previsto estuvo explicada en primer término por una importante moderación en el sector industrial, que inició desde los últimos meses de 2012 y continuó en el 1T13. Cabe mencionar en contraste, que al inicio del presente año el sector servicios compensó en buena medida la moderación en la industria. En los primeros tres meses del año los servicios crecieron a razón de 1.5% t/t mientras que la expansión en la industria fue de apenas 0.1%. Pese a que al momento no se cuenta con información completa respecto al 2T13, con base en el IGAE las señales apuntan a que hacia el segundo trimestre la dinámica en servicios habrá tendido a acompañar más a la industria y su expansión habrá sido significativamente menor que al inicio del año. En este sentido, la moderación en el ritmo de creación de empleo y la contribución del componente salarial al ingreso disponible en términos reales han sido factores relevantes detrás de la moderación en la demanda doméstica. Adicionalmente se debe considerar, en particular para algunas regiones del país, la menor entrada de divisas provenientes de remesas, cuya tendencia continúa a la baja.

Gráfica 18

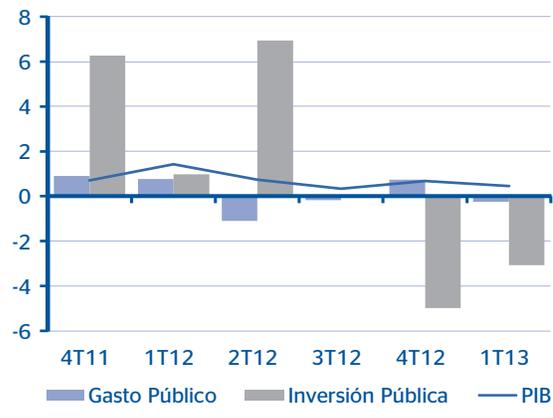
**Exportaciones manufactureras por destino  
(Variación % a/a y contribución al crecimiento)**



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 19

**PIB, gasto e inversión pública  
(Variación % t/t)**



Fuente: BBVA Research e INEGI

Las manufacturas mexicanas así como el sector de la construcción, con las contracciones más importantes desde 2009. En ambos casos el perfil de moderación se tornó más acusado desde finales de 2012. Por parte de las manufacturas esto se relaciona en buena medida con la menor demanda externa, recordar que las exportaciones de bienes manufacturados pasaron de crecer en promedio 6.5% a/a en 2012 a 0.9% a/a, en promedio, al quinto mes de 2013. Por destino de las exportaciones, el 80% de las manufacturas tiene como destino Estados Unidos, donde la menor demanda ha implicado una moderación desde el 8.7% a/a de 2012 hasta el 2.1% en el periodo enero-abril. Por otra parte, América del Sur, Europa y Asia, zonas a donde se dirige otro 15% de las manufacturas producidas en México han mostrado caídas más acusadas. Destaca por ejemplo, el caso de las exportaciones a América

del Sur donde la expansión de 2012 fue de 7.0% a/a mientras que en el periodo enero-abril se ubicó en (-)13.0%, y Europa donde esta comparación es de 6.9% vs (-)4.5%. Así, la menor demanda externa moderó la producción manufacturera. Separando a las ramas de la manufactura por su correlación con la demanda externa, en promedio las más correlacionadas con el ciclo externo cayeron a razón de (-)0.4% a/a en los primeros cinco meses de este año, mientras que las de mayor relación con la demanda doméstica se expandieron 0.7%, luego en ambos casos de crecer alrededor de 4.0% en 2012. En este contexto de moderación externa, la industria automotriz mantiene su competitividad y se sigue posicionando como la rama clave dentro de las manufacturas. En concreto, las exportaciones de esta rama mantienen expansiones positivas a diferencia de, en promedio, el conjunto del resto de ramas. Además, la rama de equipo de transporte representa cerca del 20% de la producción manufacturera y en torno al 30% de las exportaciones de manufacturas.

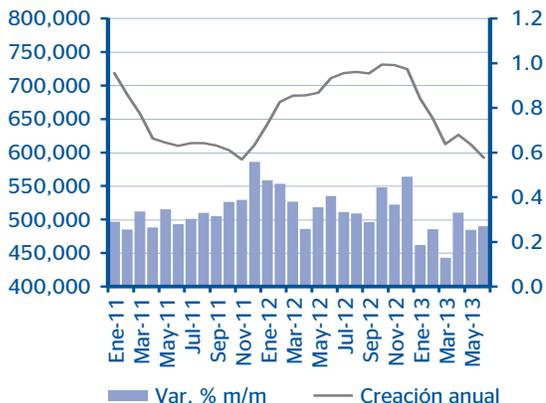
En el sector de la construcción, la caída en la producción fue aproximadamente de la misma magnitud que en manufacturas, sin embargo el origen es distinto, y se relaciona con un menor gasto del sector público y una moderación en la inversión en construcción privada. En la industria de la construcción, la expansión que en 2012 la llevó a crecer 3% en promedio anual, se contrajo hasta (-)1% a/a en los primeros cinco meses de 2013. Recordar que cerca de la mitad de la inversión en construcción proviene del sector público.

Relacionado con el punto anterior, la contribución de la demanda pública al PIB fue negativa en los primeros meses del año, y equivalente a 0.2 puntos porcentuales (de los 2.2% a/a observado). Con la información disponible para el segundo trimestre se estima que esta contracción en la demanda pública habrá continuado producto de algún retraso en la ejecución del gasto público.

Adicionalmente, por el lado de la demanda ha habido factores que han contribuido a la moderación en el consumo privado, como han sido la menor creación de empleo, la poca variación en salarios reales, y la menor entrada de divisas por concepto de remesas. En este sentido, vale la pena destacar que la creación de empleo anual ha pasado de 730 mil personas a finales de 2012, a una creación ligeramente por debajo de 600 mil en junio pasado. Esta menor creación de empleo (aunque cabe reconocer que aun a buen ritmo) se da en un contexto de salarios reales sin cambio respecto al año anterior. Por su parte, las remesas de recursos provenientes del exterior moderaron también su crecimiento hacia el segundo trimestre. Para los primeros cinco meses del año, México ha reportado caídas en su recepción de remesas, de (-)10% en relación al año previo. En ello han influido, además de la moderación en la actividad estadounidense, la volatilidad cambiaria y el que el salario promedio de los migrantes mexicanos no haya crecido significativamente desde 2005.

Gráfica 20

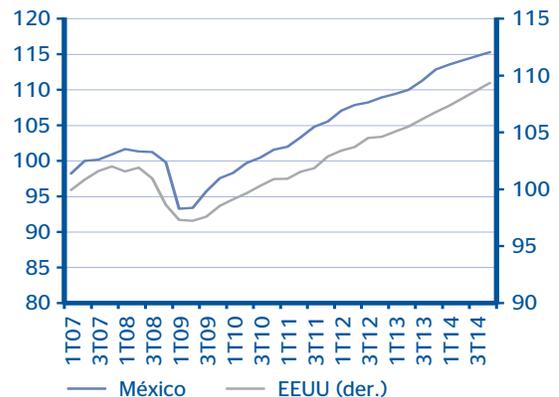
**Empleo en el sector formal privado  
(Variación % m/m y creación anual)**



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 21

**PIB México y EEUU (2010=100)**



Fuente: BBVA Research e INEGI

Hacia el futuro el panorama es más alentador. En particular, se espera una recuperación para la actividad en México hacia la segunda mitad del año basada en la reversión de los efectos negativos antes descritos. Por una parte, la ejecución del gasto e inversión pública habrá de concentrarse en la segunda parte del año con el ejercicio del presupuesto anual autorizado, lo que implicará una contribución positiva al crecimiento por este impulso. Adicionalmente, la perspectiva de crecimiento en EEUU implica una aceleración de su actividad, pasando de una variación de su Producto de 0.4% en promedio trimestral en la primera parte del año a 0.6% en promedio en la segunda. Esto como resultado de menores recortes al gasto público en la segunda parte del año ante ingresos por arriba de lo esperado y menores gastos; un incremento en el consumo en aquel país dado el efecto riqueza del aumento en el precio de la vivienda y las acciones; y mejoras en el mercado laboral. En respuesta, el empleo y las remesas en México recuperarán terreno perdido. Estos factores contribuirán a que el crecimiento en México pase de un estimado de alrededor 2.0% anual en la primera mitad del año a un crecimiento por arriba del 3.0% en la segunda. Tomando en consideración este comportamiento, la perspectiva de crecimiento para este año se ajusta desde el 3.1% a un 2.7% anual. Sin dejar de tomar en cuenta que la eventual aprobación de un paquete de reformas estructurales aportaría elementos para una mejora en productividad que incrementaría el crecimiento potencial de la economía.

**Recuadro 1: Implementación de reformas y reducción de la informalidad: oportunidad para impulsar el crecimiento potencial del país**

La evidencia internacional muestra que altos niveles de informalidad coinciden con bajos niveles de desarrollo económico e institucional, lo que se observa en niveles comparativamente bajos de PIB per cápita y ambiente legal, respectivamente. Además de vincularse a sectores con baja productividad relativa (ver Situación México 3T12).<sup>1</sup>

Dentro de las características que distinguen al sector informal en México, algunos rasgos son el sector de la ocupación, su escaso grado de formación escolar, baja productividad, las áreas geográficas, y finalmente el nivel de ingreso, la eventual aprobación de reformas fiscal, energética, laboral, de telecomunicaciones, educativa, y mayor inversión en infraestructura habría de traducirse en mayores y mejores niveles de capital y eficiencia en el uso de los factores. En este recuadro se aborda en particular algunas características de la informalidad con el fin de motivar y tener en cuenta los beneficios de la eventual aprobación de reformas, con énfasis en la educativa.

La clasificación de informalidad dada a conocer recientemente por INEGI amplía la clasificación de informalidad de acuerdo a criterios de la OCDE. Previamente se clasificaba a un trabajador como informal basado en si la unidad económica en la que laboraba era informal. Mientras que en la nueva metodología, se reconocen trabajadores informales aún en empresas formales. Esto es, en la clasificación de informalidad tradicional se incluyen

ocupados en unidades no agropecuarias operadas sin registros contables y que funcionan a partir de los recursos del hogar o de la persona que encabeza la actividad, sin que se constituyan como empresa. En contraste, en la definición amplia se considera también a los trabajadores subordinados no registrados a la seguridad social, aun cuando estén laborando en empresas formales. En esta definición que amplía a la primera (sin duplicar), se incluyen a trabajadores que son laboralmente vulnerables; se incluye aquí a la agricultura de auto subsistencia y trabajadores sin seguridad social; es decir, informales por alguna vulnerabilidad. De acuerdo a la definición tradicional, al 1T2013 casi 14 millones de trabajadores son informales, lo que equivale al 28.7% de los ocupados, mientras que con la definición más amplia, laboran en algún tipo de informalidad el 59% de los ocupados, 28.1 millones de personas.

Adicionalmente, diversos estudios relacionan la informalidad con la baja productividad en la economía, al estar la informalidad relacionada con limitaciones de acceso a mejoras en capital físico y humano, de manera que estos factores (informalidad y baja productividad) se retroalimentan y genera un círculo pernicioso. Conviene anotar que la desagregación típica de crecimiento potencial de la economía se realiza en base a tres factores, capital, trabajo, y eficiencia o productividad total de los factores, y como se ha comentado más arriba, la informalidad tiene efectos en cada uno de ellos.

Gráfica 22

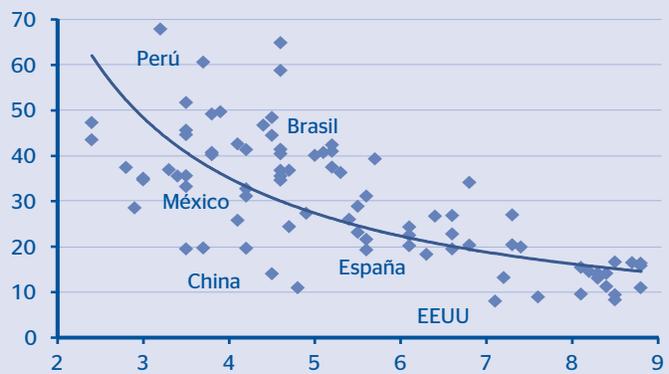
**Economía informal y productividad por sectores en México**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 23

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



Fuente: BBVA Research, Schneider (2009).

