

# Situación México

Cuarto Trimestre 2013  
Análisis Económico

- En la segunda mitad del año el crecimiento se ha retomado
- El bajo crecimiento del primer semestre muestra la necesidad de abordar los importantes retos que tiene la economía mexicana para lograr un crecimiento económico sostenido
- A pesar de los choques de oferta, la inflación se mantiene bajo control
- Los activos mexicanos resisten en un entorno de volatilidad generado por la comunicación de la Reserva Federal y las negociaciones fiscales en EEUU

# Índice

1. En Resumen .....	1
2. Una lenta recuperación global con riesgos sesgados a la baja .....	3
3. México: lo peor de la desaceleración quedó atrás.....	9
3.1 Actividad: recuperación al final del año con expectativas de mayor crecimiento para 2014.....	9
Recuadro 1: Efectos económicos de las recientes inundaciones ocasionadas por las tormentas "Ingrid" y "Manuel" .....	14
Recuadro 2: Análisis del impacto del financiamiento gubernamental sobre el crédito al sector privado....	16
3.2 Favorable comportamiento de la inflación en 2013; el próximo año repuntará por el choque de oferta fiscal y por la gradual recuperación económica.....	18
3.3 Pausa monetaria después de un recorte de 50 puntos base que deja ver el predominio de la debilidad económica sobre la volatilidad en los mercados .....	21
3.4 Los activos mexicanos resisten en un entorno de volatilidad generado por la comunicación de la Reserva Federal y las negociaciones fiscales en EEUU .....	23
Recuadro 3: El Peso Mexicano se coloca como la divisa con mayor volumen de operación entre las monedas de países emergentes .....	25
4. Previsiones .....	26

**Fecha de cierre: 8 de Noviembre de 2013**

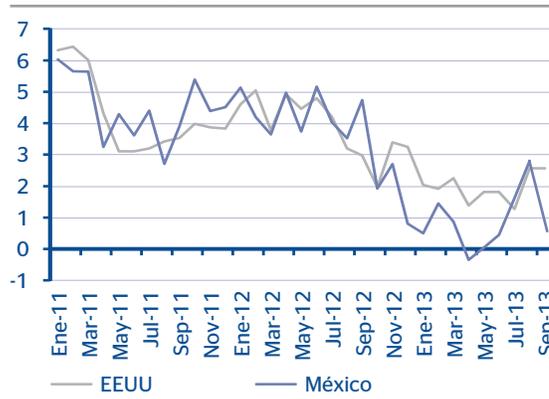
# 1. En Resumen

La primera mitad del año se caracterizó por una desaceleración que contribuyó a una revisión a la baja del pronóstico de crecimiento económico, no obstante, en la segunda mitad se ha retomado el crecimiento. La actividad económica no creció durante el primer trimestre del año y decreció -0.7% en el segundo, cada uno con respecto a su trimestre previo. Para el tercer trimestre se prevé una expansión resultado principalmente de un repunte de la demanda externa, particularmente del buen desempeño del sector industrial de los Estados Unidos que importa más productos nacionales. Aunque con menor contribución al crecimiento, también se espera una mayor inversión y gasto público por efecto de los procesos de reconstrucción debido a los desastres naturales y al mayor déficit público aprobado, lo que arrastrará positivamente el crecimiento económico hacia finales de 2013 y principios de 2014. Así, el crecimiento anual para 2013 y 2014 se estima en 1.2% y 3.1% anual, respectivamente.

Los huracanes “Ingrid” y “Manuel” afectaron en torno a dos tercios del territorio del país y provocaron daños y pérdidas que reducirán el PIB real estimado para 2013 en poco menos de 0.1 puntos porcentuales. Esto porque los gastos de la atención a la emergencia, la mayor cantidad de agua en presas (para riego, abastecimiento de agua y generación eléctrica) y el proceso de reconstrucción compensarán parcialmente la pérdida inicial.

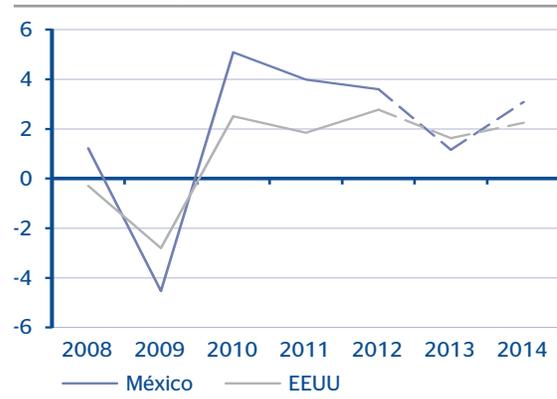
El bajo crecimiento de inicios del año muestra la necesidad de abordar los importantes retos que tiene la economía mexicana para lograr un crecimiento económico sostenido. Entre ellos destacan la baja productividad de la economía; el amplio sector informal; la creciente percepción de inseguridad y los costos vinculados a ella; y la escasez de recursos para la innovación, ciencia y tecnología. La serie de reformas presentadas por el ejecutivo en 2013 buscan resolver estas limitantes, sin embargo el trayecto por recorrer es todavía largo y encaminar a México hacia una ruta de crecimiento y desarrollo sostenido dependerá fuertemente de los consensos alcanzados por las principales fuerzas políticas del país representadas en el Congreso, además de la voluntad del Ejecutivo y de una decidida participación ciudadana.

Gráfica 1  
Producción manufacturera de México y EEUU  
(Variación % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 2  
PIB de México y Estados Unidos  
(Variación % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

A pesar de los choques de oferta, la inflación se mantiene bajo control. Anticipamos que la inflación general se ubicará en diciembre de 2013 en torno a 3.4%, su menor nivel de cierre desde 2005. En enero de 2014, un nuevo choque de oferta, en esta ocasión derivado de los cambios fiscales, provocará un rebote de la inflación general hacia niveles cercanos al 4.0%, retomando a partir de febrero una tendencia decreciente para ubicarse durante 2014 en promedio en torno a 3.7%, similar a su nivel promedio durante 2013. Se espera que la inflación subyacente anual continúe en los próximos meses cercana a sus niveles mínimos históricos y cierre el año en 2.6%. Para 2014 consideramos que promediará 3.0%.

Si consideramos la inflación subyacente, la que mejor indica el comportamiento de mediano plazo del crecimiento de los precios, el desempeño de la inflación durante 2013 ha sido muy favorable al haber tendido a la baja a lo largo del año. La inflación subyacente promedio pasó de 3.42% en 2012 a 2.46% en el tercer trimestre de 2013. Esta reducción fue resultado de la debilidad del ciclo económico y la consecuente holgura que se ha traducido en ausencia de presiones de demanda sobre los precios.

Los cambios finalmente aprobados en la reforma fiscal tendrán un efecto mucho menor sobre la inflación que el que se hubiera dado de aprobarse la propuesta inicial. Se estima que en conjunto los cambios impactarán al nivel de precios entre 0.4 y 0.6pp. **Por otra parte, se estima que un incremento en el endeudamiento gubernamental influye en un menor crecimiento del financiamiento al sector privado.** De la misma manera, un incremento en los requerimientos de financiamiento para el sector público influyen en un crecimiento menor del crédito bancario.

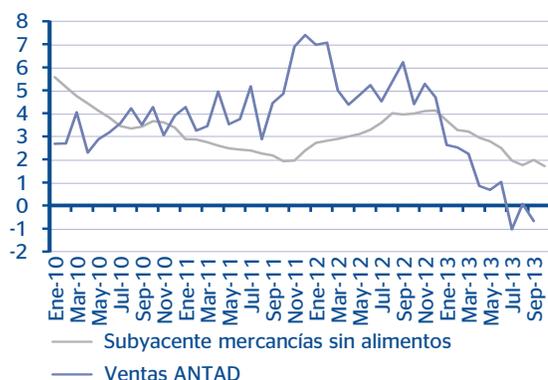
Durante el año 2013 la tasa de política monetaria se ha reducido en 100 puntos base para situarse en 3.5%. Esto después de permanecer sin cambio durante casi cuatro años. En marzo, el reconocimiento de las ganancias en la lucha contra la inflación generó un recorte de 50pb, mientras que la debilidad del ciclo económico en un entorno de inflación bajo control fue determinante en los dos recortes más recientes. Hacia delante esperamos que se mantenga una pausa prolongada, a partir de la holgura en los mercados de la economía que mantendrá bajo control las presiones de demanda sobre los precios.

**Los activos mexicanos resisten en un entorno de volatilidad generado por la comunicación de la Reserva Federal y las negociaciones fiscales en EEUU.** En los últimos meses la posibilidad de que iniciara la reducción del ritmo de compra de activos por parte de la Fed (Reserva Federal de EEUU) y el debate en torno al límite de deuda del gobierno de EEUU han sido los principales factores detrás de los fuertes movimientos en los precios de los activos financieros. En concreto, las tasas de los bonos gubernamentales de EEUU aumentaron, lo mismo que aquellas de los países emergentes, y éstos últimos sufrieron depreciaciones de sus monedas. En contraste con lo ocurrido en otros países emergentes, en México, estos periodos de volatilidad en los mercados financieros no generaron salidas abruptas de los flujos de inversión extranjera en el mercado soberano de renta fija. Si bien, los flujos se moderaron, continuaron siendo positivos. Este comportamiento favorable hacia México es una señal de la ventaja comparativa en términos de estabilidad económica y financiera del país frente a otras naciones.

Hacia el cierre del año esperamos que el tipo de cambio se encuentre en niveles de 12.7 pesos por dólar ante un margen limitado de apreciación derivado de dos factores. Primero, un escenario de eventual reducción de los estímulos monetarios por parte de la Fed; y segundo, el hecho de que las expectativas favorables del proceso de reformas parece tener un efecto moderado y ya ha sido incorporado en los precios actuales. Con respecto a las tasas de interés se espera que el proceso de normalización de la prima de liquidez se mantenga de forma paulatina, lo cual aunado a un mayor crecimiento económico para el próximo año generará un incremento en las tasas de mediano y largo plazo. En particular consideramos que el rendimiento a vencimiento del bono a 10 años cerrará el año en alrededor del 6.0%.

Gráfica 3

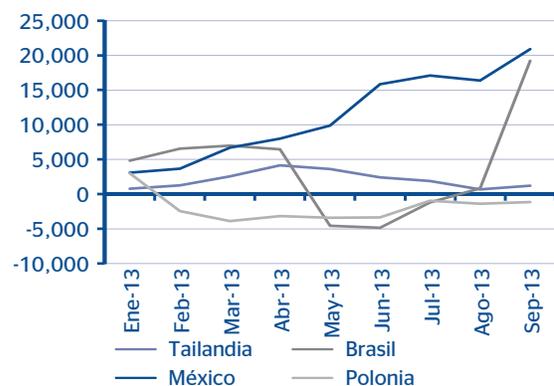
**Inflación subyacente mercancías sin alimentos y ventas ANTAD (Variación % a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 4

**Flujos acumulados a instrumentos de renta fija (millones de dólares)**



Fuente: Bancos centrales de países incluidos

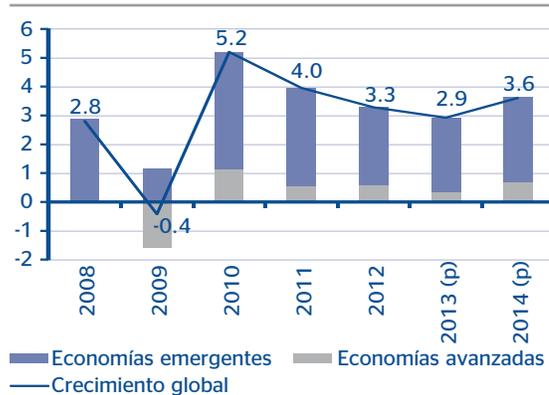
## 2. Una lenta recuperación global con riesgos sesgados a la baja

### El ciclo económico mejora sobre todo en las economías avanzadas, aunque lejos todavía de una recuperación enérgica.

Dos rasgos generales han caracterizado el último trimestre desde un punto de vista macroeconómico. Por una parte, la evolución de los indicadores de confianza de los agentes económicos y de volatilidad en los mercados financieros ha continuado reflejando la baja posibilidad de eventos de riesgo de cola, disruptivos para el panorama global. Así, la recuperación económica continúa consolidándose y tiene menos riesgo de descarrilar. Sin embargo, también durante el trimestre se han registrado eventos que contribuyen a un escenario de recuperación global débil, muy acotada en el horizonte de uno o dos años. Eventos con impacto presente (cierre parcial del gobierno en EE.UU.) pero también futuro (la más o menos pronta salida de los excepcionales apoyos de liquidez).