<sup>1</sup> Recuadro. La informalidad frena el crecimiento de la productividad y la inversión [http://www.bbva.com/mx/KETD/fbin/mult/1208\\_SituacionMexico\\_3T12\\_tcm346-351688.pdf?ts=2572013](http://www.bbva.com/mx/KETD/fbin/mult/1208_SituacionMexico_3T12_tcm346-351688.pdf?ts=2572013)

Cuadro 1

### Clasificación de informalidad

	Total de ocupados	Formal	Informal	(a) Informal tradicional	(b) Informal por vulnerabilidades
Población ocupada	47,777,150	19,594,305	28,182,845	13,725,499	14,457,346
% del total	100.0	41.0	59.0	28.7	30.3
<b>Por ramas de la ocupación (c):</b>		<b>% por rama</b>			
S. Primario	13.4	9.6	90.4	0.0	90.4
S. Secundario	23.7	47.8	52.2	40.6	11.7
Industria manufacturera	15.5	57.7	42.3	28.2	14.1
Construcción	7.4	22.1	77.9	71.0	6.9
S. Terciario	62.3	45.5	54.5	30.7	23.8
Comercio	19.6	36.6	63.4	46.0	17.4
Restaurantes y servicios de alojamiento	7.0	27.0	73.0	52.6	20.3
<b>Por nivel de escolaridad (c):</b>		<b>% por escolaridad:</b>			
Primaria incompleta	14.3	12.6	87.4	42.6	57.4
Medio superior y superior	32.1	65.4	34.6	45.0	55.0
<b>Ingresos por hora trabajada (pesos)</b>	31.7	40.8	25.5	28.6	22.4
<b>Por nivel de ingresos:</b>		<b>% por ingresos:</b>			
Entre 0 y 3 SM	65.8	27.9	72.1	33.8	38.3
Entre 3 y 5 SM	16.2	64.0	36.0	22.8	13.2
Más de 5 SM	7.4	81.2	18.8	10.6	8.2
No especificado	10.6	59.0	41.0	19.3	21.8

(a) Definición tradicional de informalidad: basado en unidad económica.

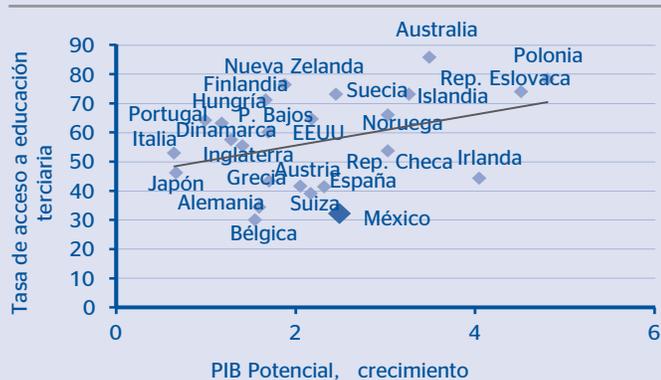
(b) Definición de informalidad por vulnerabilidad.

(c) Se incluyen únicamente los sectores y grupos más relevantes por número de ocupados.

Fuente: BBVA Research con datos INEGI

Gráfica 24

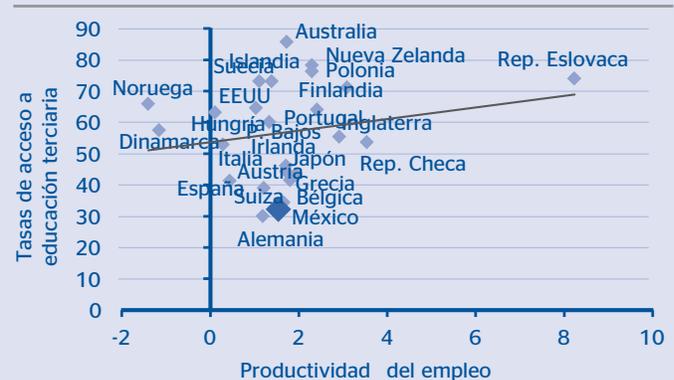
### Crecimiento potencial y tasas de acceso a la educación terciaria



Fuente: BBVA Research con datos de la OCDE

Gráfica 25

### Productividad laboral y tasas de acceso a la educación terciaria



Fuente: BBVA Research con datos de la OCDE

El capital físico está directamente relacionado con los niveles y calidad de la inversión física que realiza un país año a año; el factor trabajo se relaciona con la población activa ocupada mientras que la productividad total de los factores suele relacionarse con la capacidad de la economía de combinar los factores capital y trabajo de forma eficiente para mantener niveles de crecimiento potencial (i.e. crecimiento económico que podría alcanzar un país en el mediano plazo sin generar presiones inflacionarias) elevados.

En este sentido, la calidad de las inversiones y del factor trabajo influyen en la productividad total de la economía; es así que proyectos de inversión con baja rentabilidad e impacto limitan la combinación eficiente de recursos. De igual forma, la baja calidad en la formación del capital humano se relaciona con menos empleo y salarios bajos. Por último, la combinación de capital poco productivo con trabajadores escasamente calificados implica productividad total de la economía escasa generando así un crecimiento potencial de la economía con tasas bajas, como ha sido el caso en México en los últimos años. La informalidad a su vez se relaciona con economías con bajos niveles de productividad.

En términos de informalidad, las diferencias en México entre los niveles de educación, sector de la actividad y nivel de ingresos pueden ser grandes. Entre los ocupados cuyo máximo nivel de instrucción es la primaria completa o incompleta, el 80% laboraban al 1T13 en algún tipo de informalidad en su definición amplia. Mientras que el 65% de los trabajadores en el sector formal tiene estudios medio superior o superiores. En relación al sector de actividad, se observa que el 90% de los ocupados en el sector primario labora en la informalidad, mientras que por ejemplo en el sector manufacturero esta proporción es de 42%. Estas diferencias se traducen finalmente en niveles salariales: en el

1T13 el ingreso por hora trabajada era de 40 pesos entre los formales y de 25 pesos entre los informales.

Un factor muy relevante para atacar este problema es la mejora en calidad y cantidad educativa. Al momento no son claros los alcances de la reforma educativa planteada por el ejecutivo hace unos meses, pero sería crucial que se enfocara en incrementar la calidad de la educación. Por experiencia internacional, se tiene que si la tasa de ingreso a educación terciaria aumenta 10%, el PIB potencial podría aumentar hasta 0.4%. Recordar que de acuerdo a criterios de evaluación internacionales como la prueba PISA, México se encuentra a la cola de los países de la OCDE. La evaluación del más reciente informe PISA ubica a los estudiantes mexicanos en calificaciones apenas arriba del mínimo considerado para desempeñarse en las actividades productivas. Entre los avances a reconocer en el camino al combate en el rezago educativo destaca el aumento en la proporción de personas entre 19 y 23 años matriculados en educación terciaria, la cual pasó de 14% en 1995 a 32% en 2007. Esta tasa resulta baja sin embargo dado el promedio de la OCDE (53%). Por otra parte, el gasto en educación de México no es muy diferente al de los países de la OCDE y en este sentido cabe destacar que la reforma educativa no necesariamente habría de suponer mayor gasto público pero sí mayor eficiencia en cuanto a su asignación.

Elementos planteados hasta ahora en la reforma educativa son la autonomía de gestión en las escuelas, lo que implica autonomía de gestión en cuanto a la asignación de recursos. Reformas en el servicio profesional docente; que implica realizar evaluación plasmando capacidades, conocimiento y desempeño de los profesores. Así como revisión a la selección y desarrollo profesional basado en el mérito. Se plantea también crear un Instituto Nacional para la Evaluación de la Educación así como la creación de un

Gráfica 26

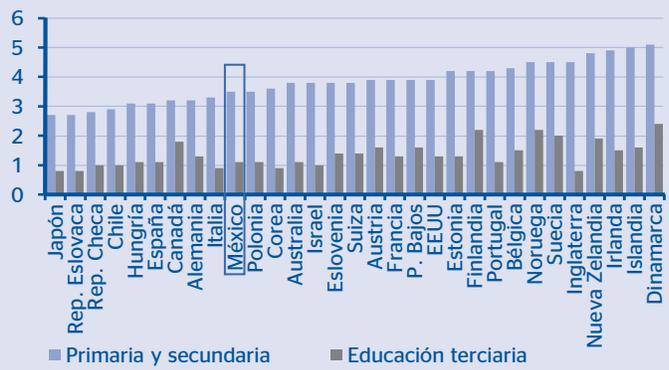
**Años de escolaridad y tasa de informalidad laboral, 1T13**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 27

**Gasto público en educación (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research con datos de la OCDE

censo de escuelas, maestros y alumnos. Hasta ahora se sabe que se avanza en la redacción de leyes secundarias que habrán de aportar mayores detalles sobre aspectos clave de la reforma educativa, como el Servicio Profesional Docente, temas pendientes para el siguiente periodo de sesiones. En resumen, una reforma educativa que implique mayor eficiencia en el rendimiento escolar, particularmente en niveles de educación secundaria y terciaria, se podría traducir en incremento en el PIB potencial de la economía.

Por otra parte, hay reformas de gran importancia como es la energética y la fiscal que podrían promover; la primera, una mayor inversión y creación de empleo formal; y la segunda, una transformación del empleo informal en formal, las cuales de llevarse a cabo persiguiendo los incentivos adecuados, es un paso en la dirección correcta para aumentar el crecimiento de largo plazo.

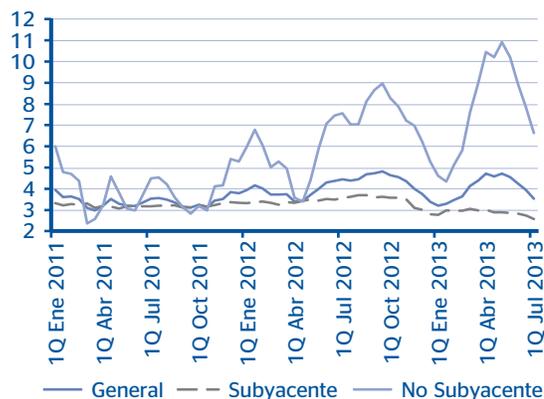
## 3.2 La inflación regresa por debajo de 4.0% apoyada por el desvanecimiento de los choques de oferta y la inflación subyacente en mínimos históricos

El desempeño inflacionario durante el año ha sido de gran contraste al interior de sus componentes. Mientras que la inflación subyacente alcanzó un nuevo mínimo histórico al ubicarse en 2.9% a/a en promedio en el segundo trimestre, la inflación no subyacente tuvo el peor trimestre desde el cuarto trimestre de 2004 al registrar una inflación anual de 9.8%. En consecuencia, la inflación general durante el segundo trimestre del año se aceleró al pasar de una inflación promedio de 3.7% en el 1T13 a 4.5% en el 2T13. Sin embargo, pese a dicho incremento, el desempeño inflacionario no fue del todo desfavorable pues a pesar de los diversos choques de oferta, la inflación subyacente se mantuvo estable, no experimentó efectos de segunda ronda, y prosiguió desempeñándose acorde con la actividad económica. Además, la inflación de la primera quincena de julio confirmó que la inflación continúa bajando, y ya se encuentra claramente dentro del rango de variabilidad de Banxico (3% +1%) al ubicarse en 3.5%, la menor inflación anual desde la primera quincena de febrero de este año. A continuación se caracteriza más detalladamente el comportamiento de la inflación durante el segundo trimestre del año y se describe la perspectiva para el cierre del año.

La inflación subyacente finalizó por segundo trimestre consecutivo por debajo de 3.0%, incluso se ha colocado ya en mayo y junio por debajo de 2.9% a/a. Este buen desempeño se debió primordialmente a que la inflación de las mercancías se ha moderado de manera continua desde noviembre de 2012, que incluso compensó una ligera aceleración de la inflación de los servicios, la cual permanece en niveles bajos. La desaceleración de la inflación de las mercancías se ha debido a que tanto su componente de alimentos como el del resto de las mercancías se han recuperado de los choques de oferta que los desviaron de su trayectoria a la baja durante buena parte del año anterior como fueron los altos precios internacionales de los granos y una depreciación cambiaria. Por ejemplo, los precios promedio en dólares del maíz y la soya resultaron -1.3% y -5.0% menores durante el segundo trimestre en relación al año pasado. Adicionalmente hay que destacar que la apreciación del tipo de cambio también ha beneficiado a estos precios. Vale la pena recordar que los precios de los alimentos procesados fueron presionados al alza constantemente desde el año 2011, por lo que la reducción que han experimentado en los últimos trimestres y que parece continuará durante los próximos meses será un importante apoyo para mantener la inflación subyacente baja, y en el extremo representará también un alivio al bolsillo de los consumidores que enfrentaron fuertes incrementos en los alimentos durante los dos últimos años.

Gráfica 28

### Inflación y componentes (Variación % a/a, serie quincenal)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 29

### Inflación: resto de las mercancías e importaciones (Variación % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Por su parte, la inflación del resto de las mercancías pasó de 3.4% a/a en el 1T13 a 2.7% a/a en el 2T13. Este comportamiento favorable es consistente con un tipo de cambio que se ha apreciado de manera importante desde julio de 2012 (variación anual en el 2T de -7.8%), y una persistente holgura en la economía que ha evitado presiones de demanda sobre los precios. Una posible señal de esto último son los periodos de ofertas que han sido consistentemente más agresivos, contribuyendo por ejemplo a que la variación quincenal en la primera mitad de julio haya sido la más baja de los últimos cinco años y una de las más bajas de la historia, con -0.19% q/q.

Los precios de los servicios se elevaron ligeramente de 2.1% en el 1T a 2.4% en el 2T. A su interior los precios de la vivienda se mantienen estables en 2.2% a/a al promediar 2.1% a/a desde 2011, lo mismo que los de la educación que se situaron en 4.4% a/a, en línea con su promedio de los últimos tres años. Finalmente, la inflación del resto de los servicios aumentó de 1.3% en el 1T13 a 2.1% debido al fin de las fuertes promociones en las tarifas de la telefonía móvil que se dieron en los dos trimestres previos, sin embargo la contribución de estos precios a tasa anual continúa siendo negativa, además que durante el segundo trimestre se observaron fuertes promociones en servicios turísticos. En relación a los precios de los servicios de telecomunicaciones, la evidencia de la primera quincena de julio muestra que éstos continuarán bajando al reducirse los precios de la telefonía en -6.7% a/a, tras haber alcanzado su máximo del año de -5.0% en junio. Incluso se podrían observar caídas más acusadas dada la tendencia del ambiente regulatorio a endurecerse.

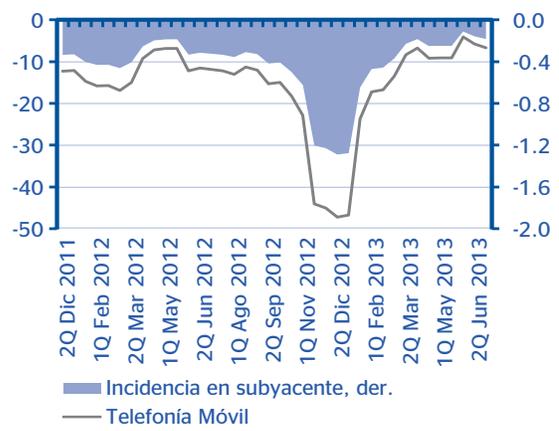
En suma, la inflación subyacente se está viendo favorecida por un comportamiento favorable de sus determinantes, el cual durante el año ha beneficiado principalmente a las mercancías. Así ante la perspectiva de que la economía continúe creciendo de manera moderada de tal manera que no genere presiones en los precios, no se vislumbran tensiones financieras que debiliten sustancialmente al peso, y el ciclo global no acelere los precios de las materias primas, la inflación subyacente permanecerá baja por más tiempo.

Gráfica 30  
**Inflación alimentos procesados y precio de la soya (Variación % a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 31  
**Inflación de la telefonía móvil y su contribución a la inflación subyacente (Variación % a/a y contribución porcentual)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

En relación con la inflación no subyacente, ésta se vio expuesta a diversos choques de oferta, aumentando fuertemente y situándose en 9.8% a/a en el segundo trimestre. Por una parte, el componente de precios agropecuarios pasó de 9.0% en el 1T a 13.8% en el 2T debido a los mayores precios del tomate verde, el cual aumentó al afectarse su producción por una helada; del limón, afectado por la plaga del dragón amarillo en el estado de Colima; y del pollo y el huevo, que volvieron a ser afectados por un nuevo brote de gripe aviar en varios estados. Por su parte, la inflación del componente de energía y tarifas autorizadas por el sector público aumentó de 4.4% en el 1T a 7.4% en el 2T debido a los deslizamientos

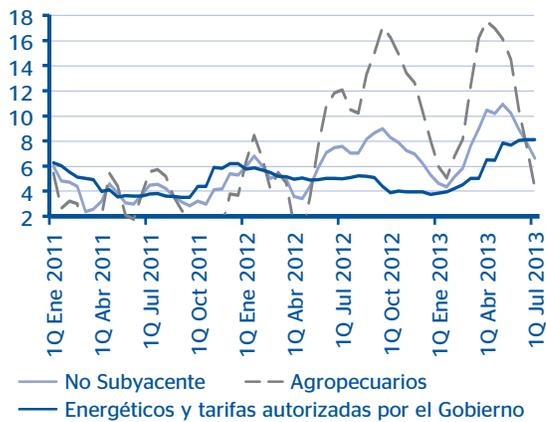
más intensos en los precios de la gasolina y el gas l.p., los fuertes aumentos en los precios del gas natural, los aumentos al transporte público, y el menor subsidio o la restauración del impuesto a la tenencia en diversas entidades.

Afortunadamente, entre el mes de junio y la primera quincena de julio la inflación no subyacente ha empezado a moderarse gracias a la regularización de los precios del limón, tomate verde, huevo y en menor medida el pollo. Además, el ciclo de alzas en el transporte público parece estar cerca de su fin, toda vez que usualmente suceden a inicios del año. Si bien los precios de la energía posiblemente seguirán mostrando algunas presiones, particularmente en el tema del gas natural y la gasolina, los precios agropecuarios, en ausencia de nuevos choques de oferta, apoyarán una inflación no subyacente menos volátil y más baja el resto del año.

El escenario de inflación considera que continuará la caída en los próximos meses y que la inflación cerrará 2013 cercana a 3.3% anual. Incluso, en ausencia de nuevos choques de oferta, la inflación podría situarse alrededor de 3.0% durante la primera mitad del próximo año, gracias al importante efecto estadístico del que se beneficiará en dicho periodo. Por su parte, la inflación subyacente se mantendrá por debajo del 3.0% en los próximos meses. Los riesgos que pesan sobre el escenario de inflación son: al alza, la aparición de nuevos choques de oferta y un nuevo periodo de inestabilidad financiera que deprecie el peso; a la baja, un crecimiento económico menor al esperado tanto local como globalmente, lo que provocaría que la inflación subyacente se mantenga debajo de 3.0% más tiempo y posiblemente una caída más aguda de los precios internacionales de las materias primas.

Gráfica 32

**Inflación no subyacente y sus componentes  
(Variación % a/a y contribuciones)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 33

**Inflación en el transporte  
(Variación % a/a)**

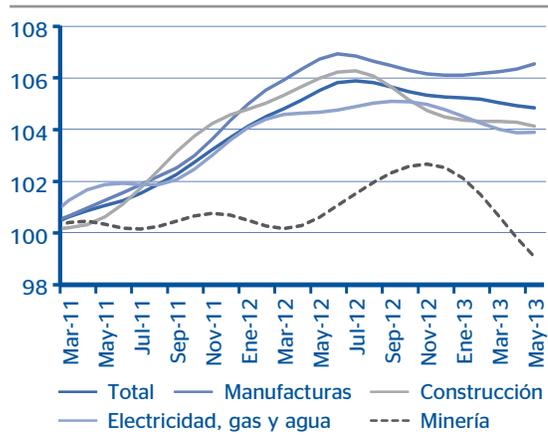


Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

### 3.3 Ante la consideración de Banxico sobre “la rapidez y profundidad” de la desaceleración económica no se descarta un recorte en la tasa de fondeo

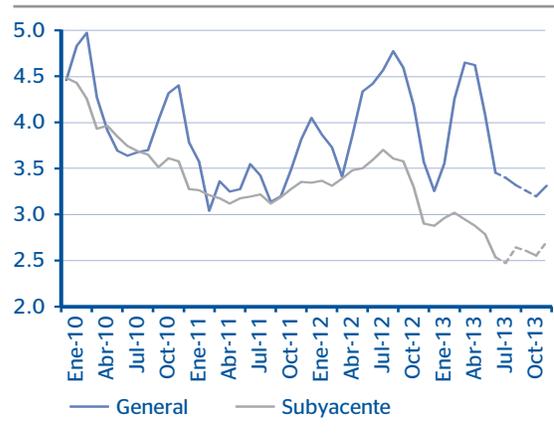
En un contexto de inflación que se reduce de acuerdo con lo esperado por el banco central, la comunicación del instituto ha señalado recientemente dos factores a tomar en cuenta para la conducción de la política monetaria: la postura monetaria relativa de México frente a otros países y la evolución de la actividad económica. El primero, un argumento que se ha venido mencionando desde 2011, ha tomado fuerza como determinante de las expectativas de política monetaria por parte de los analistas desde finales de abril cuando la apreciación del tipo de cambio y el recorte de la tasa de referencia por parte de varios bancos centrales en el mundo contribuyeron a que tres de cada cuatro analistas anticiparan un recorte tan pronto como en julio de este año.<sup>1</sup> Esto se revirtió de manera súbita ante la posibilidad de una reducción en el ritmo de velocidad de compra de activos por parte de la Reserva Federal y su consecuente depreciación cambiaria. Por otro lado, el segundo factor, la evolución de la actividad económica, ha venido ganando peso en la comunicación de Banxico. El banco central señaló en su anuncio de política monetaria del mes de julio que “a la luz de la rapidez y profundidad con la que se ha dado la desaceleración de la economía, los riesgos a la baja para la actividad económica en México se han elevado”, lo que ha influido de manera determinante en el tono de la comunicación, más aun en un momento en que inflación regresa hacia el 4.0% y en el que el “balance de riesgos para la inflación ha mejorado”. No obstante, estos factores no han sido suficientes para sugerir un movimiento inminente en la tasa de política monetaria. A pesar del claro tono de relajamiento que muestra el último comunicado, el párrafo de política no hace una mención explícita a un posible recorte de la tasa de política monetaria, como sí sucedió en el comunicado previo al recorte del mes de marzo.

Gráfica 34  
**Producción Industrial, tendencia  
(Enero 2011 =100)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 35  
**Inflación: escenario  
(Variación a/a%)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

La falta de una mención a un posible recorte en el más reciente comunicado reduce de manera significativa que se concrete en el corto plazo, sin embargo, esta posibilidad aun no se puede descartar por las siguientes razones. Primero, los datos más recientes de actividad y empleo continúan mostrando un comportamiento débil. A pesar del buen dato de producción industrial de mayo, en tasa interanual desestacionalizada apenas creció 0.5 por ciento, además de que la caída de la producción automotriz en junio (-0.5%/a) y la caída de la confianza del productor en cuatro de los últimos cinco meses no

<sup>1</sup> De acuerdo con la encuesta de Analistas de Mercados Financieros del 21 de mayo 2013.

anticipan un panorama favorable para el segundo trimestre de 2013. Adicionalmente, la creación de empleos durante el primer semestre del año cayó 35% con respecto al primer semestre de 2012, mientras que los indicadores más recientes del crédito, soporte al crecimiento en la recuperación, ya muestran señales de moderación. Segundo, si bien los datos de actividad en EEUU muestran una mejoría, aun se pueden presentar algunos efectos negativos sobre el consumo privado derivados del alza de impuestos a principios del año, lo cual disminuiría el ritmo de la recuperación. Tercero, en diversas minutas de las reuniones de política monetaria, la mayoría de los miembros de la junta de gobierno se han mostrado a favor del logro de la convergencia de la inflación al mínimo costo en materia de actividad económica. Lo que resulta relevante en un momento en que la inflación subyacente se encuentra en mínimos históricos apenas por encima del 2.5%, y la inflación general ya está dentro del intervalo alrededor del objetivo.