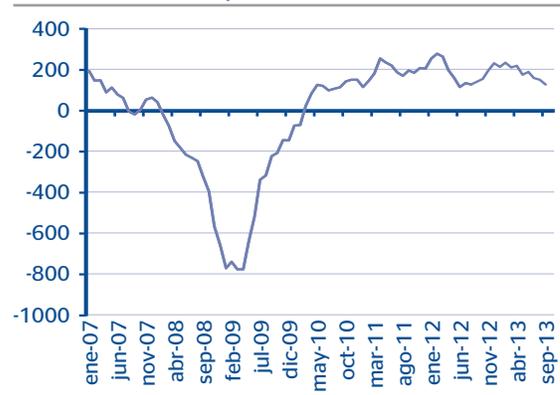
En su conjunto, revisamos dos décimas a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014, hasta el 2.9% y 3.6%. La revisión de 2013 se deriva de las peores cifras registradas en EE.UU, así como a la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente, afectados también por las turbulencias financieras que siguieron al anuncio de la Fed de la próxima disminución del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa (conocido como *tapering* del QE). El crecimiento en 2014 también se revisa a la baja, hasta el 3.6%. Tras esta revisión bajista están las economías emergentes (con la excepción de China, cuyas previsiones se mantienen), aunque seguirán siendo los mayores contribuyentes al crecimiento global (gráfica 5). La mayor tasa de crecimiento global de 2014 viene respaldada por una aceleración en la economía en todas las áreas geográficas, con la excepción de Asia, donde se espera que el crecimiento aproximadamente se mantenga. Cabe destacar especialmente la mejora esperada de la zona euro, tras dos años de recesión, y la notable aceleración en América Latina tras el bache de 2013 (ver tablas en el anexo para más detalles).

Gráfica 5  
Crecimiento mundial (%)



Fuente: BBVA Research con datos de FMI

Gráfica 6  
EEUU: Empleo privado no agrícola (variación mensual en miles, promedio móvil 3 meses)



Fuente: BBVA Research con datos de BLS

## Las tensiones en los mercados financieros causadas por el anuncio del *tapering* de la Fed disminuyen, dando soporte no sólo en EEUU

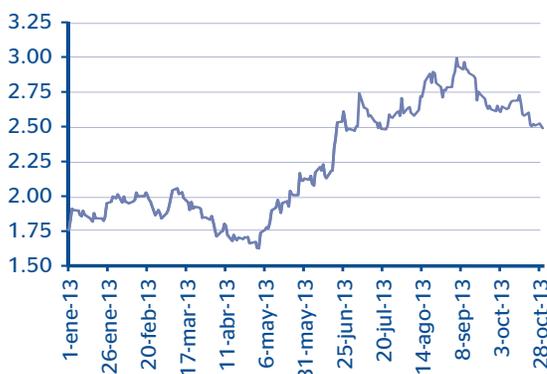
La Fed sorprendió cuando en septiembre decidió no dar comienzo al proceso de reducción del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa (QE). Al retrasar su inicio, ha venido a reforzar el carácter del programa "dependiente de los datos". Ciertamente, los datos no han acompañado en la forma esperada desde que en mayo de 2013 la Fed comenzó a perfilar sus planes de salida. Es cierto que todavía se espera una aceleración del crecimiento en el segundo semestre del año, pero el consumo muestra una mayor debilidad de lo previsto, mientras que el mercado inmobiliario, que había ganado gran dinamismo, se ha resentido de la reacción inicial al *tapering*. Al mismo tiempo, el mercado laboral continúa débil (gráfica 6), a lo que habría que añadir la incertidumbre inherente a las prolongadas negociaciones del presupuesto y del techo de la deuda pública, que se han de repetir en pocas semanas. La falta de soluciones de largo plazo y la repetición del desgastante proceso de negociación aumentan la probabilidad de postergación de decisiones de gasto e inversión, además del impacto directo del cierre parcial de la actividad gubernamental.

Las aclaraciones sobre el proceso de *tapering* que los miembros de la Fed se esmeraron en hacer ante la inesperada reacción del mercado a su primer anuncio y el retraso del mismo hasta (previsiblemente) comienzos de 2014, han disminuido los riesgos de descarrilamiento de la recuperación. La respuesta inicial de los mercados al anuncio de *tapering* suponía condiciones financieras demasiado restrictivas en las economías avanzadas para su momento cíclico, además de frenar bruscamente el financiamiento de algunas economías emergentes, en especial de aquellas con fundamentos más débiles y a la vez más integradas financieramente.

Por una parte, se ha revertido gran parte del alza en tasas de interés registrada desde mayo (gráfica 7) y los mercados ahora no anticipan alzas de tasas hasta septiembre-octubre de 2015, aproximadamente en línea con lo descontado por el mercado inmediatamente antes de que Bernanke diera a entender que iniciaría el proceso de *tapering* (gráfica 8). De hecho, el alza en las tasas (inmobiliarias) está detrás de la pérdida reciente de dinamismo en el sector de la vivienda.

Gráfica 7

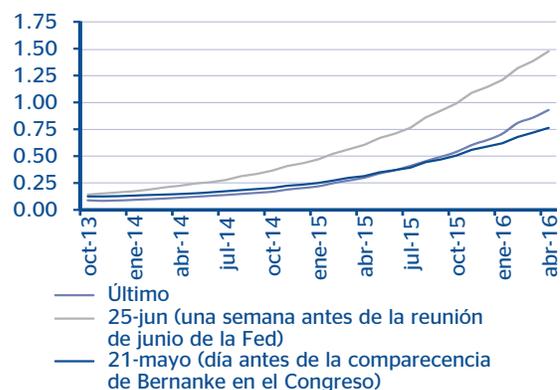
### EEUU: tasas de interés de la deuda pública a 10 años



Fuente: BBVA Research

Gráfica 8

### EEUU: tasas implícitas de la Fed

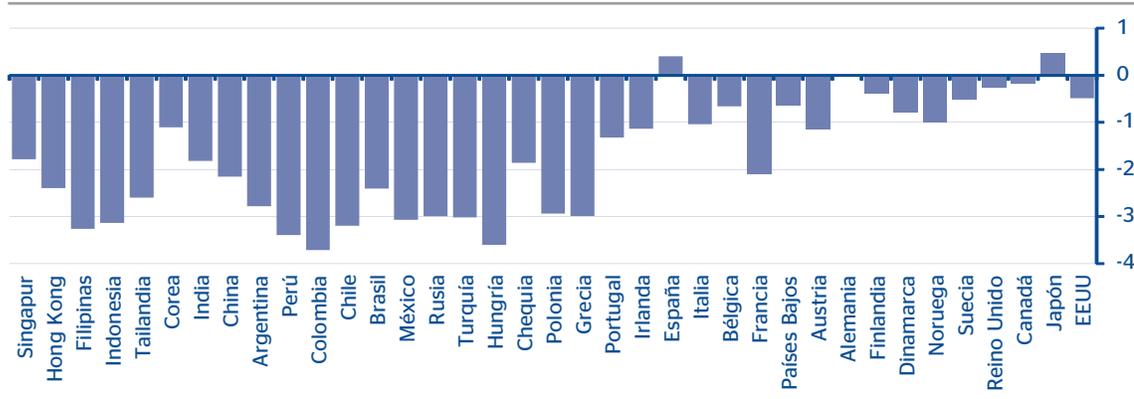


Fuente: BBVA Research

Por otra parte, han caído la volatilidad y las tensiones financieras a nivel global, especialmente en lo que respecta a las economías emergentes de Asia y Latinoamérica, afectadas también por intensas salidas de capital. Las primeras señales de que la Fed podría estar considerando poner punto y final a su programa de expansión monetaria (aun con todas las reservas y el gradualismo adoptados), condujeron a una intensa depreciación de las monedas de los países emergentes, así como intensas salidas de capital (gráfica 9). Estas tensiones financieras vinieron a coincidir con dudas sobre la marcha de estas economías, en medio de una desaceleración que ganaba en intensidad.

Gráfica 9

### Flujos hacia economías emergentes (% sobre el total de activos en cartera, junio 2013)

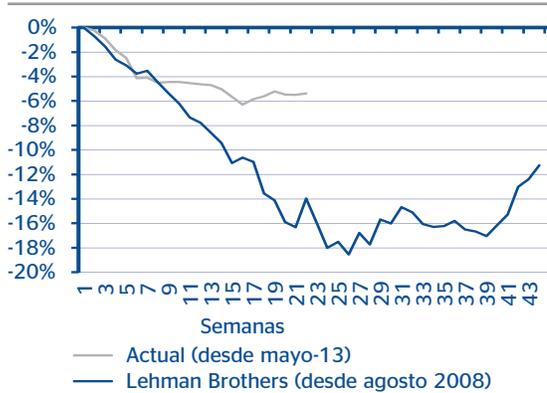


Fuente: BBVA Research con datos de EPFR

La severidad de las salidas de capitales y de la depreciación de las monedas experimentada en los primeros compases tras el anuncio de *tapering*, hizo albergar temores de un “frenazo brusco” en emergentes. Se trata del riesgo de que aquellas economías más dependientes del financiamiento externo a corto plazo vieran cómo éste se secaba bruscamente, pudiendo causar una caída súbita e intensa de la actividad. Sin embargo, el proceso ha ido perdiendo paulatinamente intensidad y, como se observa en el gráfica 10, dista de haber tenido la severidad de la salida de capitales observada tras la quiebra de Lehman Brothers. Al mismo tiempo, las economías emergentes muestran ciertos indicios de recuperación de la confianza y la actividad, tras el freno en los meses centrales del año (gráfica 11).

Gráfica 10

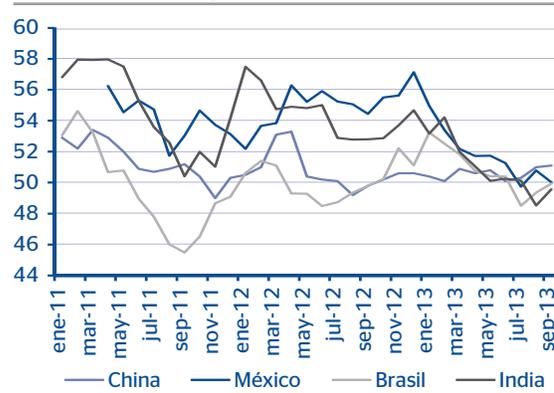
### Flujos en cartera hacia economías emergentes (% total activos, comparado con nivel pre-crisis)



Fuente: BBVA Research con datos de EPFR

Gráfica 11

### Economías emergentes: PMI manufacturero



Fuente: BBVA Research con datos de Haver

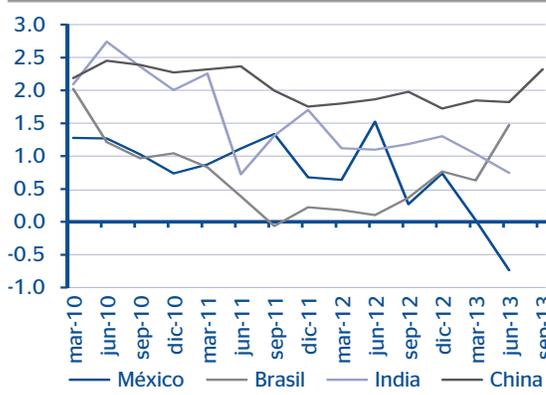
En todo caso, el *tapering* terminará llegando, cambiando un escenario global de inyecciones de liquidez que favorecerían flujos indiscriminados hacia mercados emergentes. El impacto del *tapering* una vez que efectivamente esté en marcha ha de ser, previsiblemente, una mayor discriminación de los flujos hacia economías emergentes de acuerdo a los fundamentales de cada una de ellas (déficit por cuenta corriente, niveles de endeudamiento en moneda extranjera, mayor o menor vencimiento de la deuda a corto plazo, etc.). En todo caso, el tiempo ganado permite disminuir el riesgo de una brusca caída de la actividad, al menos en el corto plazo.

## China vuelve a estimular su crecimiento, pero de una forma más acotada

También en China se han disipado, al menos en el corto plazo, las dudas existentes a comienzos de año sobre la posibilidad de un ajuste brusco en su economía. La economía ha mantenido durante todo el año un alto ritmo de crecimiento, y los datos más recientes (tercer trimestre) apuntan a que el PIB se estaría acelerando (gráficas 12 y 13). Los mejores datos de lo previsto a lo largo de 2013, hacen que se revisen ligeramente al alza las perspectivas anuales, del 7.6% de crecimiento al 7.7%. Aun así, persisten dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en el medio y largo plazo ya que el reciente repunte del crecimiento ha sido resultado de la mejora de la demanda externa, pero también de medidas puntuales de política impositiva y de gasto público con un renovado recurso al crédito. Ello supone que se ha permitido el aumento de las vulnerabilidades financieras, todavía manejables pero que tienen que ser afrontadas. Las prioridades a tratar incluyen el intensivo recurso al crédito de algunos sectores, avanzar en la liberalización del sector financiero doméstico reduciendo el papel del "shadow banking" y reformar el financiamiento regional para afrontar el elevado nivel de deuda de las entidades públicas locales. La apropiada gestión de todo ello debería asegurar una transición suave, un rebalaceo del crecimiento hacia un mayor peso de la demanda interna de consumo de los hogares.

Gráfica 12

### Crecimiento del PIB en economías emergentes (% t/t, corregidos de estacionalidad)



Fuente: BBVA Research con datos de Haver

Gráfica 13

### China: índice de producción industrial (% a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de Haver

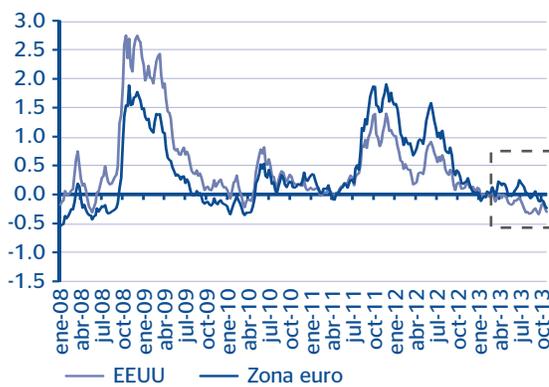
## Mejora la percepción sobre Europa y se disipan los riesgos más extremos. Siguen las reformas hacia una mejor gobernanza y el crecimiento vuelve.

En Europa se han confirmado las previsiones y ha continuado mejorando la situación económica, hasta el punto que la zona euro salió de la recesión en el segundo trimestre de 2013, tras seis trimestres de recesión, con un crecimiento del 0.3%. Los datos más recientes de coyuntura apuntan a que la tendencia se habría mantenido durante el tercer trimestre, cuando la zona euro habría vuelto a registrar unas décimas de expansión. La lectura de los datos es positiva en dos aspectos. Por una parte, en tanto que el reciente rebote se fundamenta no sólo en la demanda exterior, sino también en una mejora de la demanda doméstica. En segundo lugar, la mejora de la actividad no sólo viene impulsada por los países del centro de Europa (con Alemania registrando un crecimiento dinámico, pero también con Francia sorprendiendo recientemente), sino que la mejora se extiende también a la periferia (con España y Portugal saliendo de la recesión, e Italia reduciendo su ritmo de caída), contribuyendo (junto con los progresos hacia la mejora de la gobernabilidad y las reformas) a eliminar los riesgos sistémicos que caracterizaron trimestres anteriores. La recuperación de actividad ha venido facilitada por una disminución de las tensiones financieras en la zona y por una relajación (de facto) de los objetivos de más corto plazo de consolidación fiscal, implícitamente tolerada por las autoridades europeas.

El aumento del PIB en esta parte del año formaba parte de nuestro escenario, y no se ha dado ningún elemento adicional que nos haga cambiar nuestra expectativa de débil recuperación. En 2013 el PIB europeo caerá un 0.4%, para crecer el 1.1% en 2014. Esta débil recuperación resulta consistente con el proceso de desapalancamiento en marcha en el sector privado de algunas de las economías del área y la fragmentación financiera aún vigente, que afecta a la capacidad de oferta de crédito bancario. Por su parte, la política monetaria continuará siendo laxa, compensado en parte el impulso todavía negativo sobre el crecimiento de la política fiscal. Lejos de presiones inflacionistas, el BCE se había mostrado preparado para actuar en caso necesario, bien con una nueva ronda de liquidez a largo plazo para los bancos, o bien como lo hicieron en su reunión más reciente con una nueva rebaja de la tasa de referencia. Al mismo tiempo, los próximos meses serán decisivos en los avances hacia la unión bancaria, con la entrada en funcionamiento del supervisor único, el BCE, y la definición de los mecanismos de resolución bancaria, sobre cuyo modelo de implementación se discute aún.

Gráfica 14

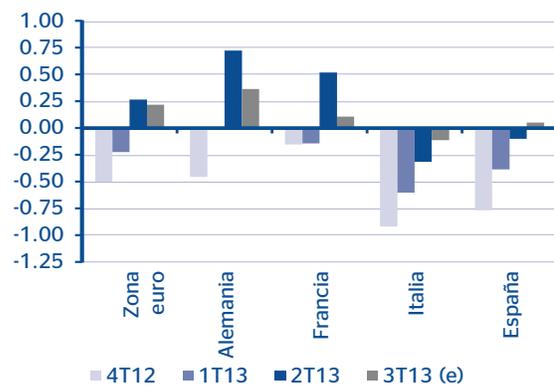
**BBVA Research índice de tensiones financieras**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 15

**Europa: crecimiento del PIB (% t/t)**



Fuente: BBVA Research con datos de Haver

**El acuerdo fiscal en EEUU ha sido un nuevo parche que no afronta la sostenibilidad fiscal a largo plazo y no evita el impacto contractivo en el corto plazo.**

El 16 de octubre se alcanzaba un acuerdo entre los dos partidos en el Congreso y el Senado, por el cual se permitía la re-apertura del Gobierno Federal (tras dos semanas y media de cierre), y se elevaba el techo de deuda. Sin embargo, el acuerdo alcanzado es una mera prórroga de la situación actual, ya que tan sólo incluye que el Gobierno tendrá financiamiento hasta el 15 de enero, mientras que el nuevo techo de deuda será alcanzado el 7 de febrero (aunque podría ser alargado hasta marzo, con medidas “ingeniosas” por parte del Tesoro, como las que vino implementado para alargar anteriores techos de deuda). Adicionalmente, el acuerdo crea un comité de 29 miembros del Congreso y Senado que habrán de proponer un plan antes del 13 de diciembre sobre un horizonte presupuestario a 10 años.

Se avecinan de nuevo intensas negociaciones sobre recortes en gasto discrecional y aumento de impuestos. EEUU, por tanto, vuelve a afrontar un proceso incierto ya vivido durante estos meses y en anteriores ocasiones, algo que no puede dejar de tener consecuencias negativas. Por una parte, existe la percepción de que el enfrentamiento político ha sido demasiado enconado, lo que ha podido tener un impacto en las perspectivas electorales. Esto hace presuponer que se pueda esperar una postura más moderada y más dada a los pactos cuando el plazo de febrero se aproxime. En segundo lugar, el cierre del Gobierno también tendrá consecuencias económicas, no sólo las directas. Es cierto que los mercados han permanecido hasta ahora relativamente inmunes ante la posibilidad inminente de un evento tan disruptivo como una suspensión de pagos del activo libre de riesgo de la economía mundial, convencidos de que de una u otra forma, un evento de tal magnitud sería evitado, mediante algún pacto de última hora, como así ocurrió. Eso no quiere decir que no haya tenido impacto sobre la actividad.

Lo más probable es que el cierre parcial del gobierno durante 16 días haya tenido un impacto directo relativamente marginal en el PIB del trimestre, unas pocas décimas quizá. Sin embargo, la amenaza de continuidad de este proceso puede tener un impacto adicional. Este efecto, más difícil de medir, se daría a través del drenaje de consumo e inversión por parte de consumidores y empresas, ante un aumento de la incertidumbre política relacionada con la capacidad del Gobierno para hacer frente a sus compromisos de gasto. Con todo, consideramos que la decisión que la Fed tenga que tomar sobre cuándo inicia la reducción del programa de compra de activos (entre diciembre y principios de 2014) sólo dependerá de la marcha de la economía. En todo caso continuará una situación en la que las políticas económicas empujan en direcciones contrarias, con una política monetaria laxa, que lo seguirá siendo por un largo periodo de tiempo, y una política fiscal innecesariamente contractiva en el corto plazo. Así, el déficit público en EEUU habrá caído sin presión del mercado (al contrario que en Europa), desde el 6.8% en 2012 hasta el 4.0% en 2013, lo que puede suponer un drenaje de 1.3 puntos porcentuales de crecimiento del PIB en 2013. Y ello, sin abordar los retos de largo plazo de sostenibilidad fiscal de la economía americana.

### **Riesgos en la previsión: sesgados a la baja pero a priori con menor probabilidad y menor impacto**

Los riesgos sobre el escenario de recuperación moderada con contribución creciente de las economías avanzadas y sostenida de las emergentes se han visto reducidos. Ello no quita que el balance de riesgos continúe sesgado a la baja, dada la existencia todavía de diversos factores. Cabe señalar en primer lugar por su carácter la posibilidad de una “salida desordenada” del QE de la Fed, que pueda generar un incremento excesivo de las tasas de interés (en EEUU, y en otros países), que no fuese resultado de mejoras en las perspectivas de crecimiento o de inflación, sino por incertidumbre sobre el ritmo de salida planeado por la Fed. Unas condiciones financieras demasiado tensas para el resto del mundo, podrían abortar una recuperación global no especialmente fuerte, particularmente en la zona euro. Además, cabe señalar también como riesgo la resolución de las cuestiones fiscales en EEUU, presupuesto y techo de deuda, ahora pospuesto hasta el primer trimestre de 2014. Las negociaciones que los partidos han de llevar a cabo hasta entonces son potencial fuente de incertidumbre y pueden, suponer lastres adicionales en caso de que se intensifique el drenaje fiscal.

En segundo lugar, cabe identificar como factor de riesgo el posible ajuste en el crecimiento de China y de otras economías emergentes. Esto podría ser el resultado de factores idiosincráticos, pero también resultado de los dilemas que a los que se tienen que enfrentar las políticas domésticas en un entorno financiero global más tenso. Aunque como se ha visto recientemente, la diferenciación entre economías es relevante, y no cabe esperar una interrupción de la recuperación en marcha si no se dan escenarios financieros tan adversos como los registrados entre finales de 2008 y 2009.

Finalmente, hay que seguir señalando como riesgo global el resurgimiento de la crisis del euro. Las autoridades han de sostener la buena percepción de los mercados con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, en particular en su faceta bancaria. Con todo, son diversos los elementos que podrían hacer que la mejor percepción cambiase. Algunos países periféricos se encuentran en una situación de “cansancio”, de falta de consenso político que podría conllevar un freno en las reformas necesarias. En este sentido, las negociaciones sobre los programas de Portugal y Grecia pueden ser fuente de incertidumbre. Además, en breve se iniciarán los trabajos de revisión de los balances bancarios y prueba de resistencia a escenarios de riesgo, necesarios para la puesta en marcha del supervisor bancario único, el BCE. Finalmente, como muestran pasadas experiencias, desacuerdos en la definición de políticas que fortalezcan el área del euro, en este caso los mecanismos de resolución de entidades bancarias, pueden producir tensiones y volatilidad en los mercados financieros.

# 3 México: lo peor de la desaceleración quedó atrás

## 3.1 Actividad: recuperación al final del año con expectativas de mayor crecimiento para 2014

La primera mitad del año se caracterizó por una desaceleración que contribuyó a una revisión a la baja en el pronóstico de crecimiento económico; no obstante, en la segunda mitad la senda de crecimiento se ha retomado. La actividad económica durante el primer trimestre creció 0.03% y decreció (-)0.74% en el segundo con respecto a los trimestres anteriores (véase gráfica 16). Para el tercer trimestre de 2013 se espera una expansión levemente por debajo del crecimiento trimestral de 1.0% estimado al inicio del año (véase gráfica 17). La mejora en la segunda parte del año proviene principalmente de un repunte de la demanda externa, particularmente derivado del buen desempeño del sector industrial de los Estados Unidos que importará más productos nacionales. Aunque con menor contribución al crecimiento, también una mayor inversión y gasto público, por efecto de los procesos de reconstrucción debido a los desastres naturales, arrastrará positivamente el crecimiento económico hacia finales de 2013 y principios de 2014. Así, el crecimiento anual para 2013 y 2014 se estima en 1.2% y 3.1% anual, respectivamente.

El bajo crecimiento de inicios del año muestra la necesidad de abordar los importantes retos que tiene la economía mexicana para lograr un crecimiento económico sostenido. Entre ellos destacan la baja productividad de la economía; el amplio sector informal (59% de la población ocupada); la creciente percepción de inseguridad y los costos vinculados a ella (de acuerdo con el INEGI, en 2012 el costo total de la inseguridad y el delito en los hogares mexicanos representó un monto de 215 mil millones de pesos; es decir, 1.34% del PIB.); y la escasez de recursos para la innovación, ciencia y tecnología (en México se invierte el 0.45% del PIB vs 2.3% del PIB en promedio en los países de la OCDE). La serie de reformas presentadas por el ejecutivo en 2013 buscan resolver estas limitantes; sin embargo, el trayecto por recorrer es todavía largo y encaminar a México hacia una ruta de crecimiento y desarrollo sostenido dependerá fuertemente de los consensos alcanzados por las principales fuerzas políticas del país representadas en el Congreso, la voluntad del Ejecutivo y de una decidida participación ciudadana.

Gráfica 16

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



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 17

**Indicador Global de Actividad Económica**  
(Variación % t/t)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI. El dato de septiembre fue estimado.

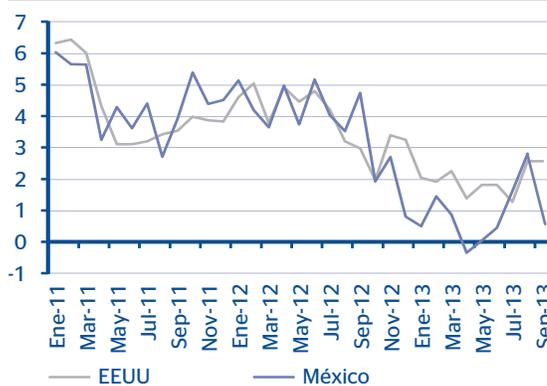
La expansión del primer semestre fue menor a lo previsto originalmente debido a una importante moderación en la actividad económica del sector industrial, vinculada a la disminución de la demanda externa, y a una desaceleración de la demanda interna relacionada con un débil mercado laboral.