En suma, el hecho de que la comunicación de Banxico no haya sugerido claramente un recorte de la tasa monetaria a pesar del tono de relajamiento del comunicado disminuye las probabilidades de un recorte en la reunión de septiembre. Adicionalmente, se ha encontrado evidencia de que Banxico toma en consideración para su decisión medidas monetarias tanto convencionales como no convencionales de otros bancos centrales, por lo que nuevos acontecimientos en este sentido también podrían influir (ver recuadro 2). Sin embargo, en la medida que los datos de actividad del tercer trimestre no llegaran a mostrar la recuperación que se prevé y que la inflación mantenga su trayectoria descendente, mientras continúa disminuyendo la volatilidad cambiaria, no se puede descartar un recorte en la tasa de fondeo.

### 3.4 La expectativa de una reducción del ritmo de compra de activos genera un proceso de “normalización” en los mercados financieros

Entre enero y principios de mayo de este año, en un entorno en el que no se esperaban cambios en la abundante liquidez existente, las tasas de interés gubernamentales de largo plazo disminuyeron como consecuencia de la búsqueda global de rendimiento y el recorte en la tasa de interés de referencia por parte de Banxico en marzo. Así, el rendimiento del bono a 10 años (M10) alcanzó su mínimo histórico de 4.4% el 9 de mayo de 2013, nivel casi 100pb menor que el del cierre de 2012. De manera similar el tipo de cambio se apreció de manera relevante en el periodo pasando de 12.85 pesos por dólar en diciembre de 2012 a 11.97 el 8 de mayo de 2013, día en que se mejoró la calificación de riesgo soberano de México.

A partir de ese momento, la comunicación de la Reserva Federal (Fed) y su interpretación por parte de los mercados ha sido el principal determinante de los movimientos de las variables financieras en México (y otros países emergentes), lo que dejó en claro el alto grado de dependencia de los niveles y la volatilidad de variables como el tipo de cambio y las tasas de interés de mediano y largo plazo a las medidas no convencionales de política monetaria adoptadas por Fed.

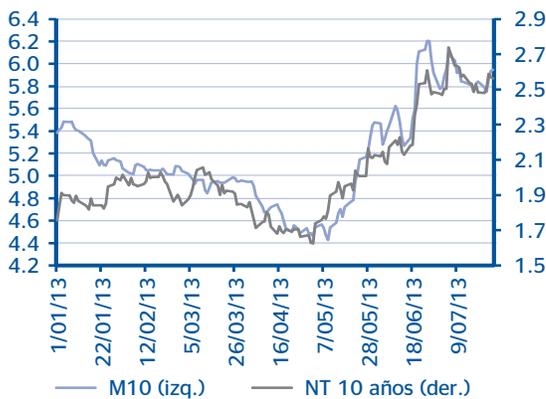
El periodo reciente de comunicación de la Fed se puede dividir en tres etapas (ver recuadro 3 para una explicación detallada de la secuencia de reacciones de los mercados en México ante la comunicación de la Fed). En la primera etapa, que inicia en la segunda semana de mayo, las primeras señales de que la Fed podría iniciar en el corto plazo su estrategia de salida por declaraciones de algunos de sus miembros empezaron a generar incertidumbre y por lo tanto volatilidad que afectó el precio de los bonos de los mercados emergentes, entre ellos los de México, lo mismo que sus monedas. Esta tendencia cobró fuerza tras la aparición de Bernanke ante el Congreso del 22 de mayo. Así, el rendimiento del bono a 10 años mostró una fuerte tendencia alcista que lo llevó a alcanzar niveles de 5.6% el 10 de junio, 120pb por arriba de los niveles mínimos alcanzados un mes antes, y el tipo de cambio alcanzó en esa misma fecha 12.9 pesos por dólar, depreciándose 6.9% en un mes. Después, esta tendencia se potenció en una segunda etapa a partir del 19 de junio tras interpretarse la rueda de prensa de Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal, sobre la más reciente decisión de política monetaria de la Fed, como la confirmación de que el retiro del estímulo monetario no convencional estaba cerca y el inicio del ciclo de alzas estaba ahora menos alejado en el tiempo de lo que se preveía. Así, la tasa de interés del M10 siguió aumentando rápidamente hasta alcanzar niveles máximos de 6.11% a fines de junio. La volatilidad alcanzó también su máximo, y un día después de la decisión monetaria, el 20 de junio, el índice VIX, que se puede considerar como una medida de aversión global al riesgo, alcanzó su mayor nivel en el año, 20.5%. Como resultado de la volatilidad las divisas emergentes se depreciaron de forma generalizada, siendo el peso mexicano la cuarta divisa con mayor depreciación con un -8.73% en el periodo entre el 1o de mayo y el 20 de junio, sólo superada por el Rand sudafricano, el Real brasileño, y la Rupia hindú. Cabe señalar que esta súbita depreciación es de mayor magnitud a la apreciación de 7.31% del peso entre el inicio del año y el 8 de mayo, día del alza en la calificación de riesgo crediticio del país. Estos fuertes movimientos en la paridad han generado que la volatilidad observada de los movimientos diarios del peso se hayan incrementado a niveles de 1.0%, magnitud no vista desde septiembre de 2011, cuando se percibió el riesgo de una posible ruptura del Euro. Adicionalmente, la volatilidad implícita a un mes, una medida de la volatilidad que se espera en el corto plazo, se incrementó hasta 18%.

A partir de entonces, en una tercera etapa, inició una reversión parcial y gradual de los efectos mencionados que cobró fuerza tras el último testimonio de Bernanke ante el Congreso el 17 y 18 de julio en la que aparentemente logró atemperar las expectativas del mercado aclarando que cualquier movimiento estará sujeto a la favorable evolución de los indicadores económicos, en particular el empleo. Así, el rendimiento del bono a 10 años ha regresado a niveles en torno a 5.8% y el peso se ha apreciado 6.5%, la mayor apreciación entre las monedas emergentes en el periodo entre el 21 de junio y el 23 de julio.

En los próximos meses, los mercados podrían retomar una cierta diferenciación positiva del peso por tres razones principalmente: a) México será uno de los principales beneficiados de la aceleración

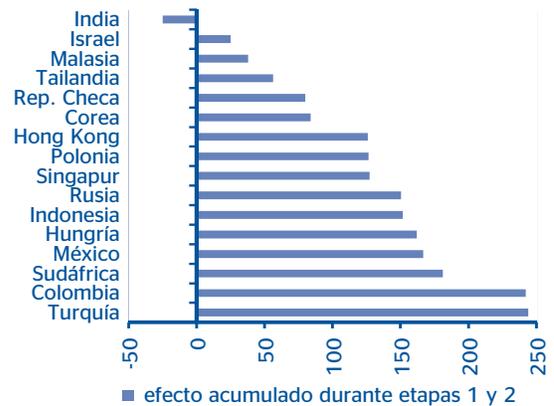
esperada de la economía de EEUU en la segunda mitad del año; b) en términos relativos, la leve subvaluación del peso lo vuelve una divisa más atractiva; y c) la expectativa de reformas estructurales podría provocar nuevamente una diferenciación positiva del peso. Por ello, se espera que el peso mantenga una tendencia de apreciación en lo que resta del año y en la primera mitad de 2014 para fortalecerse hacia niveles promedio de 12.4ppd en 4T13. Sin embargo, los movimientos de la liquidez y la anticipación de cambios en la política monetaria convencional de la Reserva Federal impactarían la prima de riesgo global, introduciendo nuevamente episodios que podrían implicar desviaciones -posiblemente temporales- sobre esta tendencia.

Gráfica 36  
**Tasas de interés a 10 años (%)**



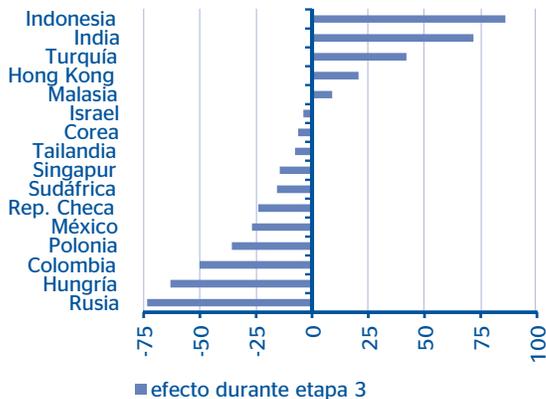
Fuente: Bloomberg

Gráfica 37  
**Efecto acumulado sobre las tasas de interés a 10 años durante las etapas 1 y 2 (pb)**



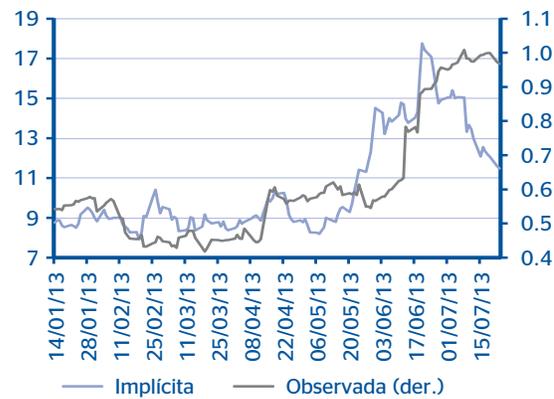
Fuente: Bloomberg

Gráfica 38  
**Efecto sobre las tasas de interés a 10 años de los mercados emergentes durante la etapa 3 (pb)**



Fuente: Bloomberg

Gráfica 39  
**Tipo de cambio. Volatilidad implícita 1 mes y volatilidad observada 30 días (%)**



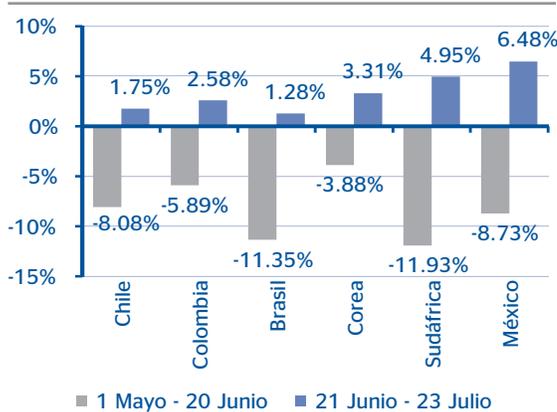
Fuente: Bloomberg

Como se mencionó anteriormente, en las distintas etapas que han marcado el ritmo de los movimientos en la tasas de interés de largo plazo en México, el principal determinante ha sido la percepción de los mercados sobre las intenciones futuras de la Fed. Por ello, por un lado, se ha observado una sincronización en los movimientos de la tasa de interés de la Nota del Tesoro a 10 años y la del M10 (véase gráfica 36); y por otro, los movimientos de las tasas de interés de largo plazo en México han estado en línea (i.e. se han dado en la misma dirección y con similar magnitud) con la de los principales mercados emergentes (véase gráfica 37). Hacia adelante, nuestro escenario central anticipa una ligera disminución adicional, y

hacia 2014 sería de esperar que las tasas de interés de largo plazo subieran lentamente en consistencia con el escenario de gradual recuperación en el ciclo económico global, sobre todo en EEUU, y por ende una gradual normalización de la política monetaria en EEUU que como ha sido evidente en los últimos meses tiene efectos indirectos en los mercados de deuda de los mercados emergentes i.e. mayores tasas de interés de largo plazo, y empinamiento de la curva de rendimientos como consecuencia de una revalorización del riesgo percibido.

Gráfica 40

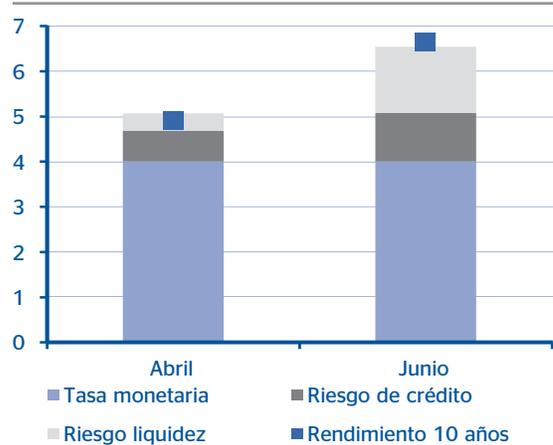
**Apreciación/depreciación de monedas emergentes (%)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 41

**Descomposición del rendimiento a vencimiento del bono a 10 años (%)**



Fuente: BBVA Research

Estos movimientos en los mercados pueden explicarse también como resultado de un incremento en la prima de liquidez de los activos financieros. La política monetaria acomodaticia así como las medidas no convencionales adoptadas por parte de los bancos centrales de países desarrollados crearon un entorno de búsqueda de rentabilidad sustentado en un menor riesgo de convertir los activos en circulante. Ahora que los mercados esperan una reducción en la inyección de estímulos monetarios por parte de la Fed e incluso un incremento en la tasa de fondos federales antes de lo esperado, el riesgo de liquidez ha venido incrementándose, lo que se ha reflejado en un ajuste en los precios de los activos financieros, principalmente en los de largo plazo. Como ejemplo de este proceso de "normalización" hacia niveles más acordes con los fundamentales, el rendimiento a vencimiento del bono gubernamental de 10 años en México se incrementó de 5.0% a 6.6% entre abril y junio. De esta alza se calcula que alrededor de 1.2% se debe al incremento de la prima de liquidez, mientras que el resto puede atribuirse a un incremento del riesgo crediticio.<sup>1</sup>

Es importante mencionar que en este periodo de volatilidad, la tenencia de bonos a tasa fija por parte de extranjeros no registró una caída asociada a salida de flujos, si bien sí se redujo su ritmo de entrada. En el mes de junio la tenencia de extranjeros registró una reducción explicada prácticamente en su totalidad por el vencimiento de un bono M el día 20 de junio, mientras que en el caso de los CETES se registró un incremento del orden de los USD 2,500 millones, monto no visto desde agosto de 2012. Este movimiento es consistente con el ajuste que se dió en la parte larga de la curva de rendimientos. Hasta la segunda semana de julio la tenencia de bonos M por parte de extranjeros se incrementó en alrededor de USD 1,400 millones, nivel similar al promedio mensual de entrada de flujos en los últimos cuatro años. En el caso de los CETES hasta la segunda semana de julio, se registra una reducción de la tenencia de extranjeros de alrededor de USD 500 millones, un nivel moderado.

<sup>1</sup> Para una revisión de la metodología de descomposición del rendimiento a vencimiento del bono a 10 años, véase el recuadro "La mejora de las condiciones de liquidez: soporte de la caída de las tasas de interés" en Situación México 3er trimestre 2012. Disponible en: [http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1208\\_SituacionMexico\\_3T12\\_tcm346-351688.pdf?ts=2472013](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1208_SituacionMexico_3T12_tcm346-351688.pdf?ts=2472013)

## Recuadro 2: Análisis sobre la creciente importancia de la postura monetaria relativa de México dentro de la función de reacción del Banco de México

A partir de la crisis financiera de 2008 y la gran recesión de 2009, los bancos centrales en los países emergentes han visto como los niveles excepcionalmente bajos de las tasas de interés en los países desarrollados y la abundante y creciente liquidez global por la aplicación de políticas monetarias no convencionales (en particular, la expansión cuantitativa) han generado efectos indirectos en sus países, en particular, una fuerte entrada de flujos de inversión, principalmente en los mercados de bonos de gobierno. En la mayoría de los casos, dicha liquidez aunada a la entrada de capitales ha generado apreciaciones de las divisas, que en gran parte de los países ha tendido a provocar condiciones monetarias menos laxas de las deseadas por el contexto de la economía doméstica y sus perspectivas.

Así, la necesidad de aplicar políticas monetarias agresivas y no convencionales en algunos países, en particular en EEUU, ha implicado nuevos retos para los bancos centrales de los países emergentes. De hecho, durante este año la creciente entrada de flujos, potenciada en abril por las decisiones del Banco Central de Japón, contribuyó a que muchos bancos centrales en los países emergentes relajaran adicionalmente su política monetaria para sortear de mejor manera estos efectos y evitar que una postura monetaria relativa más restrictiva provocara apreciaciones adicionales en sus divisas que restringiera aun más sus condiciones monetarias domésticas en un contexto de debilidad económica. Más recientemente, a partir de mayo cuando la comunicación de la Reserva Federal de EEUU (Fed) comenzó a sugerir el posible inicio en el futuro cercano de su estrategia de salida<sup>1</sup> (i.e. reducción en el ritmo de compra de activos como inicio de normalización de la política monetaria), los efectos indirectos en los mercados financieros globales han sido notables. En algunos casos se han observado mayores costos de financiamiento por el empinamiento de la curva de rendimientos; y en casi todos, depreciaciones importantes de las divisas.

Tanto la extraordinaria laxitud monetaria global de los últimos años, como la gradual normalización de la política monetaria hacia delante ha impuesto nuevos retos a los bancos centrales, en particular a los de los países emergentes dado que sus mercados financieros tienden a reflejar movimientos más bruscos a los cambios en la percepción de riesgo global. Los activos financieros en estos países son percibidos como de

mayor riesgo en relación a los de países desarrollados, y por tanto suelen tener mayores rendimientos y ser más atractivos en contextos de búsqueda de rendimiento, y estabilidad macroeconómica del país. Adicionalmente, los países emergentes se han tornado progresivamente más abiertos económica y financieramente, lo que de manera creciente los ha hecho países más expuestos a las condiciones financieras globales. En suma, se podría argumentar que la creciente importancia de la postura monetaria relativa, resultado de su fuerte efecto en las condiciones monetarias domésticas, podría estar implicando cambios en las funciones de reacción de los bancos centrales de los países emergentes.

En este contexto global en el que las economías y los mercados financieros están altamente integrados, el Banco de México (Banxico) no ha quedado al margen de estos nuevos retos. De hecho, en el comunicado en el que anunció su decisión de recortar la tasa de interés de referencia 50pb el 8 de marzo de este año aludió a estos efectos indirectos,<sup>2</sup> mientras que en los tres siguientes comunicados (de abril, junio y julio) ha señalado que se mantendrá atenta a las implicaciones que tenga sobre las previsiones para la inflación "la postura monetaria relativa de México frente a otros países". Lo anterior sugiere que México no es la excepción y que la postura monetaria relativa de México ha adquirido una creciente relevancia para Banxico.

Analizar este tema requiere responder las siguientes preguntas: i) ¿qué variables cuantitativas (¿y cualitativas?) podrían aproximar cambios en la postura monetaria relativa de México?, y ii) ¿estas variables permiten pronosticar mejor cuál será la tasa de interés objetivo de política monetaria de Banxico? Responder estas preguntas es de creciente relevancia, ya que su respuesta podría indicar si la postura monetaria relativa de México es un elemento a considerar en la función de reacción de Banxico.

### I Selección y construcción de variables

Con el fin de analizar la importancia de la postura monetaria relativa de México es necesario primeramente identificar qué cambios de política monetaria en otros países pueden impactar esta postura. Se pueden identificar dos grupos: i) los cambios en las políticas monetarias convencionales (i.e. tasas de interés objetivo), y ii) el anuncio y la aplicación de las políticas monetarias no convencionales en algunos países.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Para mayores detalles ver Recuadro 3: "El peso y el rendimiento de los bonos gubernamentales se han movido al ritmo de la comunicación de la Fed

<sup>2</sup> "...el considerable relajamiento monetario adicional esperado en muchas economías avanzadas y emergentes podría propiciar mayores flujos de capital a nuestro país y un concomitante apretamiento relativo innecesario de las condiciones monetarias."

<sup>3</sup> Tanto de comunicación (e.g. orientación explícita sobre el rumbo futuro de la política monetaria, o más agresivos como un cambio en la meta de inflación, que impliquen la permanencia de las tasas de interés en niveles excepcionalmente bajos por un periodo más prolongado del previsto anteriormente) como de expansión cuantitativa (i.e., compra de activos por parte de los bancos centrales que mantengan acotadas las tasas de interés de largo plazo y generen una abundante liquidez).

Gráfica 42

**Tasa monetaria global\* y tasa de referencia de Banxico (%)**



\* Construida con una selección de los bancos centrales de los principales países emergentes (20 países) y desarrollados (11 países), y calculada ponderando el peso relativo de cada tasa de política monetaria por el PIB en dólares de 2012.  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico, Haver Analytics y cálculos propios

Con el fin de construir una variable que integrara los principales cambios en las tasas de interés de referencia alrededor del mundo, se aproxima una "tasa monetaria global" construida con una selección de bancos centrales de los principales países emergentes (20 países) y desarrollados (11 países),<sup>4</sup> y calculada ponderando el peso relativo de cada tasa de política monetaria por el PIB en dólares de 2012.<sup>5</sup> Como se observa en la gráfica 42, por un lado, el nivel de la "tasa monetaria global" es significativamente menor que el de la tasa objetivo de Banxico,<sup>6</sup> y por otro, pareciera haber una mayor sincronización del ciclo monetario de Banxico con el global a partir de 2008-09, es decir, políticas monetarias mucho más laxas de lo visto hasta ese momento parece haber propiciado un aumento de la relevancia de la postura monetaria de las distintas economías en la función de reacción de Banxico.

Para el segundo grupo, se construyen dos variables que buscan capturar las políticas monetarias no convencionales, que como se señala anteriormente impactan las condiciones monetarias y, en consecuencia, potencialmente podrían influir sobre la tasa de interés objetivo de Banxico. La

Gráfica 43

**Suma de activos dentro del balance de la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón (miles de millones de dólares)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

primera es una variable cuantitativa: el tamaño del balance de los bancos centrales que han aplicado expansiones cuantitativas desde 2008, es decir, la Fed, el Banco de Japón (BoJ) y el Banco de Inglaterra (BoE). Para ello, simplemente se convierten los tres balances antes de sumarlos a la misma divisa, el dólar estadounidense (véase gráfica 43). La segunda es una variable cualitativa que recoge los principales anuncios de políticas monetarias no convencionales a partir de la crisis financiera de 2008. Su selección está basada en el documento del Fondo Monetario Internacional *Unconventional Monetary Policies*,<sup>7</sup> y se consideran los cambios de comunicación que dan una orientación explícita hacia delante sobre el rumbo futuro de la política monetaria y los anuncios de expansión cuantitativa (véase cuadro al final).<sup>8</sup> Una vez seleccionados los eventos relevantes, con el fin de aplicar un valor numérico a los anuncios de las decisiones de las políticas monetarias no convencionales es necesario crear una escala con distintos valores. La clasificación de los anuncios toma valores entre -1.0, -0.5, +0.5, +1.0, de más relajamiento a más restricción, respectivamente, dependiendo por ejemplo de qué institución hace el

<sup>4</sup> Emergentes: Brasil, Chile, China, Colombia, Rep. Checa, Egipto, Hungría, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Marruecos, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía; y Desarrollados: Australia, Canadá, Dinamarca, Eurozona, Islandia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia, Reino Unido y EEUU.

<sup>5</sup> Estos países representan el 90% del PIB mundial.

<sup>6</sup> Lo cual es natural considerando el mayor peso relativo en dicha tasa de las economías más grandes (e.g. EEUU, Eurozona, Japón, Reino Unido) y su menor inflación y crecimiento más lento que implica una tasa natural de interés más baja.

<sup>7</sup> *Unconventional Monetary Policies - Recent Experience and Prospects*. Abril 18, 2013

<sup>8</sup> Quedando fuera de nuestra selección anuncios relevantes con efectos relevantes en la percepción de riesgo global como los programas de LTROs (operaciones de refinanciación de largo plazo) y OMTs (transacciones monetarias directas i.e., potenciales compras de bonos gubernamentales en el mercado secundario de aquellos países que estén cumpliendo con un programa de rescate) del Banco Central Europeo. Esto debido a que estos programas están orientados a la provisión de liquidez al sistema bancario o a gobiernos en problemas, y no implican una expansión cuantitativa que genere liquidez global adicional

anuncio (e.g. el peso de un anuncio de la Fed es diferente, mayor peso, que uno del BoE), la magnitud de la expansión cuantitativa anunciada (e.g. alta en el anuncio extraordinario de abril de este año del BoJ), o la relevancia de los cambios anunciados (e.g. el aumento en la meta de inflación del BoJ anunciado en enero de este año tiene un peso alto). Estos valores son los que conforman el índice cualitativo de anuncios de políticas monetarias no convencionales. Así, el valor de +0.5 (+1.0) indica (gran) restricción monetaria adicional y la anticipación de una normalización de la política monetaria, mientras que el valor de -0.5 (-1.0) indica (gran) relajamiento monetario adicional. Un relajamiento adicional sugiere la posibilidad de entradas de flujos a emergentes que pudieran restringir las condiciones monetarias más allá de lo deseado considerando el contexto doméstico de inflación y crecimiento, y en consecuencia, pudieran potencialmente anticipar un recorte en la tasa de interés objetivo de Banxico si los otros determinantes (inflación y crecimiento) lo permiten.