Con base en el IGAE (Indicador Global de Actividad Económica) y con cifras desestacionalizadas, en promedio hasta el mes de agosto la industria decreció (-)0.7% a/a, la agricultura apenas aumentó 0.2% a/a y los servicios crecieron a razón de 2.5% a/a. Las manufacturas y el sector de la construcción mostraron en la primera mitad del año una desaceleración y contracción, respectivamente, que no se habían observado desde la crisis de 2009. El crecimiento promedio de las manufacturas hasta el mes de junio alcanzó el 0.7% a/a. En tanto, de julio a septiembre éstas aumentaron en promedio 2.3% a/a. Esto se relaciona en buena medida con la menor demanda externa, ya que la producción industrial de los Estados Unidos aumentó moderadamente, en particular la producción manufacturera tuvo un crecimiento promedio al mes de septiembre de 2.0% a/a, por debajo del 3.9% a/a en 2012 (véase gráfica 18). En el sector de la construcción la caída ha sido muy marcada. En promedio al mes de septiembre este sector cayó (-)4.1%, lo cual está relacionado con un menor dinamismo del gasto del sector público y una caída en la inversión en construcción privada, debido principalmente a la disminución de la edificación residencial (cerca de la mitad del valor bruto de la producción en edificación corresponde a vivienda). Se espera que en lo que resta del año la recuperación de este sector sea muy pausada.

De acuerdo con el IGAE al mes de agosto de 2013, se estima una dinámica económica más favorable hacia el tercero y cuarto trimestres. Después de varios meses de desaceleración e incluso de retrocesos, el crecimiento mensual de la industria recuperó terreno y para agosto se ubicó en 0.5% m/m y los servicios crecieron 0.4% m/m, aunque la agricultura continuó en declive con un (-)0.7% m/m. Con ello, el IGAE alcanzó en agosto un crecimiento de 1.4% a/a.

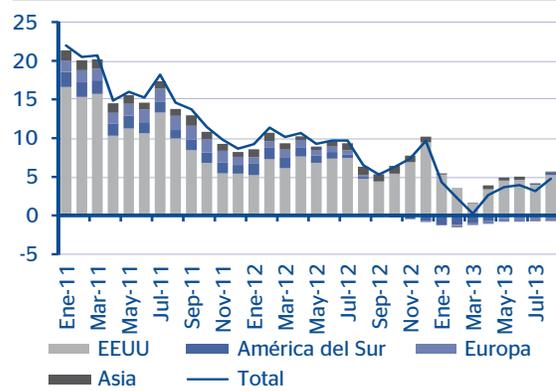
Adicionalmente, en septiembre de 2013 las exportaciones de bienes, con cifras desestacionalizadas, registraron un aumento interanual del 4.3%, luego de exhibir contracciones en los meses de enero, febrero y abril. Las exportaciones no petroleras en septiembre mostraron un aumento relevante (7.2% anual), aunque las exportaciones petroleras se han rezagado (-12% anual).

Gráfica 18  
**Producción manufacturera de México y EEUU (Variación % a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 19  
**Exportaciones manufactureras por destino (Variación % a/a y contribución al crecimiento)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Por destino, el 79.1% de las exportaciones manufactureras al mes de agosto fueron a los Estados Unidos. La menor demanda ha implicado una moderación de su crecimiento desde el 8.8% a/a en promedio en 2012 hasta el 4.9% en el periodo enero-agosto de 2013. En América del Sur, Europa, Asia y resto del mundo, zonas a donde se dirige el restante 20.9% de las manufacturas producidas en México, se han observado caídas más acusadas. Destacan por ejemplo los casos de las exportaciones a América del Sur donde la expansión de 2012 fue de 7.0% a/a mientras que en el periodo enero-agosto se ubicó en (-)4.1%; Europa donde esta comparación es de 6.9% vs (-)8.2% y en el resto del mundo en donde cayeron

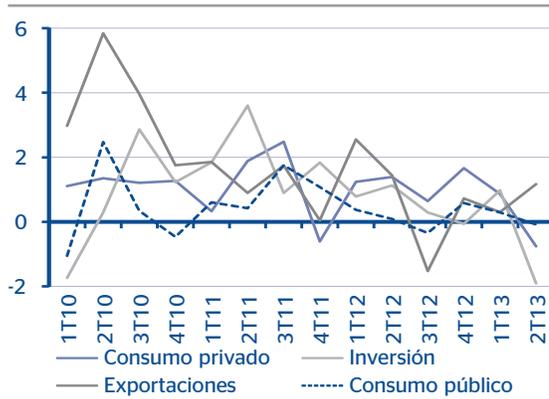
las exportaciones de 5.4% en promedio en 2012 a (-)3.4% en el mismo periodo (véase la gráfica 19). A diferencia de la mayoría de ramas manufactureras exportadoras, la industria automotriz mantuvo el crecimiento de sus exportaciones, al crecer en promedio 2.6% en el periodo enero-septiembre, aunque sensiblemente inferior al promedio de 2012 de 12.7%.

Las importaciones, también con cifras desestacionalizadas, en septiembre registraron un incremento interanual del 2.7%, debido principalmente al aumento en las importaciones de bienes de consumo (6.1%) e intermedios (3.2%), pero destacó la caída de (-)5.2% en la importación de bienes de capital. Con ello, la balanza comercial en septiembre tuvo un saldo positivo de 604.4 millones de dólares, por lo que en términos acumulados de enero a septiembre se tuvo un saldo negativo de 4,416 millones de dólares, equivalente a 0.4% del PIB.

Por el lado de la demanda interna persiste un desempeño débil de factores que han contribuido a la caída en el consumo privado (véase gráfica 20), como son la menor creación de empleo, la poca variación en salarios reales, y la menor entrada de divisas por concepto de remesas. La creación de empleo formal anual disminuyó de 711 mil 708 personas en diciembre de 2012 a una creación anual de 475 mil 750 plazas en septiembre de 2013, con lo cual el número de trabajadores afiliados al IMSS alcanzó los 16 millones 508 mil 845 personas (véase gráfica 21). Además, los salarios reales se han mantenido sin cambio respecto al año anterior y la tasa de desempleo abierto sigue en aumento, al pasar de 5.17% en agosto a 5.29% en septiembre de este año. Por su parte, las remesas familiares experimentaron una caída de (-)6.2% de enero a septiembre en relación con el mismo periodo del año anterior. No obstante, el dato de remesas familiares al mes de septiembre evidencia cierta recuperación del nivel de empleos en los Estados Unidos. De acuerdo con el Departamento del Trabajo en aquel país, la tasa de desempleo se ubicó para el mes septiembre en 7.2%, la menor desde finales de 2008, lo que podría haberse reflejado en un comportamiento más favorable del empleo de los migrantes mexicanos en ese país, de donde proviene la mayor parte de las remesas enviadas a México. Además, la depreciación del peso observada en septiembre respecto a los dos meses previos pudo también generar incentivos positivos para que se enviaran más remesas a México. Así, en septiembre este ingreso alcanzó los 1,740.7 millones de dólares.

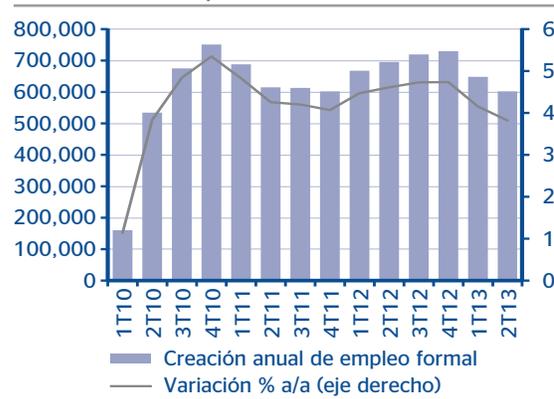
En el período enero-junio, la inversión extranjera directa (IED) recibida sumó 23,846.6 millones de dólares, frente a los 15,453.3 millones de dólares en todo el 2012, principalmente por los ingresos de la venta del grupo Modelo, por lo que este año puede considerarse como atípico. Los flujos de IED se canalizaron a la industria manufacturera (83.4%); comercio (7.6%); construcción (2.6%); servicios profesionales, científicos y técnicos (1.8%); transportes (1.8%); y otros sectores (2.9%).

Gráfica 20  
**Componentes de la demanda agregada**  
(Variación % t/t)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 21  
**Empleo en el sector formal privado**  
(Variación % a/a y creación anual)



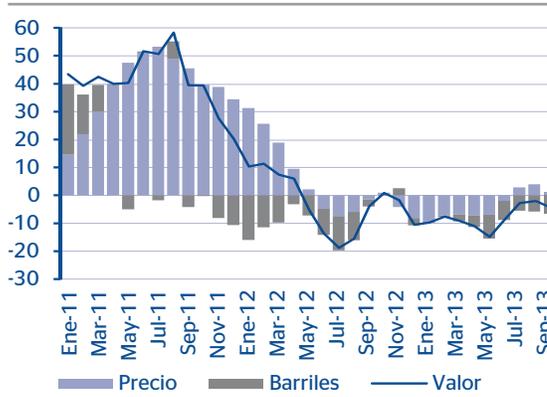
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Por otra parte, los ciclones "Ingrid" y "Manuel", que alcanzaron posteriormente la categoría de huracán, afectaron a casi dos tercios del territorio del país y provocaron daños y pérdidas que reducirán el PIB real estimado para 2013 en poco menos de 0.1 puntos porcentuales. Esto es así porque los gastos de la atención a la emergencia, la mayor cantidad de agua en presas (para riego, abastecimiento de agua y generación eléctrica) y el proceso de reconstrucción compensarán parcialmente la pérdida inicial. Además, para 2014 puede esperarse un efecto positivo proveniente del mayor dinamismo de las actividades de reconstrucción (véase recuadro 1).

En el tema de las finanzas públicas, de acuerdo con datos de la SHCP, de julio a septiembre de 2013, los ingresos presupuestarios del gobierno bajaron en términos reales 0.1%, respecto a igual periodo de 2012. Para el cierre del presente ejercicio, las autoridades fiscales esperan un faltante de ingresos tributarios respecto a lo programado por 15,700 millones de pesos y una reducción de ingresos petroleros de 49,700 millones de pesos, principalmente por la declinación de la producción (véase gráfica 22). Hasta el mes de septiembre el gasto total neto del sector público presupuestario aumentó 0.4% en términos reales con relación al mismo periodo de 2012. Con ello, el déficit público total acumulado a septiembre alcanzó los 188 mil 400 millones de pesos (sin considerar PEMEX), lo que es consistente con un déficit de 0.4% del PIB, propuesto en el Paquete Económico de 2014. Al término del tercer trimestre de 2013, la deuda neta del sector público federal fue equivalente al 35.1% del PIB, es decir, 1.8 puntos porcentuales superior a la registrada en diciembre de 2012, y representa el mayor porcentaje desde 1990. Este incremento se debió principalmente al aumento de la deuda interna, que pasó del 23.4% al 24.7% del PIB en iguales periodos. En tanto, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público fue equivalente a 38.7% del PIB, 2.1 puntos porcentuales superior al cierre de 2012. Estos niveles de deuda se comparan favorablemente a nivel internacional con países de igual o mayor grado de desarrollo. Para 2014 se aprobó un déficit fiscal de 1.5% del PIB (sin considerar PEMEX), que se espera vaya disminuyendo de forma paulatina, asegurando así la estabilidad fiscal. Es importante que las necesidades de financiamiento del sector público se vayan reduciendo progresivamente dado que podrían llegar a disminuir el financiamiento al sector privado (véase recuadro 2).

Gráfica 22

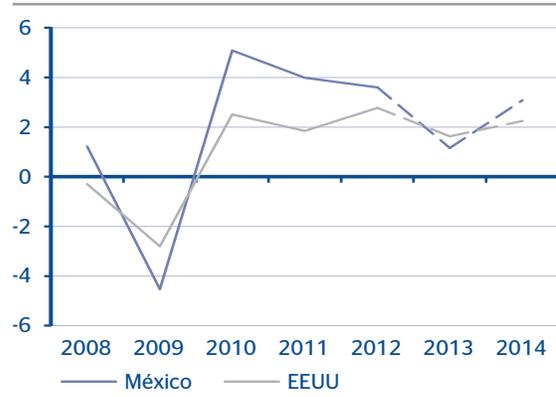
**Producción petrolera**  
(Variación % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 23

**PIB de México y Estados Unidos**  
(Variación % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Este ha sido un año en que se ha avanzado en la implementación de reformas estructurales. Como paso inicial para este proceso los partidos políticos firmaron el 2 de diciembre de 2012 el Pacto por México, el cual se concentró en buscar acuerdos en cinco áreas: sociedad de derechos y libertades; crecimiento económico, empleo y competitividad; seguridad y justicia; transparencia, rendición de cuentas y combate a la corrupción; y gobernabilidad democrática. En el marco de este pacto, a lo largo de 2013 se aprobaron reformas en diversos ámbitos y otras están en discusión o en espera de su reglamentación secundaria. No obstante, es importante que el esfuerzo reformista continúe y la implementación de las reformas aprobadas se consolide. Adicionalmente, de forma paralela a dichas

reformas se pueden promover áreas en las que el país ha avanzado lentamente y dificultan el ambiente para hacer negocios. Por ejemplo, el estudio Doing Business 2014, elaborado por el Banco Mundial, reporta que México se ubicó en la posición 53 de 189 países evaluados, es decir dos lugares menos que en el año anterior, debido a retrocesos en el indicador de apertura de un negocio (México cayó siete posiciones del lugar 41 al 48) y en registro de propiedades (ubicado en la posición 150).