**II La postura monetaria relativa de México como determinante de la tasa de interés de Banxico**

Con el fin de analizar si las variables calculadas contienen información pertinente para determinar la tasa de política monetaria de Banxico se estimaron tres reglas de Taylor (1993), cada una incluyendo una de las tres variables calculadas como uno de los determinantes de la tasa. Las reglas que se estimaron fueron las siguientes:<sup>9</sup>

$$r_t = \alpha + \beta_0 r_{(t-1)} + \beta_1 (\{\pi_{t-k}\} - \pi^*) + \beta_2 (\{Y_{t-m}\} - Y^*) + \beta_3 R_{t-1} + \epsilon_t$$

$$r_t = \alpha + \beta_0 r_{(t-1)} + \beta_1 (\{\pi_{t-k}\} - \pi^*) + \beta_2 (\{Y_{t-m}\} - Y^*) + \beta_3 EC_{t-1} + \epsilon_t$$

$$r_t = \alpha + \beta_0 r_{(t-1)} + \beta_1 (\{\pi_{t-k}\} - \pi^*) + \beta_2 (\{Y_{t-m}\} - Y^*) + \beta_3 IA_{t-1} + \epsilon_t$$

en la que  $r$  es la tasa de interés objetivo de política monetaria,  $\pi$  denota la tasa de inflación anual,  $\pi^*$  la tasa de inflación objetivo, la variable  $Y$  representa la producción de la economía,  $Y^*$  la producción potencial de la economía,  $R$  es la tasa monetaria global,  $EC$  es la variable cuantitativa de políticas monetarias no convencionales,  $IA$  es el índice de anuncios de políticas monetarias no convencionales (i.e., la variable cualitativa), el error de estimación está dado por  $\epsilon$ , y  $t$  se refiere al periodo de tiempo

El producto potencial se estima mediante la tendencia resultante de un filtro de Hodrick- Prescott. Las series son mensuales y la muestra abarca el periodo de enero de 2001 hasta junio de 2013.

En las tres especificaciones, que adicionan alguna de las variables seleccionadas para medir el impacto de la postura monetaria relativa de México en las decisiones de Banxico, se obtienen los signos esperados para los coeficientes y en cada una la variable adicional es significativa y relevante, lo que implica que estas variables contribuyen al pronóstico de la tasa de interés objetivo de Banxico al proporcionar cierta información respecto a sus decisiones no contenida en las variables tradicionales utilizadas para estimar la Regla de Taylor.

**Referencias**

Taylor, J. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 1, pp. 195-214.

IMF Staff (2013), "Unconventional Monetary Policies - Recent Experience and Prospects", pp. 1-43.

<sup>9</sup> Las estimaciones se realizaron mediante mínimos cuadrados ordinarios, y método generalizado de momentos con variables instrumentales.

Cuadro 2

**Selección de políticas monetarias no convencionales\***

País	Fecha	Programa	Descripción
<b>Orientación hacia delante</b>			
EEUU	12/16/08		El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) "anticipa...niveles excepcionalmente bajos de la tasa de fondos federales durante algún tiempo."
EEUU	3/18/09		El FOMC "anticipa...niveles excepcionalmente bajos de la tasa de fondos federales por un periodo prolongado."
EEUU	9/13/12		El FOMC "seguirá manteniendo los tipos de interés extremadamente bajos al menos hasta mediados de 2015." El FOMC "decidió mantener el rango objetivo para la tasa de fondos federales entre 0 y 0.25% y actualmente anticipa que este rango excepcionalmente bajo ... será apropiado, al menos mientras la tasa de desempleo se mantenga por encima del 6.5%, se anticipe que la inflación proyectada para entre uno y dos años adelante no sea más de medio punto porcentual mayor que el objetivo de largo plazo de 2%, y las expectativas de inflación de largo plazo permanezcan bien ancladas.
Japón	10/5/10		El Banco de Japón (BoJ) "mantendrá la política de tasas de interés virtualmente en cero hasta que lo juzgue" pertinente para alcanzar la estabilidad de precios de mediano y largo plazos.
Japón	1/22/13		El BoJ anuncia una meta de inflación de 2%.
Japón	4/4/13		El BoJ anuncia su intención de cumplir su objetivo de estabilidad de precios de 2% en unos dos años.
<b>Compra de bonos</b>			
EEUU	3/18/09	QE1	El FOMC anuncia que comprará Notas del Tesoro de largo plazo (300 mil millones de dólares) a lo largo de los siguientes cuatro meses.
EEUU	11/3/10	QE2	El FOMC "tiene la intención de comprar 600 mil millones de dólares adicionales de Notas del Tesoro de largo plazo antes de que finalice el segundo trimestre de 2011, un ritmo de compra de alrededor de 75 billones por mes.
EEUU	9/21/11	OT	El FOMC "tiene la intención de comprar, antes de que finalice junio de 2012, 400 mil millones de dólares de Notas del Tesoro con plazos de vencimiento de entre seis y 30 años y de vender una cantidad equivalente de Notas del Tesoro con plazos de tres años o menos.
EEUU	12/12/12	QE3	El FOMC anuncia que comprará Notas del Tesoro inicialmente a un ritmo de 45 mil millones de dólares por mes. Sin plazo preestablecido
Reino Unido	3/5/09	QE1	El Comité de Política Monetaria (MPC) anuncia que comprará activos por 75 mil millones de libras esterlinas en tres meses. Los bonos convencionales probablemente constituirían la mayoría de las compras, restringido a los bonos con rendimientos residuales de entre cinco y 25 años.
Reino Unido	10/6/11	QE2	El MPC anuncia que expandirá su programa de compra de activos comprará activos por 75 mil millones de libras esterlinas.
Japón	10/5/10	QE	Anuncio de compras de bonos gubernamentales japoneses (JGBs), papel comercial, bonos corporativos, acciones (ETFs), y fondos de inversión inmobiliarios (J-REITS). Compras totales previstas para finales de 2013: 76 billones de yenes.
Japón	4/4/13	QQE	Anuncio de compras de JGBs, ETFs y J-REITS con la meta de incrementar la base monetaria por 60 y 70 billones de yenes anualmente, incrementando el plazo promedio de JGBs de tres a siete años y cumplir con la meta de inflación de 2% en unos dos años.

\* Basada en el documento del FMI "Unconventional Monetary Policies - Recent Experience and Prospects" de abril 18, 2013

**Recuadro 3: El peso y el rendimiento de los bonos gubernamentales se han movido al ritmo de la comunicación de la Fed**

Después de las reacciones a la comunicación de la Fed (la Reserva Federal de EEUU), los mercados globales han digerido poco a poco el mensaje de que una reducción en el ritmo de compra de activos por parte de la Fed (i.e. un menor aumento de la expansión cuantitativa) y su eventual fin, no significa un inicio más próximo del ciclo alcista en la tasa de interés de referencia. Los mercados financieros en México han reaccionado ante los efectos indirectos de un ajuste gradual hacia la normalización de la política monetaria en EEUU (i.e. mayores tasas de interés, empinamiento de la curva de rendimientos y depreciación de la divisa como consecuencia de una revalorización del riesgo percibido), de la misma manera que lo han hecho los mercados financieros en el resto de emergentes.

¿Por qué se han dado cambios tan bruscos en la percepción de los mercados sobre el eventual inicio del proceso de normalización de la política monetaria en EEUU? ¿Cómo ha ido cambiando la comunicación de la Fed hasta encontrar un tono balanceado? ¿Nuevamente los mercados reaccionarán a los fundamentales y estarán menos sensibles a la comunicación de la Fed? Todas estas preguntas son clave para entender el comportamiento reciente de los mercados financieros y evaluar sus perspectivas.

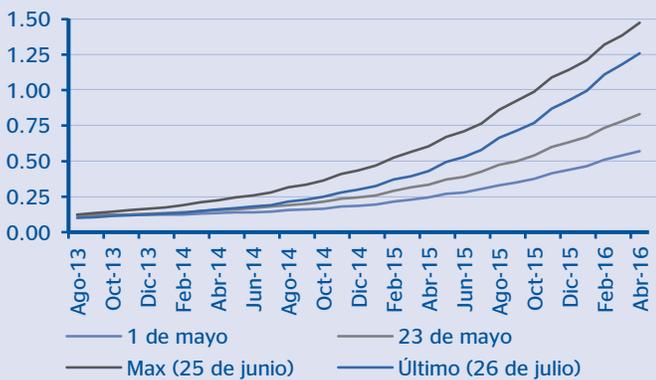
El punto medular en los movimientos de los mercados globales ha sido la manera cómo se ha percibido el tono de la comunicación de la Fed y cómo se ha interpretado su estrategia de salida (i.e. el proceso de normalización de la política monetaria). La secuencia de las reacciones se

puede dividir en tres etapas principalmente: 1) reacción de los mercados ante las primeras señales de que la Fed podría iniciar en el corto plazo su estrategia de salida que iniciaron en la segunda semana de mayo pero cobraron fuerza tras la aparición de Bernanke ante el Congreso del 22 de mayo; 2) sobrerreacción de los mercados tras la percepción de un tono restrictivo del último comunicado de decisión de política monetaria de la Fed y de la conferencia de prensa de Bernanke del 19 de junio; y 3) una reversión parcial y gradual de los efectos que inició en la última semana de junio y cobró fuerza tras el último testimonio de Bernanke ante el Congreso del 17-18 de julio.

Podría argumentarse que la primera etapa inició en la segunda semana de mayo cuando algunos miembros de la Fed empezaron a mostrar cierta incomodidad con la continuación del último programa de compra de activos (QE3), lo que comenzó a afectar el apetito por riesgo e incluso provocó una inflexión en la tendencia de activos de mayor riesgo que se habían revalorizado significativamente en los meses previos. El punto determinante de esta etapa fue la penúltima semana de mayo en la que señales encontradas en la comunicación de la Fed sugerían que su intención era tener una política monetaria menos acomodaticia. Por ejemplo, el 22 de mayo, el presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke mostró un tono relajado en su testimonio ante el Congreso; sin embargo, en la sección de preguntas y respuestas pareció abrir la puerta a una reducción en el ritmo de compra de activos en los próximos meses, es decir, mostró un tono menos relajado.<sup>1</sup>

Gráfica 44

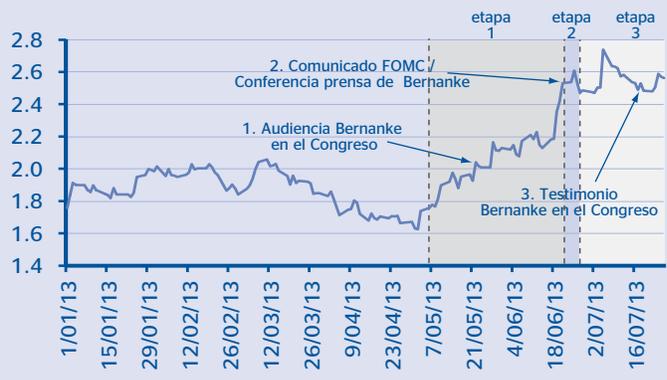
**Futuros tasa de fondos federales (%)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 45

**Tasa de interés de la Nota del Tesoro a 10 años (%)**

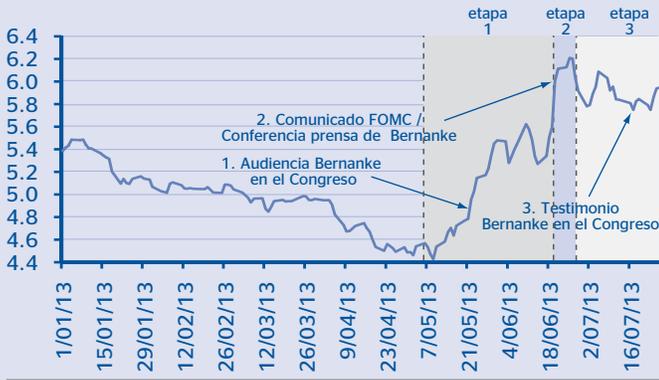


Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

<sup>1</sup> Esto al señalar que: "si vemos una continuación de la mejora y tenemos confianza en que va a ser sostenida, podríamos en las próximas reuniones... reducir nuestro ritmo de compra de activos".