Para el próximo año el panorama es más favorable, aunque existen retos que superar. Por una parte, estimamos una recuperación de la actividad en México a partir del tercer trimestre debido a una mayor ejecución del gasto e inversión pública, vinculado en parte a las obras de reconstrucción originadas por los desastres naturales; por una leve recuperación de empleo formal, lo que favorecerá el incremento del consumo privado; y un mejor desempeño de la economía estadounidense y la consecuente demanda de bienes y servicios mexicanos. Por otra parte, es importante seguir afrontando los retos de la economía, como son aumentar la productividad, reducir la informalidad, disminuir la inseguridad, mejorar el mercado laboral, impulsar una educación de calidad y fortalecer la innovación, investigación y el desarrollo científico-tecnológico. El balance actual de todos los factores económico analizados contribuirán a que el crecimiento económico de México para 2013 sea de 1.2% y se acelere por arriba de 3.0% en 2014 (véase gráfica 23).

**Recuadro 1: Efectos económicos de las recientes inundaciones ocasionadas por las tormentas “Ingrid” y “Manuel”**

Los ciclones “Ingrid” y “Manuel”, que alcanzaron posteriormente la categoría de huracán, originados en el Atlántico y en el Pacífico, respectivamente, afectaron a dos tercios del país simultáneamente. Un fenómeno que no se veía desde hace 50 años. Lo anterior es muy relevante, ya que según datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), en estas entidades se concentra el 74.4% del PIB nacional. Esto provocó una lamentable pérdida de vidas y afectaciones cuantiosas en México.<sup>1</sup>

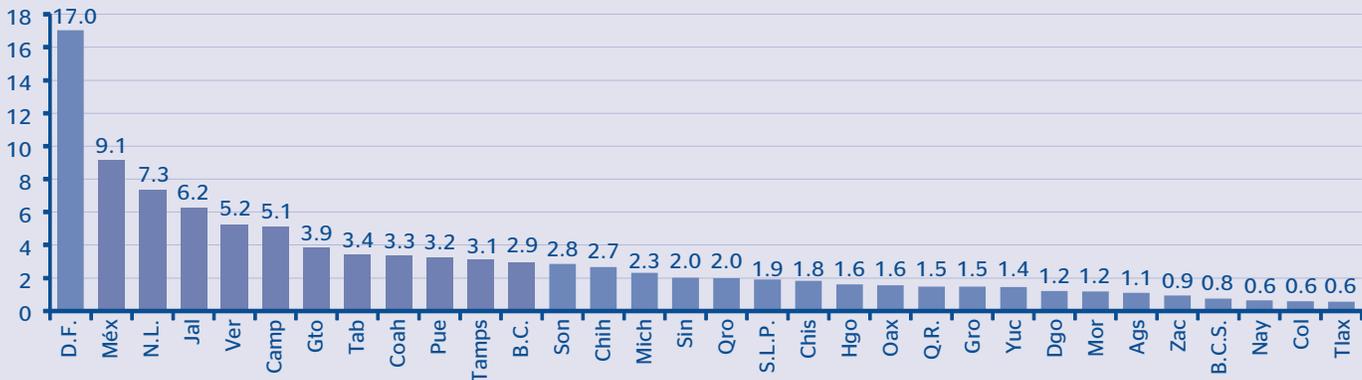
De acuerdo con el Banco Mundial, la exposición de México a los desastres va en aumento. Al mismo tiempo que el desarrollo económico de México mejora la calidad de vida de sus ciudadanos, el crecimiento de los activos de México y de su población se traduce en creciente exposición a desastres naturales. Con una tendencia de la población de bajos ingresos a residir en zonas de mayor riesgo, estas cifras dejan ver el incremento significativo de exposición de una población de por sí muy vulnerable.

cantidad de agua en presas (para riego, abastecimiento de agua y generación eléctrica) y el proceso de reconstrucción compensarán parcialmente la pérdida inicial. Además, para 2014 puede esperarse un efecto positivo proveniente del mayor dinamismo de las actividades de reconstrucción. El impacto, si bien será limitado, agravará ligeramente el panorama de la economía mexicana ante la desaceleración económica experimentada durante el primer semestre del año.<sup>2</sup>

La afectación adquiere mayor relevancia si se toma en cuenta un efecto acumulado por los fenómenos meteorológicos que han afectado al país en los últimos diez años. La evidencia sugiere que Estados mejor preparados ante la posibilidad de la aparición de fenómenos naturales extremos y que cuentan con seguros que cubren una proporción de las pérdidas ocasionadas por estos eventos se recuperan más rápido que entidades que no los poseen.

Gráfica 24

**Producto interno bruto por entidad federativa en México (Participación porcentual)**



Fuente: BBVA Research con datos del INEGI.

En conjunto, los daños y pérdidas (con cifras preliminares) causados por los desastres serían equivalentes a 0.1% del PIB corriente de 2012. Considerando los recursos adicionales para la reconstrucción con mejoras y reubicación de familias se estima que los costos de los desastres podrían alcanzar el 0.2% del PIB de 2012. Esto provocará una reducción del PIB real estimado para 2013 de menos de 0.1 puntos porcentuales, ya que los gastos de la atención a la emergencia, la mayor

El impacto de los recientes desastres, si bien no es capaz por sí solo de alterar el ritmo de crecimiento del país, si lo es su efecto acumulado, ya que se puede llegar a afectar la senda de crecimiento tendencial de largo plazo al destruir capital, desviar recursos, y generar mayores presiones fiscales. En términos de las finanzas públicas los desastres provocaran una mayor presión sobre los escasos recursos destinados a atender desastres debido a los costos por la

<sup>1</sup> Véase el Flash México: Efectos económicos de las recientes inundaciones, del 26 de septiembre de 2013.

<sup>2</sup> El impacto macroeconómico se estimó con la información disponible hasta el 26 de septiembre de 2013 y siguiendo en la medida de lo posible la metodología internacional para la evaluación socioeconómica de los desastres de la CEPAL. Las estimaciones presentadas se realizaron a partir de la información oficial disponible así como de los datos ofrecidos por fuentes del sector privado.

atención de emergencia, y la rehabilitación y reconstrucción de la infraestructura pública dañada. Adicionalmente, se estima una pequeña reducción en la captación impositiva generada por una menor actividad económica de las comunidades incomunicadas y por las facilidades fiscales otorgadas a los damnificados. La Secretaría de Hacienda anunció la puesta en marcha de diversos apoyos fiscales para contribuyentes afectados en zonas de desastre por las inundaciones. Estos incluyen apoyos al sector turístico de Guerrero por 15 millones de pesos, la exención de los pagos provisionales del Impuesto sobre la Renta (ISR) y del Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU) de agosto, septiembre y octubre. A los pequeños contribuyentes los exime de la obligación de efectuar pagos definitivos del ISR, IETU y de Impuesto al Valor Agregado (IVA) de julio a octubre y deducirá inmediatamente al 100% las nuevas inversiones de activo fijo, realizadas entre el 15 de septiembre y el 30 de noviembre del 2013. También se darán incentivos fiscales a los sectores agrícola, ganadero, pesquero y silvícola y permitirá que el ISR retenido a los trabajadores se entere en zonas afectadas hasta noviembre y diciembre de este año, entre otros apoyos.

Debido a los desastres, inicialmente se estimaba un aumento temporal de la inflación en el país provocado por los desabastos temporales en zonas rurales y urbanas afectadas, las cuales se originaron por la interrupción de algunos tramos carreteros durante la eventualidad y por la pérdida parcial de cosechas hacia finales de año. No obstante, ni la inflación de la segunda quincena de septiembre ni la de octubre registraron impacto alguno en los precios agropecuarios, por lo que el efecto de los huracanes en la evolución de los precios no fue relevante. También se estima que el aumento del desempleo en las zonas afectadas será en parte contrarrestado por las actividades de rehabilitación y reconstrucción, por lo que el impacto negativo en este rubro será temporal. Por lo general este tipo de eventos tiende a aumentar la pobreza de las familias en las zonas afectadas; sin embargo, no se cuenta con información para

hacer una estimación al respecto. Con todo, la recuperación de los medios de vida y la superación de la pobreza en estos casos depende de la efectividad de las medidas que se adopten para lograr que la economía de las zonas afectadas se recupere. El impacto sobre el sector externo se verá más claramente al tener información completa sobre las zonas turísticas afectadas, como Acapulco, y de las regiones exportadoras de bienes y servicios, tal es el caso de las regiones productoras de legumbres en el Estado de Sinaloa. Por el lado de las importaciones, es posible que haya un repunte proveniente de la compra de materiales y medicamentos requeridos para la atención médica de damnificados, aunque no será significativo en términos del valor total de las importaciones.

Los recursos disponibles en el Fondo de Desastres Naturales (Fonden) son de alrededor de 12,507 millones de pesos (2,800 millones de pesos de remanentes de años anteriores, 3,500 del presupuesto de 2013 y 6,207 son nuevos recursos). Sin embargo, estos serán insuficientes para atender la emergencia y las actividades de reconstrucción y recuperación de los medios de vida de las miles de familias afectadas. Los recursos adicionales tendrían que provenir de una redistribución del presupuesto o de un mayor endeudamiento.

Ante este escenario se hace indispensable fortalecer los sistemas de protección civil estatales y federales e impulsar una cultura del aseguramiento (del patrimonio de las familias, de zonas de cultivo, infraestructura pública, bienes agropecuarios, e instalaciones públicas) para reducir los efectos negativos de la pérdida de patrimonio, producción y medios de vida de miles de personas afectadas por los desastres. Adicionalmente, es importante fortalecer los programas con los que México cuenta para la adaptación y mitigación al cambio climático, usar con eficiencia y transparencia los recursos para la atención a los desastres, así como fortalecer los esquemas de reordenamiento territorial y disminución de la degradación ambiental para reducir el riesgo de desastres.

**Recuadro 2: Análisis del impacto del financiamiento gubernamental sobre el crédito al sector privado**

Durante la última década la composición del financiamiento gubernamental ha sufrido varios cambios, especialmente, a favor de un mayor endeudamiento interno en sustitución de un financiamiento externo. En el periodo 2001 a 2008, la deuda emitida en el país pasó de 13.6% a 25.4% del PIB; mientras que la deuda en moneda extranjera se redujo de 9.2% a 4.4% del PIB. Posteriormente, de 2008 a 2012, ambas fuentes de financiamiento crecieron, no obstante el crecimiento del endeudamiento interno llegó a 35.67%<sup>1</sup> del PIB, mientras que el del financiamiento en moneda extranjera alcanzó el 7.52%<sup>2</sup> del PIB.

Investigaciones previas económicas para países en desarrollo encuentran que un alto nivel de financiamiento gubernamental se asocia con un desplazamiento del crédito bancario que se le asigna al sector privado.<sup>3</sup> Dada esta evidencia y el crecimiento reciente del endeudamiento interno gubernamental en México resulta relevante conocer si el aumento de dicho endeudamiento ha generado un desplazamiento del crédito al sector privado en México. Sobre todo considerando que éste es un importante apoyo para el crecimiento en un entorno de desaceleración económica global.

En este análisis se evalúa el comportamiento del crédito con base en un enfoque cuantitativo, en donde el volumen del crédito del sistema bancario (y semibancario) al sector privado depende del financiamiento captado por el gobierno.<sup>4</sup> En concreto, con el objetivo de analizar y cuantificar la existencia de un posible desplazamiento del crédito al sector privado a partir del incremento del financiamiento público, el presente estudio realiza un análisis econométrico basado en el propuesto por Emran y Farazi (2009), donde se establece una ecuación de regresión múltiple de la siguiente forma:

$$C_t = \alpha_0 + \beta_1 G_t + \beta_2 Y_t + \beta_3 F_{t-1} + \beta_4 I_t + \beta_5 R_t + \varepsilon_t$$

donde  $C_t$  es el crédito bancario al sector privado  $G_t$  el financiamiento gubernamental,  $Y_t$  el logaritmo del PIB,  $F_{t-1}$  el ahorro financiero,  $I_t$  la calidad institucional,  $R_t$  la tasa de interés de valores privados de corto y mediano plazo,  $t$  se refiere al periodo de tiempo, y  $\varepsilon$  al error. Las series son trimestrales y la muestra abarca el periodo del primer trimestre de 2001 hasta el cuarto trimestre de 2012 debido a la disponibilidad de datos.

Debido a que las series utilizadas no son estacionarias, se utiliza la metodología de cointegración, la cual implica la existencia de una relación de equilibrio entre el crédito bancario al sector privado y el financiamiento gubernamental en el largo plazo. El parámetro relevante en el estudio es aquel que mide el efecto en el crédito bancario al sector privado ante cambios en el financiamiento gubernamental ( $\beta_1$ ). En particular, un desplazamiento del crédito privado implicaría un coeficiente con signo negativo ( $\beta_1 < 0$ ).

De acuerdo con los resultados de las estimaciones, el valor del coeficiente del financiamiento gubernamental es de -0.12 y significativamente diferente de cero. En consecuencia, cuando el gobierno pide prestado un 1.0% adicional del PIB, reduce el crédito que otorgan los bancos al sector privado en alrededor de 0.12% del PIB. El resto de los coeficientes de las variables de la estimación tuvieron en general los signos esperados. Adicionalmente, al utilizar como variable dependiente el financiamiento privado los resultados en general se mantienen al mostrar un efecto desplazamiento menor a la unidad.<sup>5</sup>

Estos resultados indican que el incremento en el endeudamiento gubernamental ha influido en un menor crecimiento del crédito privado, lo que a su vez, y dada su dependencia con el crédito, podría tener efectos sobre la inversión. No obstante, es necesario tomar con reserva estos resultados, dado que durante el periodo analizado tuvieron

<sup>1</sup> Para el año 2013 el Plan Anual de Financiamiento establece en sus objetivos, buscar activamente fuentes de financiamiento externas en los mercados de capital y modificar la composición de la deuda gubernamental para percibir los beneficios que produce el uso adecuado del crédito externo.

<sup>2</sup> El crecimiento del endeudamiento en moneda extranjera estuvo influido por la inclusión de la deuda mexicana dentro del índice de bonos globales conocido como World Global Bond Index, para el cual es necesario que la suma de emisiones sea al menos USD 20,000 millones y que cada emisión deba tener en circulación un mínimo de USD1,000 millones.

<sup>3</sup> Entre los que destaca: Fayed (2012), y Bevan y Adam (2001).

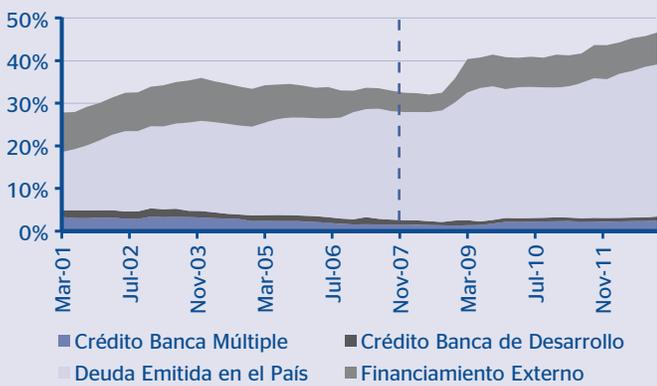
<sup>4</sup> De acuerdo con la literatura se puede analizar la existencia de un desplazamiento del crédito privado por parte del financiamiento público a partir de dos principales enfoques. El primero se basa en los efectos del aumento en el financiamiento gubernamental sobre la tasa de interés de equilibrio. Esta relación, sin embargo, resulta no significativa tanto en países desarrollados, como en países en vías de desarrollo de acuerdo con estudios empíricos. El segundo, denominado enfoque cuantitativo, se basa en el volumen de crédito en el sistema bancario y parte de la premisa de que la presencia de un desplazamiento en el crédito no implica que si el gobierno pide prestado un peso más, el sistema bancario se queda con un peso menos para el sector privado, sino que los bancos responden a un cambio en el endeudamiento del gobierno mediante la optimización en términos de riesgo-rendimiento de su portafolio de activos y pasivos. De tal manera que ante una mayor demanda de financiamiento por parte del sector gubernamental, se pueden derivar dos posibles escenarios: 1) que el acceso a activos libres de riesgo emitidos por el gobierno permitan a la banca tomar mayor riesgo y por lo tanto, incrementar el nivel de créditos hacia el sector privado (i.e. efecto diversificación de riesgo); y 2) que el crédito al sector privado disminuya (i.e. efecto desplazamiento), esto sujeto a sus condiciones de regulación, capital, liquidez e institucionales.

<sup>5</sup> El financiamiento privado comprende el crédito bancario y no bancario a las empresas, el consumo y la vivienda.

lugar diversos cambios regulatorios e institucionales que pudieron influir tanto en el sentido como en la magnitud de las estimaciones al afectar las decisiones que toman los distintos agentes que proveen financiamiento. Entre estos cambios podemos contar: 1) el proceso de capitalización de la banca mexicana por parte de instituciones financieras internacionales, 2) la evolución de la regulación bancaria a nivel nacional e internacional, 3) el cambio en el régimen de inversión de las afores que permitió que se fuera flexibilizando a través del tiempo, y 4) la evolución en la medición del riesgo en el sistema financiero mexicano.

Gráfica 25

**Componentes del financiamiento Gubernamental (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research con datos de Banco de México

**Referencias**

Blanchard O. (2007), "Entry in Crowding Out", The New Palgrave Dictionary of Economics, 2007.

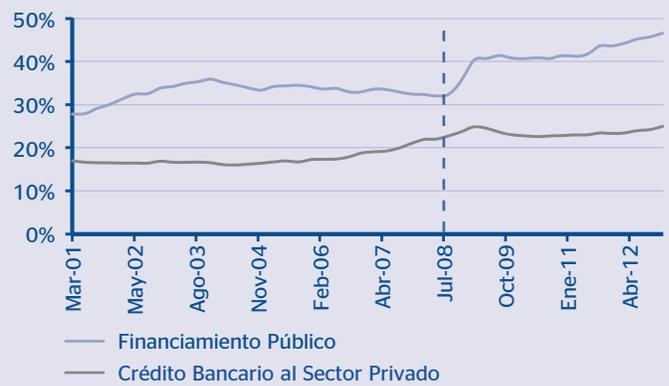
Bevan, D. L. y Adam C. S. (2001), "Fiscal Policy Design in low-income Countries", UNU-WIDER, 2001.

Emran M. S. y Farazi S. (2009), "Lazy Banks? Government Borrowing and Private Credit in Developing Countries", Institute for International Economic Policy Paper Series, 2009.

Fayed M. E. (2012), "Crowding Out Effect of Public Borrowing: The Case of Egypt", 2012.

Gráfica 26

**Financiamiento al sector público y crédito bancario al sector privado (% del PIB)**



Nota: El crédito bancario al sector privado incluye a la banca comercial y pública, el Infonavit, Fovisste, y sofores reguladas.  
Fuente: BBVA Research con datos de Banco de México

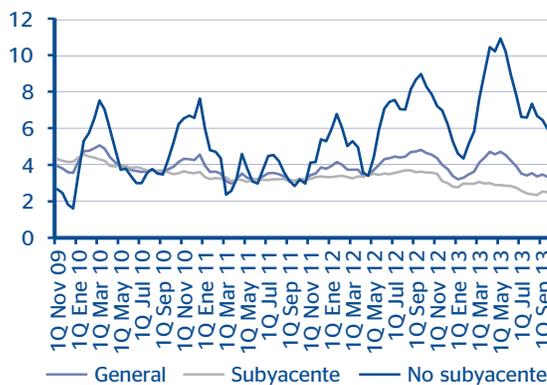
## 3.2 Favorable comportamiento de la inflación en 2013; el próximo año repuntará por el choque de oferta fiscal y por la gradual recuperación económica

Anticipamos que la inflación general se ubicará en diciembre de 2013 en torno a 3.5%, su menor nivel de cierre desde 2005. En enero de 2014, un nuevo choque de oferta, en esta ocasión derivado de los cambios fiscales, provocará un rebote de la inflación general hacia niveles cercanos al 4.0%, retomando a partir de febrero una tendencia decreciente para ubicarse durante 2014 en promedio en torno a 3.6%, ligeramente menor a su nivel promedio durante 2013. El pronóstico para la inflación subyacente anual considera que para el resto de 2013 continuará cercana a sus niveles mínimos históricos y cerrará el año en 2.6%. Para 2014 consideramos que se mantendrá por debajo de 3.0% en 1S14 y un poco por encima de este nivel en la segunda mitad del año. Para todo el año anticipamos que promediará 2.9%, ligeramente por arriba del promedio de 2013 (2.7%).

Si consideramos la inflación subyacente, la que mejor indica el comportamiento de mediano plazo del crecimiento de los precios, el desempeño de la inflación durante 2013 ha sido muy favorable. Su tendencia ha sido decreciente a lo largo del año, favorecida por la debilidad del ciclo económico y la consecuente holgura que se ha traducido en ausencia de presiones de demanda sobre los precios. En todos los trimestres del año la inflación subyacente promediará menos de 3.0%: 2.95% en 1T13, 2.87% en 2T13, 2.46% en 3T13, y 2.55% esperado para el 4T13. Este buen desempeño ha sido posible por la evolución de la inflación de las mercancías que se ha moderado de manera continua desde noviembre de 2012 (gráfica 28). A su interior, la moderación ha obedecido tanto al menor incremento de los precios de los alimentos como del resto de las mercancías. La moderación de los precios de los componentes de la inflación subyacente de mercancías fue favorecida por los menores precios internacionales de los granos en la primera mitad del año y la tendencia de apreciación del peso durante enero-abril así como por la debilidad económica (gráfica 29) que ha limitado los aumentos de precio de las empresas.

Gráfica 27

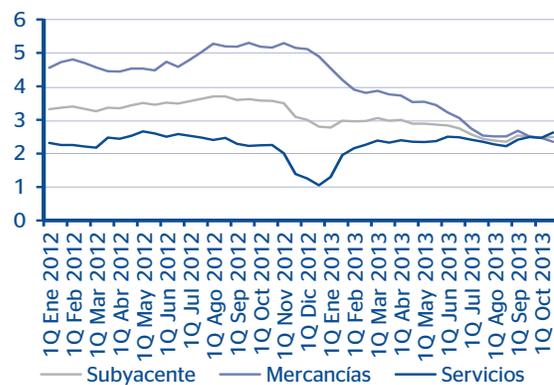
### Inflación y componentes (Variación % a/a, serie quincenal)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 28

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



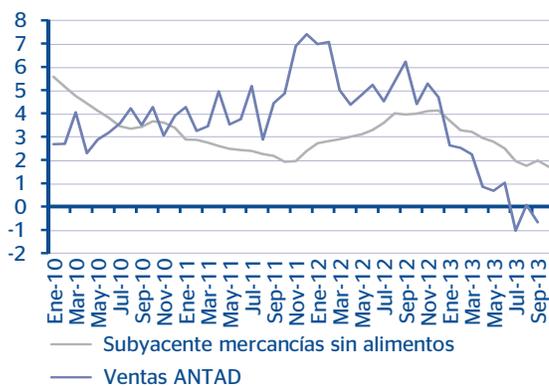
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Por su parte, la holgura de la economía también ha favorecido al componente de servicios de la inflación subyacente (gráfica 30), el cual ha permanecido bajo y estable a lo largo del año (2.15% en promedio). Incluso los precios mensuales del subíndice de otros servicios cayeron en agosto y septiembre (-0.65% y -0.19%, respectivamente). En suma, la inflación subyacente se ha visto favorecida a lo largo del año por el comportamiento de sus principales determinantes. Así, ante la perspectiva de recuperación gradual de la economía no anticipamos presiones de demanda como tampoco prevemos tensiones financieras

que deprecien sustancialmente al peso ni una aceleración global suficientemente relevante como para provocar una aceleración de los precios de las materias primas. En consecuencia, estimamos que la inflación subyacente permanecerá moderada por más tiempo. Preveemos que el resto de 2013 continuará cercana a sus niveles mínimos históricos y cerrará el año en 2.6%. Para 2014 consideramos que se mantendrá por debajo de 3.0% en IS14, aunque en niveles mayores a los observados en los últimos meses por los cambios fiscales, y un poco por encima de este nivel en la segunda mitad del año con un ciclo económico tanto doméstico como global fortaleciéndose gradualmente. Para todo el año anticipamos que promediará 2.9%, ligeramente por arriba del promedio de 2013 (2.7%).

Gráfica 29

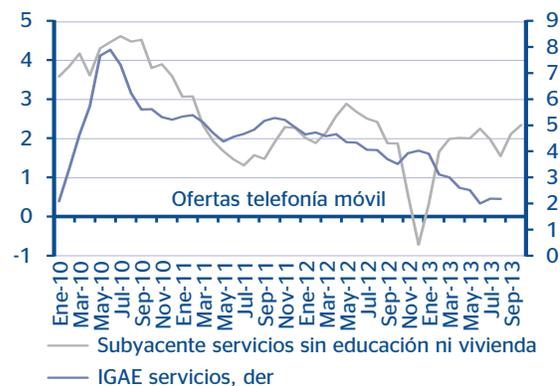
**Inflación subyacente mercancías sin alimentos y ventas ANTAD (Variación % a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 30

**Inflación subyacente servicios sin educación ni vivienda e IGAE servicios (Variación % a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

En cuanto a la inflación no subyacente, ésta se vio expuesta a diversos choques de oferta durante el segundo trimestre del año que la hicieron aumentar fuertemente para situarse en 9.8% anual en promedio. 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. La mayor inflación no subyacente también respondió a la inflación del componente de energía y tarifas autorizadas por el sector público que 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., a los fuertes aumentos en los precios del gas natural y el transporte público, y al menor subsidio o la restauración del impuesto a la tenencia en diversas entidades. No obstante, ya en la segunda mitad del 2T los choques de oferta que afectaron al componente no subyacente comenzaron a diluirse. Los precios agropecuarios han caído en tres de los últimos cinco meses y hasta ahora no se ha observado ningún efecto de las inundaciones recientes en varios estados del país. Este favorable comportamiento ante la ausencia de nuevos choques de oferta aunada a la tendencia decreciente de la inflación subyacente han favorecido el desempeño de la inflación general que tras acelerarse durante el segundo trimestre del año al pasar de una inflación promedio de 3.7% en el 1T13 a 4.5% en el 2T13, ha tenido una continua moderación que la llevó a promediar 3.4% durante el 3T13. Anticipamos que en términos anuales promediará 3.4% en el 4T, mismo nivel en el que se ubicará en diciembre, el mejor cierre de año desde 2005. En enero de 2014, un nuevo choque de oferta, en esta ocasión derivado de los cambios fiscales, provocará un rebote de la inflación general hacia niveles cercanos al 4.0%, retomando a partir de febrero una tendencia decreciente para ubicarse durante 2014 en promedio en torno a 3.6%, ligeramente menor a su nivel promedio durante 2013.