Gráfica 46

**Tasa de interés del M10 (%)**



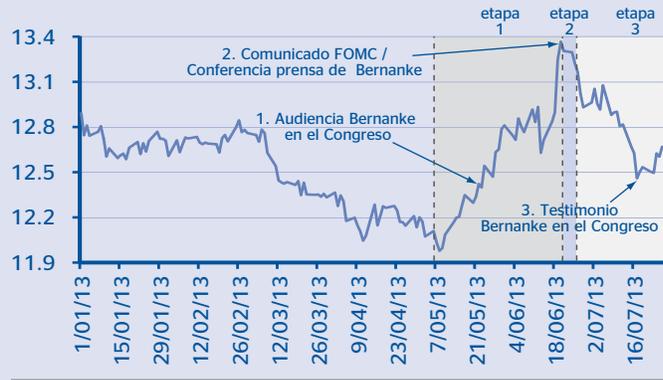
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Por su parte, las minutas del FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto) indicaron que algunos participantes pensaban que disminuir el ritmo en junio era una posibilidad y la discusión evidenció la falta de acuerdo dentro del FOMC sobre lo que constituye una mejora suficiente en la economía. Los mercados reaccionaron con fuerza ante la percepción de que la política monetaria en EEUU estaba por dar un giro importante. En EEUU, los mercados de futuros adelantaron su expectativa del inicio del ciclo alcista en la tasa de interés de referencia (de octubre de 2015 a abril de ese mismo año) y las tasas de interés de largo plazo comenzaron a intensificar la tendencia alcista que habían iniciado en las semanas previas (véanse gráficas 44 y 45). Mientras que en los mercados emergentes, entre ellos México, se dio un incremento importante en las tasas de interés de largo plazo y una depreciación de las divisas (véanse gráficas 46 y 47).

A partir de ese momento y hasta la reunión de política monetaria de la Reserva Federal del 18-19 de junio, la incertidumbre respecto a las implicaciones del cambio percibido en el tono de la Fed contribuyó a que se consolidaran esos movimientos. Antes de dicha reunión se anticipaba que dependiendo del tono que se percibiera, los movimientos que se habían observado en las variables financieras se mantendrían, intensificarían o revertirían, al menos parcialmente. El tono del comunicado y de la conferencia de prensa del 19 de junio, fecha que marca el inicio de la segunda etapa, se percibió como restrictivo y aparentaba reflejar una creciente incomodidad de la Fed con

Gráfica 47

**Tipo de cambio (pesos por dólar)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

mantener el QE3 durante un largo periodo. La Fed señaló su intención de comenzar a reducir el ritmo de compras de activos "más tarde este año" si la economía crecía lo suficiente para mantener la tendencia bajista de la tasa de desempleo y además por primera vez estableció un marco para poner fin a la flexibilización cuantitativa señalando que una tasa de desempleo de 7.0% sería coherente con la terminación del QE3, al mismo tiempo que también mantuvo el umbral de 6.5% como condición necesaria para iniciar el ciclo de subidas de la tasa de interés de referencia. Además, el optimismo mostrado sobre las perspectivas económicas<sup>2</sup> fue interpretado como un cambio de tono muy relevante por parte de la Fed, en parte porque parecía darle un peso muy importante a la disminución de la tasa de desempleo y la expectativa de que continuara disminuyendo, y un peso menor al bajo nivel de inflación comparado con la meta. Los inversionistas lo interpretaron como la confirmación de estar en la antesala del inicio de la gradual normalización de la política monetaria en EEUU. Los mercados financieros sobre-reaccionaron, i.e. las variables financieras intensificaron los movimientos de las semanas anteriores y los mercados anticipaban en ese momento que el inicio del ciclo de subidas de la Fed comenzaría en marzo de 2015 (véanse gráficas 44 a 47). La clave de esta sobre-reacción parece haber sido que a pesar de los intentos que hizo Bernanke,<sup>3</sup> éste no logró desligar la cercanía de la reducción en el ritmo de compra de activos del inicio del ciclo de subidas (i.e. desligar la estrategia de salida de la política monetaria no convencional de la política monetaria convencional).

<sup>2</sup> "El Comité considera que los riesgos a la baja para las perspectivas de la economía y el mercado laboral han disminuido desde el otoño"; "las condiciones del mercado laboral han mostrado una mejora adicional en los últimos meses".

<sup>3</sup> Al indicar que los aumentos en la tasa de interés de referencia "estaban todavía lejos" y que la Fed estaba "un poco sorprendida" por el reciente aumento en las tasas de interés de largo plazo.

A partir de entonces, en una tercera etapa que inicia en la última semana de junio, se empezó a dar una reversión gradual en los movimientos de las variables financieras principalmente por dos razones: a) las declaraciones tranquilizadoras de varios miembros de la Fed que intentaban suavizar el tono percibido de la reciente comunicación;<sup>4</sup> y b) como una consecuencia natural de cualquier sobre-reacción en los mercados financieros. Sin embargo, este proceso fue lento porque esas declaraciones tranquilizadoras no lograban convencer a los mercados que lo que pasara con la expansión cuantitativa no tendría implicaciones para el momento en el que empezarían a aumentar la tasa de interés de referencia. Una pista respecto a este comportamiento es que a pesar de que esos comentarios de algunos miembros de la Fed si tuvieron cierto efecto al disminuir las tasas de interés de largo plazo en relación a sus máximos alcanzados, el efecto sobre la expectativa de los mercados acerca de la primera subida de tasas de la Fed era muy pequeño y se seguía descontando que ocurriría en marzo de 2015. En consecuencia, los mercados globales seguían anticipando que se acercaba la normalización de la política monetaria en EEUU y por ende, se seguía descontando que el periodo de transición hacia una revaloración del riesgo había llegado para quedarse. Así, las variables financieras mexicanas revertían parcial y lentamente los movimientos recientes (véanse gráficas 46 y 47).

¿Por qué resultaba tan difícil para la Fed desligar estas dos acciones? Una posible explicación es que anteriormente cuando la Fed anunciaba una mayor expansión cuantitativa (i.e. compras de activos o aumento en el ritmo de compra de estos) los mercados reaccionaban anticipando que el inicio del ciclo de subidas estaba más lejos en el tiempo (lo cual se reflejaba tanto en el mercado de futuros como en la curva de rendimientos). Esto porque dicho cambio de política monetaria no convencional respondía al deterioro de las perspectivas económicas, al aumento en los riesgos de deflación, o a una combinación de estos factores. Este mismo proceso estaba ahora trabajando en sentido inverso a pesar de que los miembros de la Fed buscaban retrasar el adelantamiento observado en las expectativas de la primera subida de la tasa de interés de referencia. En esta ocasión el optimismo percibido de la Fed sobre las perspectivas económicas, pero también la expectativa de fortalecimiento de la recuperación y la percepción de que hacia delante ésta sería menos frágil (i.e. sería sostenible sin las ayudas extraordinarias de la política monetaria no convencional) aumentaba la probabilidad de que el ciclo de subidas de la tasa de interés de referencia se diera antes de lo previsto anteriormente. Adicionalmente, la creciente atención de la

Fed en la tasa de desempleo generó que incluso algunos analistas argumentaran que la función de reacción de la Fed había cambiado, incluyendo ahora la tasa de desempleo como variable relevante.

Ante el peso que ganó la tasa de desempleo, la señal de fortaleza mostrada por el mercado laboral de EEUU tras conocerse el dato de creación de empleo de junio el primer viernes de julio, generó un nuevo cambio de tendencia en las variables financieras. En concreto, se contrarrestaron parcialmente en el caso del peso y casi totalmente en el caso de la tasa de interés del bono gubernamental a 10 años (M10) los movimientos de las semanas previas. No obstante, a partir de la segunda semana de julio nuevamente estas variables retomaron su tendencia a la baja, que se intensificó tras el último testimonio de Bernanke ante el Congreso el 18-19 de julio. La percepción de un tono más relajado por parte de Bernanke en comparación con el de la conferencia de prensa de junio impulsó los activos de mayor riesgo. Los puntos clave fueron: a) el hincapié que hizo respecto a que la normalización de la política monetaria no está en un “camino preestablecido” y sigue siendo dependiente de los datos; b) el mayor énfasis en la inflación (que se mantiene baja y lejos del objetivo); y c) la referencia respecto a que si juzgan que una parte substancial de la disminución en la tasa de desempleo hacia delante reflejará caídas en la tasa de participación más que ganancias en el empleo, “sería poco probable” que niveles de desempleo de 6.5% fueran “una razón suficiente” para aumentar la tasa de fondos federales. Estos ajustes en la comunicación que buscan mantener flexibilidad en el accionar de la Fed, parecen haber logrado lo que hasta ese momento no se había alcanzado, que los mercados comiencen a separar los próximos cambios en la expansión cuantitativa de los cambios todavía lejanos en la tasa de interés de referencia. Tras estos ajustes en los que la Fed parece por fin haber encontrado un tono balanceado para explicar su estrategia de salida, la expectativa de la primera subida de la Fed se retrasó de marzo de 2015 a mayo de ese mismo año (véase gráfica 44) y los activos percibidos como riesgosos se revalorizaron, principalmente las divisas de emergentes. El peso se apreció significativamente, regresando a niveles en torno a 12.5ppd (véase gráfica 47), es decir, cercanos a su equilibrio estimado de largo plazo. Hacia delante, una vez que la Fed ha logrado moldear las expectativas del mercado respecto a su estrategia de salida, los movimientos de las variables financieras podrían responder otra vez a la evolución de los fundamentales económicos, y principalmente a la tasa de desempleo en EEUU que es ahora la variable clave en los movimientos futuros de la política monetaria en ese país.

<sup>4</sup> Reiterando que las acciones futuras de la Fed serían dependientes de los datos y que la retirada de la expansión cuantitativa sería un proceso flexible.

## 4. Previsiones

Cuadro 3

### Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	2.5	1.8	2.8	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>
UEM	1.9	1.5	-0.5	<b>-0.4</b>	<b>1.0</b>
Alemania	4.0	3.1	0.9	<b>0.5</b>	<b>1.8</b>
Francia	1.6	2.0	0.0	<b>-0.1</b>	<b>1.1</b>
Italia	1.7	0.5	-2.4	<b>-1.8</b>	<b>0.8</b>
España	-0.3	0.4	-1.4	<b>-1.4</b>	<b>0.9</b>
Reino Unido	1.7	1.1	0.2	<b>1.0</b>	<b>1.9</b>
América Latina *	6.2	4.3	2.8	<b>2.6</b>	<b>3.2</b>
México	5.3	3.9	3.9	<b>2.7</b>	<b>3.2</b>
Brasil	7.6	2.7	0.9	<b>2.3</b>	<b>2.9</b>
EAGLES **	8.4	6.6	5.1	<b>5.2</b>	<b>5.6</b>
Turquía	9.2	8.5	2.3	<b>3.7</b>	<b>4.8</b>
Asia-Pacífico	8.2	5.8	5.3	<b>5.3</b>	<b>5.6</b>
Japón	4.7	-0.6	2.1	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>
China	10.4	9.3	7.8	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>
Asia (exc. China)	6.8	3.5	3.6	<b>3.7</b>	<b>4.1</b>
Mundo	5.1	3.9	3.3	<b>3.1</b>	<b>3.8</b>

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

### Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	1.6	3.2	2.1	<b>1.6</b>	<b>2.2</b>
UEM	1.6	2.7	2.5	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>
Alemania	1.2	2.5	2.1	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>
Francia	1.7	2.3	2.2	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>
Italia	1.6	2.9	3.3	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>
España	1.8	3.2	2.4	<b>1.7</b>	<b>1.1</b>
Reino Unido	3.3	4.5	2.8	<b>2.7</b>	<b>2.2</b>
América Latina *	6.4	8.0	7.5	<b>8.7</b>	<b>8.6</b>
México	4.2	3.4	4.1	<b>3.7</b>	<b>3.3</b>
Brasil	5.0	6.6	5.4	<b>6.2</b>	<b>5.7</b>
EAGLES **	5.3	6.0	4.1	<b>4.1</b>	<b>4.2</b>
Turquía	8.6	6.2	8.5	<b>7.2</b>	<b>6.0</b>
Asia-Pacífico	3.6	4.7	3.0	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>
Japón	-0.7	-0.3	0.0	<b>-0.1</b>	<b>0.7</b>
China	3.3	5.4	2.6	<b>2.8</b>	<b>3.5</b>
Asia (exc. China)	3.7	4.3	3.3	<b>2.8</b>	<b>3.1</b>
Mundo	3.7	5.1	4.1	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013