## Efecto de la reforma fiscal sobre la inflación: los cambios finalmente aprobados tendrán un efecto mucho menor que el que se hubiera dado de aprobarse la propuesta inicial

Comparativamente, el impacto sobre la inflación de la propuesta de reforma fiscal enviada por el Ejecutivo hubiera sido mucho mayor que el que tendrá la reforma aprobada por ambas cámaras. Respecto a la propuesta original las modificaciones al IVA no aprobadas (i.e. IVA en colegiaturas, IVA en renta y compra de casas e IVA en los intereses de los créditos hipotecarios) eran los elementos que potencialmente hubieran tenido un efecto mayor sobre la inflación y, por tanto, más que compensan la introducción de nuevos impuestos especiales (i.e. 8% a los alimentos con alto contenido calórico). Para situarlo en contexto, la aplicación de IVA en colegiaturas dependiendo del traspaso estimado hubiera tenido un efecto en la inflación anual de entre 0.3 y 0.6 pp (puntos porcentuales). Por su parte, si bien el efecto del IVA a la renta y compra de vivienda era el más incierto, su elevada ponderación en el INPC anticipaba que hubiera sido relevante (incluso asumiendo un bajo traspaso, podría haber alcanzado los 0.5pp). En lo que concierne a la inflación los otros cambios relevantes se pueden dividir en: a) la no aplicación del impuesto especial (IEPS) propuesto en el caso del gas natural e IVA a los espectáculos públicos, y b) el nuevo IEPS de 8% a la comida con alto contenido calórico. La baja ponderación en el INPC de estos últimos implica que su efecto sobre la inflación general es muy limitado.

Para estimar el posible efecto conjunto de las modificaciones fiscales sobre los precios se supone un rango para el posible traspaso que harán las empresas de estos impuestos a los consumidores finales de entre 50 y 90%, cuya magnitud final dependerá del momento en el ciclo económico (i.e. a mayor/menor fortaleza, mayor/menor traspaso) y las características del sector, entre otros factores. Calculamos que el efecto sobre la inflación de los nuevos IEPS aprobados estará entre 0.23 y 0.29pp, mientras que el de las modificaciones al IVA se ubicará entre 0.15 y 0.27pp, por lo que en conjunto los cambios impactarán al nivel de precios entre 0.38 y 0.56pp (véase cuadro a continuación). En resumen, respecto a la propuesta original las principales diferencias en el impacto a la inflación son dos: i) la magnitud será mucho menor, y ii) hay mayor certidumbre respecto a ésta. Para nuestro escenario de 2014, estamos considerando que el efecto sobre la inflación de los cambios fiscales será en torno a 0.44pp, lo que llevará la inflación general a niveles cercanos a 4.0% y hará repuntar a la inflación subyacente a niveles en torno a 2.8% a inicios de año.

Cuadro 1

### Rangos estimados del efecto sobre la inflación (pp) de las modificaciones fiscales aprobadas

IEPS <sup>1</sup>	0.23 - 0.29
Modificaciones al IVA <sup>2</sup>	0.15 - 0.27
<b>Total (suma)</b>	<b>0.38 - 0.56</b>

1 Posible efecto por nuevos IEPS a bebidas azucaradas, comida con alto contenido calórico, combustibles con contenido de carbono (con excepción del gas natural) y plaguicidas. Consideramos los ponderadores en el INPC de los refrescos envasados, concentrados para refrescos, jugos o néctares envasados, chocolate, dulces, cajetas y miel, galletas, helados, pasteles, pastelillos y pan dulce empaquetado, papas fritas y similares, gas doméstico LP, gasolinas de bajo y alto octanaje y plaguicidas. Asumimos un traspaso de entre 50 y 90%.

2 Posible efecto por las modificaciones al IVA i.e., por la homologación de la tasa reducida fronteriza de 11% al 16% y por la aplicación de IVA del 16% a la comida para mascotas, los chicles y los servicios de transporte foráneo. Asumimos un traspaso de entre 50 y 90%.

Fuente: BBVA Research, Reforma Fiscal aprobada por el Congreso de la Unión

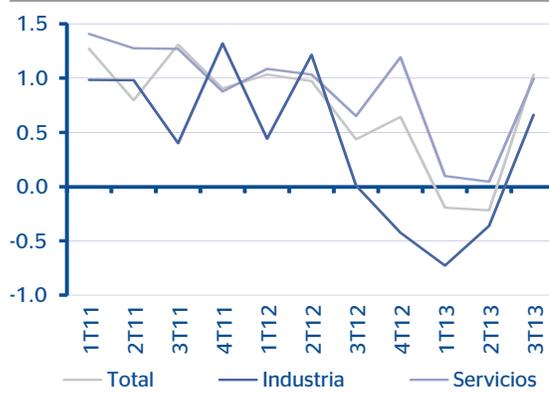
### 3.3 Pausa monetaria después de un recorte de 50 puntos base que deja ver el predominio de la debilidad económica sobre la volatilidad en los mercados

Durante el año 2013 la tasa de política monetaria se ha reducido en 100 puntos base (pb) para situarse en 3.5%. Esto después de permanecer sin cambio durante casi cuatro años. En marzo, el reconocimiento de las ganancias en la lucha contra la inflación generó un sorpresivo recorte de 50pb, mientras que la debilidad del ciclo económico en un entorno de inflación bajo control fue determinante en los dos recortes más recientes. Ambas modificaciones a la tasa monetaria le proveen de más información al mercado para analizar la toma de decisiones del banco central, no obstante, se puede afirmar que es a partir de los dos últimos recortes de 25pb de dónde se pueden extraer las principales lecciones respecto a la conducción de la política monetaria en el país. Estas lecciones se pueden sintetizar de la siguiente manera:

1) El predominio de la “convergencia eficiente” de la inflación hacia la meta permanente del 3%. Esto es, continuar el proceso de convergencia de la inflación hacia su objetivo minimizando los costos en términos de actividad económica. Ya en la minuta de la reunión de política monetaria de marzo de 2012 la mayoría de los miembros de la Junta de gobierno se mostró a favor de este argumento, el cual fue ganando peso en la comunicación del banco central. A tal grado obtuvo relevancia este argumento que, dado un contexto de holgura que anticipa la ausencia de presiones de demanda sobre los precios por un periodo prolongado y ante la rapidez y la profundidad de la desaceleración económica, los dos últimos comunicados enfatizan la congruencia entre la postura monetaria y la “convergencia eficiente” de la inflación hacia la meta. Así, aun cuando el único objetivo del banco central es la estabilidad de precios, este cambio en el lenguaje se puede asociar a un mayor peso de la actividad económica en las decisiones de política monetaria.

Gráfica 31

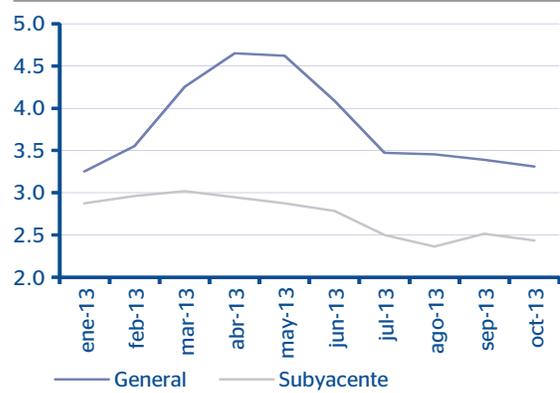
**IGAE por componentes (Variación % anual)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 32

**Inflación (Variación % anual)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

2) Las condiciones monetarias relativas son un indicador relevante aunque con un peso moderado en las decisiones de política monetaria. A partir de agosto de 2011 el argumento de la posición monetaria relativa de México frente a otros países comenzó a tomar importancia en la comunicación de Banxico. Esta importancia llegó a su punto máximo en los comunicados de Enero y Marzo de este año en donde se le señaló como uno de los factores a seguir con detenimiento por parte del banco central para determinar su postura monetaria. Ante este lenguaje, tanto el mercado como una parte importante de los analistas ataron en buena medida sus predicciones de tasa monetaria a los movimientos de las condiciones monetarias relativas. De esta manera ante la apreciación cambiaria de los primeros cuatro meses del año que resultó en un apretamiento de las condiciones monetarias, tanto el mercado como casi tres cuartas partes del total de analistas descontaron un recorte tan pronto como en el mes de Julio pasado.<sup>1</sup> Sin embargo, dada la volatilidad cambiaria originada por la posible reducción en la velocidad de

<sup>1</sup> De acuerdo con la encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros del 21 de mayo de 2012.

compra de activos por parte de la Reserva Federal de EEUU (Fed), las condiciones monetarias volvieron a relajarse, lo que, aunado a la decisión de la Fed per se, generaron que el consenso de los analistas y los mercados se revirtiera y considerara que prácticamente el espacio para un recorte de la tasa se había cerrado, aun cuando la actividad económica mostraba un deterioro significativo. Finalmente, el deterioro de la actividad en un contexto de inflación general a la baja predominó sobre las condiciones monetarias relativas y los recortes de tasa se materializaron. Esto sugiere que si bien las condiciones monetarias relativas son relevantes no son el determinante de mayor peso en la decisión de política monetaria.

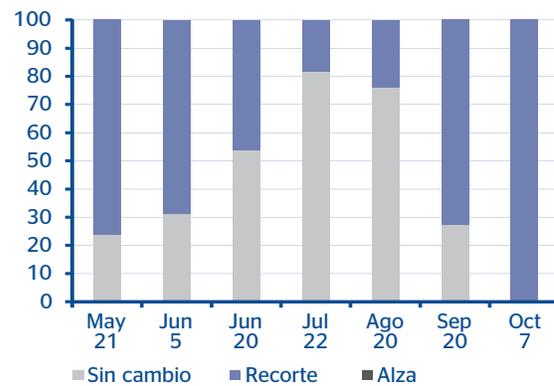
3) Los movimientos ordenados en los mercados financieros pueden ser incluso más relevantes que los propios niveles en la decisión de política monetaria. La decisión de recortar la tasa de política monetaria en septiembre se dio en un contexto de volatilidad cambiaria que llevó al dólar a cotizar en niveles de 13.39 pesos ante la perspectiva de una inminente reducción en la velocidad de compra de activos por parte de la Fed. Estas circunstancias fueron consideradas poco propicias para un recorte por parte de los analistas tanto por el hecho de que Banxico tomara una postura más relajada cuando la Fed reducía su grado de laxitud, como por el propio nivel al que cotizaba el tipo de cambio. No obstante, Banxico ha hecho hincapié en que no busca un nivel de tipo de cambio y que en la medida en que los movimientos en los mercados financieros sean ordenados, como lo han sido hasta ahora, no hay razones para pensar en una intervención. Cabe recordar que la última intervención de Banxico en el mercado cambiario ocurrió en noviembre de 2011 cuando efectivamente se presentaron faltantes de liquidez derivados de la volatilidad financiera que desató el recrudecimiento de la crisis europea.

Gráfica 33  
**Índice de condiciones monetarias**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 34  
**Expectativas del cambio en la tasa de política monetaria para los próximos 6 meses (% analistas)**



Fuente: BBVA Research con datos de la Encuesta de Analistas de Mercados Financieros

4) La tasa de interés real cercana a cero podría señalar el final del ciclo de relajamiento. En su último comunicado Banxico afirmó que no considera recomendables reducciones adicionales a la tasa de política monetaria en el futuro previsible. Esto aun cuando ha reiterado que se espera que la holgura se mantenga por un periodo prolongado. Uno de los factores que pudieron ser tomados en cuenta en el actual contexto es sin duda el nivel de la tasa de interés real. De manera similar a lo ocurrido en 2009, el banco central concluyó su ciclo de recortes cuando la tasa de interés real se encontraba alrededor del cero por ciento. Recordemos que una tasa real baja incentiva el consumo presente sobre el consumo futuro y puede contribuir a la inversión productiva.

Resulta relevante mencionar que no es posible dissociar estas lecciones de las circunstancias tan particulares en que tuvieron lugar, por lo cual sería erróneo pensar que más que lecciones estas son directrices sobre las que actuará el banco central. No obstante son de gran utilidad para el análisis de las decisiones de política monetaria, sobre todo ante el proceso de apertura en la comunicación por parte del banco central. Hacia delante esperamos que se mantenga una pausa prolongada, a partir de la holgura en los mercados de la economía que mantendrá bajo control las presiones de demanda sobre los precios.

### 3.4 Los activos mexicanos resisten en un entorno de volatilidad generado por la comunicación de la Reserva Federal y las negociaciones fiscales en EEUU

En los últimos meses el retraso en la reducción del ritmo de compra de activos por parte de la Fed y el debate en torno al límite de deuda del gobierno de EEUU han sido los principales factores detrás de los movimientos en los precios de los activos financieros. La publicación de datos por encima de lo esperado en materia de actividad económica y empleo en EEUU generaron que el consenso de los analistas esperara que la Fed comenzara a reducir el ritmo de compra de activos en septiembre. Como reflejo, las tasas de interés de largo plazo de aquel país comenzaron a incrementarse hasta tocar niveles de 3.0% el 5 de septiembre de 2013, su máximo nivel desde 2011, ante la creación de 180 mil empleos en el mes de agosto en su economía. No obstante, la Fed sorprendió a los mercados al no iniciar con la reducción del ritmo de compras argumentando que era necesario esperar más evidencia de que el progreso en la actividad económica y el empleo son sostenibles. En consecuencia las tasas de interés de largo plazo se redujeron hasta alcanzar niveles de 2.6% a principios de octubre y la demanda por activos de riesgo se incrementó de manera significativa. En México, el sorpresivo anuncio de la Fed se reflejó en una caída de 90 puntos base en la tasa del bono gubernamental de 10 años desde su máximo de 6.5%. El tipo de cambio se apreció 5.8% desde su máximo de 13.4 para ubicarse de nuevo alrededor de 12.6 pesos por dólar. Cabe señalar que la Fed no dejó de lado su intención de reducir el ritmo de compra de activos, sin embargo los mercados anticiparon en aquel momento que la liquidez se mantendría incluso hasta entrado el 2014.

Gráfica 35

#### Tipo de cambio (pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 36

#### Tasas de interés de largo plazo (puntos base)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Hacia finales del mes de septiembre, la atención se centró en el cierre operativo del gobierno de EEUU y sobre todo en la negociación del techo de endeudamiento. Como se recordará el pasado 17 de octubre venció el plazo para que el congreso de EEUU incrementara el límite de endeudamiento, de lo contrario en cuestión de días se podría haber presentado un problema de moratoria de pagos. Como en anteriores ocasiones y ante las consecuencias catastróficas sobre el sistema financiero mundial de una moratoria de EEUU, el congreso norteamericano acordó aprobar el financiamiento del gobierno e incrementar el límite de deuda hasta enero y febrero de 2014, respectivamente. Los movimientos en los mercados financieros durante la parte más álgida de las negociaciones en el congreso fueron considerablemente menores a lo observado en anteriores episodios de parálisis fiscal como la anterior negociación del techo de la deuda en agosto de 2011 y la aprobación de nuevas medidas impositivas y recorte de gasto (fiscal cliff) en diciembre de 2012. De hecho el peso sobrepasó los 13 pesos por dólar durante un par de semanas para después regresar a niveles de 12.80 después del acuerdo, mientras que en la curva de tasas de interés las variaciones fueron poco significativas. Tal vez el movimiento más destacado en los mercados fue el incremento temporal de las tasas de interés con vencimiento a uno y

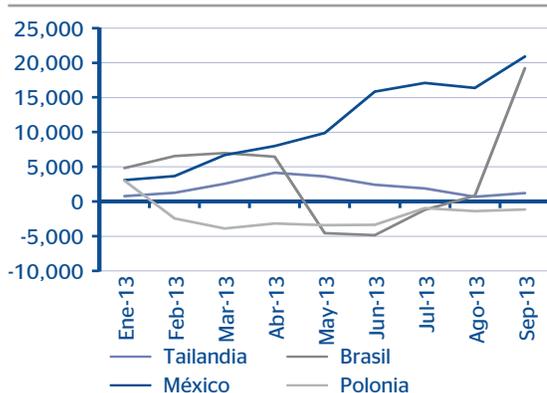
tres meses en los EEUU, reflejo de la posibilidad que se asignaba a una falta de acuerdo en Washington. La tasa a 1 mes llegó a ubicarse en 0.33% su mayor nivel en los últimos 5 años y 28 pb por encima de su promedio del periodo 2009-2013.

Durante estos periodos de volatilidad en los mercados financieros los flujos de inversiones extranjeras al mercado de renta fija nacional continuaron siendo positivos. La entrada de flujos a bonos M promedió USD 1,470 millones en los meses de julio y agosto, cifra menor que lo observado en los primeros meses del año, pero aun por encima de los USD 1,500 millones de entrada promedio en el periodo 2010-2013. En septiembre, ante el incremento de la demanda de activos de riesgo el flujo se incrementó nuevamente a niveles de USD 3,000 millones. En el caso de los CETES sí se presentaron reducciones en la tenencia por parte de extranjeros en los meses de julio y agosto que alcanzaron en conjunto alrededor de USD 1,400 millones en clara correspondencia con las expectativas de menores estímulos monetarios por parte de la Fed. A este respecto vale la pena recordar que la demanda de CETES por parte de inversionistas extranjeros se puede asociar en buena medida con las estrategias de inversión de corto plazo financiadas a través de créditos de corto plazo en moneda extranjera (llamadas de *carry-trade*) que resultan más rentables en un entorno de abundancia de liquidez como es el periodo actual. Estas estrategias buscan explotar las diferencias entre las tasas de interés de distintos países y son sensibles a los movimientos cambiarios. De tal forma que no es inusual que ante la depreciación cambiaria esperada a partir de los cambios en la comunicación de la Fed estas estrategias redujeran e incluso revirtieran su rentabilidad generando incentivos a la venta de CETES. En relación con otros países, países como Brasil registraron alta volatilidad asociada a los anuncios de la Fed.

Un elemento adicional a destacar es la ausencia de episodios de falta de liquidez en el mercado cambiario. En episodios anteriores de aversión global al riesgo se observaron incrementos en el diferencial de precio entre la compra y la venta de dólares, lo cual incluso llevó a la intervención del Banco de México en el mercado cambiario. Este fenómeno puede estar influido por el hecho de que actualmente el peso mexicano es la moneda con mayor liquidez entre las divisas extranjeras, con un intercambio diario de USD 135 mil millones de dólares. Si bien el hecho de ser una moneda más líquida a nivel global parece generar una mayor correlación con los movimientos de la aversión global al riesgo, también contribuye a que estos movimientos puedan darse de manera más ordenada.<sup>1</sup>

Gráfica 37

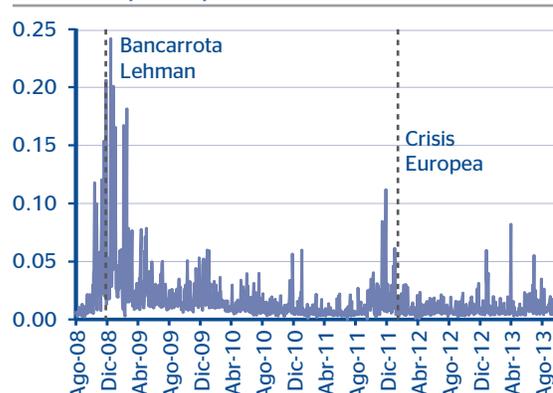
**Flujos acumulados a instrumentos de renta fija (millones de dólares)**



Fuente: BBVA Research con datos de los Bancos centrales de países incluidos

Gráfica 38

**Diferencia entre el precio de compra y venta del dólar (pesos por dólar)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Hacia el cierre del año esperamos que el tipo de cambio se encuentre en niveles de 12.7 pesos por dólar ante un margen limitado de apreciación derivado de dos factores. Primero, un escenario de eventual reducción de los estímulos monetarios por parte de la Fed; y segundo, el hecho de que las expectativas favorables del proceso de reformas parece tener un efecto moderado y ya ha sido incorporado en los

<sup>1</sup> Véase recuadro "El Peso Mexicano se coloca como la divisa con mayor volumen de operación entre las monedas de países emergentes"

precios actuales. Con respecto a las tasas de interés se espera que el proceso de normalización de la prima de liquidez se mantenga de forma paulatina, lo cual aunado a un mayor crecimiento económico para el próximo año generará un incremento en las tasas de mediano y largo plazo. En particular consideramos que el rendimiento a vencimiento del bono a 10 años cerrará el año en alrededor del 6.0%.

**Recuadro 3: El Peso Mexicano se coloca como la divisa con mayor volumen de operación entre las monedas de países emergentes<sup>1</sup>**

De acuerdo con la encuesta que cada tres años recaba el Banco Internacional de Pagos (BIS) entre los bancos centrales del mundo, el peso mexicano se convirtió en la divisa con mayor volumen de operación entre las monedas de los mercados emergentes, después de que en 2010 ocupara la tercera posición. Con un volumen de operación promedio diario que se incrementó de 50 mil millones de dólares a 135 mil millones en tan sólo tres años, el peso superó al Won de Corea del Sur y al Dólar de Singapur para ocupar la primera posición. Este incremento (170%), muy por encima del alza de 35% en el valor total de los intercambios de divisas a nivel global, posiciona a la moneda mexicana como la octava divisa más líquida a nivel mundial, al pasar de 1.3 a 2.6 por ciento del volumen total operado.

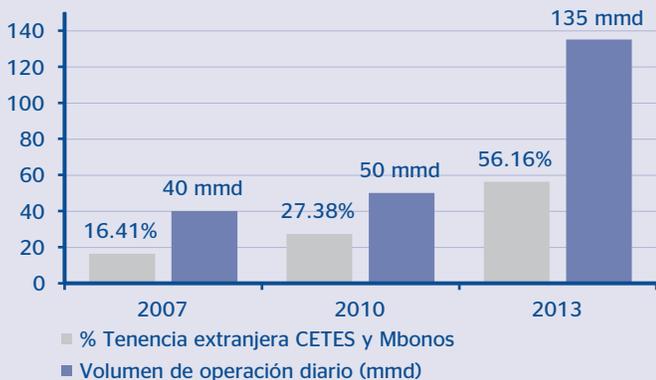
En términos generales la encuesta señala un incremento en la participación de monedas de países emergentes en el intercambio de divisas a nivel global a costa de una menor participación de divisas de países industrializados, por ejemplo el Euro redujo su participación de 39.0 a 33.0%, el franco suizo de 6.3 a 5.2% y el dólar canadiense cayó de 5.3 a

4.6% del volumen total operado a nivel mundial. Cabe señalar que este fenómeno coincide con la puesta en marcha de medidas no convencionales de política monetaria por parte de bancos centrales en países desarrollados, principalmente de la Reserva Federal.<sup>2</sup> En el caso particular de México hay que añadir como posible factor detrás del incremento de la operatividad del peso, la entrada en marzo de 2010 al Índice Global de Bonos Gubernamentales (WGBI).<sup>3</sup>

Los resultados confirman la tendencia observada en encuestas anteriores sobre el incremento de la participación de inversionistas institucionales, fondos de cobertura (*hedge funds*) y bancos pequeños y regionales como contrapartes en el mercado cambiario a nivel global, al incrementar su participación de 48% a 53% del volumen total operado. Por último, es notable el hecho de que la gran mayoría de las transacciones de instrumentos cambiarios se realiza en los mercados no organizados (*Over-the-Counter*), por lo cual, de acuerdo con el BIS, es relevante tomar con reservas las cifras de posiciones especulativas de divisas que generalmente provienen de mercados regulados.

Gráfica 39

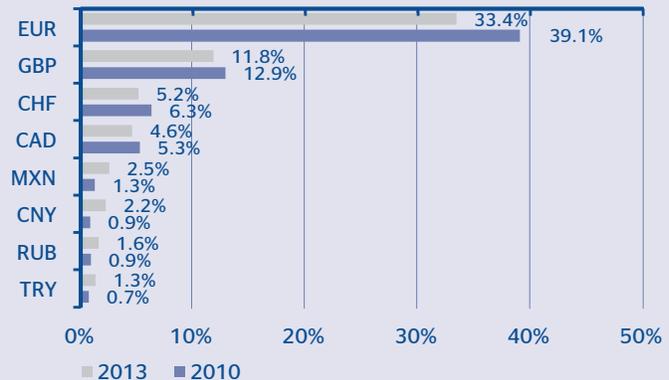
**Tendencia de extranjeros en CETES y Mbonos. Volumen diario promedio de operación del Peso (% mmd)**



Fuente: BBVA Research con datos de BIS y Banxico

Gráfica 40

**Participación en el volumen total de operación del mercado de tipo de cambio global (%)**



Nota. EUR: Euro; GBP: libra esterlina; CHF: Franco suizo; CAD: Dólar canadiense; CNY: Yuan chino; RUB: Rublo ruso; TRY: Lira turca.  
Fuente: BBVA Research con datos de BIS

<sup>1</sup> En este escrito se resume el análisis y los resultados obtenidos por BBVA Research en el documento "El Peso Mexicano se coloca como la divisa con mayor volumen de operación entre las monedas de países emergentes" disponible en [http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/130926\\_ObsEcoMexico\\_38\\_tcm346-403519.pdf](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/130926_ObsEcoMexico_38_tcm346-403519.pdf)

<sup>2</sup> En el periodo 2010 - 2013 el balance de la Reserva Federal de EEUU se ha incrementado de 2.2 a 3.6 trillones de dólares.

<sup>3</sup> La tenencia de CETES y Mbonos por parte de extranjeros pasó de 17% a 56% entre 2010 y 2013.

## 4. Previsiones

Cuadro 2

### Previsiones Macroeconómicas: Producto Interno Bruto

(Tasas anuales %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	2.5	1.8	2.8	1.6	2.3
UEM	1.9	1.6	-0.6