Fuente: BBVA Research

Servicio de Estudios Económicos  
del Grupo BBVA

Cuadro 5

### Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2011	2012	2013	2014	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13
<b>Indicadores Macroeconómicos</b>												
PIB (variación % real)	1.8	2.8	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	<b>1.7</b>	<b>4.1</b>	<b>3.2</b>
Consumo personal (var. % real)	2.5	2.2	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	<b>1.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.3</b>
Consumo gobierno (var. % real)	-3.2	-1.0	<b>-2.0</b>	<b>-0.1</b>	-1.4	0.3	3.5	-6.5	-4.2	<b>-0.4</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.1</b>
Inversión fija bruta (var. % real)	6.2	8.3	<b>5.2</b>	<b>6.9</b>	8.6	4.8	2.7	11.6	-1.5	<b>6.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.0</b>
Construcción	4.4	3.4	<b>4.1</b>	<b>4.3</b>	1.3	1.8	2.8	5.7	3.8	<b>3.9</b>	<b>4.5</b>	<b>6.1</b>
Producción industrial (var. % real anual)	3.4	3.6	<b>2.6</b>	<b>4.5</b>	4.0	4.5	3.3	2.8	2.5	<b>1.9</b>	<b>2.7</b>	<b>3.3</b>
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-3.0	-3.0	<b>-3.7</b>	<b>-5.0</b>	-3.1	-2.8	-2.7	-2.6	-2.7	<b>-4.0</b>	<b>-4.2</b>	<b>-4.2</b>
Inflación anual (fin de periodo)	3.0	1.7	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	2.7	1.7	2.0	1.7	1.5	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>2.2</b>
Inflación anual (promedio de periodo)	3.2	2.1	<b>1.6</b>	<b>2.2</b>	2.8	1.9	1.7	1.9	1.7	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>
Balance fiscal primario (% del PIB)	-8.7	-7.0	<b>-4.0</b>	<b>-3.4</b>				-7.0				<b>-4.0</b>

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

Cuadro 6

### Indicadores y Pronósticos México

	2010	2011	2012	2013	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13
<b>Actividad Económica</b>												
<b>PIB (series desestacionalizadas)</b>												
Variación % real anual	5.3	3.9	3.9	<b>2.7</b>	5.0	4.4	3.3	3.2	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.9</b>	<b>3.6</b>
Por habitante en dólares	9,557.5	10,443.2	10,872.4	<b>12,420.5</b>	10,648.7	10,291.4	10,874.4	11,533.2	<b>11,693.9</b>	<b>12,173.8</b>	<b>12,761.1</b>	<b>13,102.8</b>
Miles de millones de dólares	1,032.4	1,139.4	1,192.7	<b>1,327.1</b>	1,175.7	1,140.3	1,192.0	1,263.0	<b>1,286.7</b>	<b>1,309.6</b>	<b>1,319.6</b>	<b>1,392.5</b>
<b>Inflación (% prom.)</b>												
General	4.2	3.4	4.1	<b>3.7</b>	3.9	3.9	4.6	4.1	<b>3.7</b>	<b>4.5</b>	<b>3.4</b>	<b>3.3</b>
Subyacente	3.9	3.2	3.4	<b>2.7</b>	3.3	3.5	3.6	3.3	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>
<b>Mercados Financieros (% fdp)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	4.5	<b>4.5</b>	4.5	<b>3.5</b>	4.5	4.5	4.5	4.5	<b>4.0</b>	<b>4.0</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>
Cetes 28 días	4.4	4.4	3.9	<b>3.3</b>	4.3	4.4	4.2	3.9	<b>4.2</b>	<b>3.9</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>
TIIIE 28 días	4.9	4.8	4.8	<b>3.8</b>	4.8	4.8	4.8	4.8	<b>4.4</b>	<b>4.3</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>
Bono 10 años (% prom.)	6.9	6.8	5.7	<b>5.5</b>	6.2	5.9	5.3	5.4	<b>5.1</b>	<b>5.3</b>	<b>5.7</b>	<b>5.7</b>
<b>Tipo de cambio (prom.)</b>												
Pesos por dólar (prom.)	12.7	12.5	13.1	<b>12.6</b>	12.9	13.6	13.1	13.0	<b>12.6</b>	<b>12.6</b>	<b>12.7</b>	<b>12.4</b>
<b>Finanzas Públicas</b>												
*RFSP (% del PIB)	-3.4	-2.6	-3.1	<b>-2.4</b>	-	-	-	-3.1				<b>-2.4</b>
<b>Sector Externo<sup>3</sup></b>												
Balanza comercial (mmd)	-2.9	-1.2	0.4	<b>-8.1</b>	1.8	1.5	-1.1	-1.8	<b>-0.9</b>	<b>-1.0</b>	<b>-2.1</b>	<b>-4.1</b>
Cuenta corriente (mmd)	-2.5	-10.3	-11.4	<b>-17.4</b>	-2.5	-0.7	-1.2	-7.0	<b>-5.5</b>	<b>-2.4</b>	<b>-3.6</b>	<b>-5.9</b>
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.2	<b>-0.9</b>	-1.2	<b>-1.3</b>	-0.9	-0.3	-1.3	-2.2	<b>-1.7</b>	<b>-0.7</b>	<b>-1.1</b>	<b>-1.7</b>
Petróleo (mezcla mex., dpb, prom.)	72.3	101.1	101.8	<b>99.7</b>	110.5	100.6	99.7	96.6	<b>104.3</b>	<b>98.5</b>	<b>97.9</b>	<b>98.1</b>
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.8	4.3	4.6	<b>3.9</b>	4.5	4.6	4.7	4.7	<b>4.2</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	5.4	5.2	5.0	<b>5.0</b>	5.0	5.0	4.8	5.0	<b>5.0</b>	<b>5.1</b>	<b>4.9</b>	<b>4.8</b>

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
<b>Demanda Agregada <sup>4</sup> (Var % anual, desestacionalizada)</b>												
Demanda Agregada Total	8.6	4.7	4.0	<b>2.5</b>	5.2	4.3	2.8	3.6	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>
Demanda interna	4.9	3.9	3.8	<b>2.8</b>	5.1	4.1	2.8	3.1	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>	<b>3.1</b>
Consumo	4.6	4.1	3.1	<b>2.4</b>	4.1	3.6	1.9	2.9	<b>2.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>
Privado	5.0	4.4	3.4	<b>2.6</b>	4.2	3.8	2.1	3.4	<b>2.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>
Público	2.3	2.1	1.5	<b>1.4</b>	3.1	2.3	0.4	0.2	<b>-0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>2.2</b>	<b>3.0</b>
Inversión	0.3	8.3	5.8	<b>2.4</b>	8.2	6.1	5.5	3.6	<b>1.9</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>4.2</b>
Privado	-0.3	13.9	5.3	<b>3.8</b>	9.3	4.8	2.4	4.8	<b>3.4</b>	<b>4.6</b>	<b>4.1</b>	<b>3.1</b>
Público	2.7	-7.4	7.8	<b>-1.8</b>	4.7	9.6	14.7	2.6	<b>-1.5</b>	<b>-6.6</b>	<b>-3.8</b>	<b>5.3</b>
Demanda Externa	21.7	7.6	4.6	<b>1.6</b>	5.8	5.1	2.8	4.8	<b>0.3</b>	<b>-0.2</b>	<b>3.5</b>	<b>2.8</b>
Importaciones	19.7	7.1	4.1	<b>1.9</b>	6.0	4.2	1.4	4.8	<b>1.2</b>	<b>2.0</b>	<b>3.4</b>	<b>1.2</b>
<b>PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)</b>												
Primario	2.9	-2.4	6.4	<b>2.7</b>	6.3	11.3	1.4	7.3	<b>2.7</b>	<b>4.1</b>	<b>1.4</b>	<b>2.7</b>
Secundario	6.1	4.0	3.6	<b>1.6</b>	5.0	4.1	3.5	1.8	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>1.8</b>	<b>3.2</b>
Minería	1.2	-1.0	1.2	<b>1.2</b>	0.9	-0.1	2.3	1.8	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>
Electricidad	10.2	6.5	2.4	<b>1.4</b>	3.8	2.4	2.2	1.1	<b>1.4</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>2.7</b>
Construcción	-0.6	4.6	3.3	<b>0.7</b>	5.4	4.8	3.8	-0.7	<b>0.2</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.4</b>	<b>3.7</b>
Manufactura	9.9	4.9	4.0	<b>2.2</b>	4.7	4.9	3.9	2.7	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>	<b>2.7</b>	<b>3.2</b>
Terciario	5.2	4.7	3.8	<b>3.3</b>	4.4	4.7	3.0	3.1	<b>4.1</b>	<b>2.4</b>	<b>3.2</b>	<b>3.6</b>
Comercio	11.7	9.4	5.2	<b>3.8</b>	7.5	5.4	2.4	5.5	<b>3.8</b>	<b>2.6</b>	<b>4.0</b>	<b>4.8</b>
Transporte, correos y almacenamiento	7.5	3.2	4.3	<b>2.8</b>	5.4	4.2	3.7	4.0	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>3.6</b>	<b>3.7</b>
Información en medios masivos	1.6	5.2	8.5	<b>8.3</b>	7.7	10.2	9.6	6.7	<b>7.6</b>	<b>7.8</b>	<b>9.2</b>	<b>8.7</b>
Serv. financieros y de seguros	13.1	10.1	8.1	<b>5.7</b>	12.7	11.6	5.2	3.5	<b>3.4</b>	<b>4.3</b>	<b>7.1</b>	<b>8.1</b>
Serv. inmov. y de alq. de bienes muebles e int.	1.9	2.4	2.4	<b>1.0</b>	2.5	2.3	3.0	1.9	<b>2.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.1</b>	<b>0.8</b>
Serv. profesionales, científicos y técnicos	-0.7	4.8	0.9	<b>1.2</b>	4.6	0.8	0.3	-2.0	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>
Dirección de corporativos y empresas	4.9	2.1	4.0	<b>4.0</b>	4.8	3.8	4.4	3.2	<b>4.3</b>	<b>3.7</b>	<b>4.0</b>	<b>3.9</b>
Serv. de apoyo a los neg., serv. de remediación	1.5	5.1	4.0	<b>4.8</b>	2.8	5.1	3.3	4.8	<b>6.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.9</b>	<b>3.1</b>
Serv. educativos	0.2	1.8	1.1	<b>0.5</b>	2.0	0.8	0.6	0.8	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>
Serv. de salud y de asistencia social	0.7	1.8	2.1	<b>1.9</b>	2.0	1.8	2.1	2.6	<b>3.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	5.9	2.5	4.0	<b>3.1</b>	0.0	3.5	6.0	6.5	<b>5.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>
Serv. de alojamiento tem. y prep. de alim. y beb.	3.2	2.5	4.9	<b>2.8</b>	4.7	4.2	5.7	5.2	<b>3.8</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>
Otros serv. excepto actividades del gobierno	0.9	2.9	4.1	<b>3.5</b>	3.4	4.5	4.3	4.4	<b>4.7</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>
Actividades del gobierno	3.1	-2.3	0.6	<b>0.7</b>	2.0	2.2	-1.4	-0.3	<b>-2.1</b>	<b>0.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>

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](http://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

**Javier Amador**

javier.amador@grupobbva.com

Con la colaboración:

**Escenarios Económicos**

**Juan Luis Ordaz Díaz**

juan.ordaz@bbva.com

**Juan José Li Ng**

juan.li@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.serrano@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 Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

#### *Sistemas Financieros y Regulación*

**Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

#### *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](mailto:researchmexico@bbva.bancomer.com)

Estas y otras publicaciones de BBVA Research

están disponibles en inglés y en español en: [www.bbva.com](http://www.bbva.com)

### Otras publicaciones:

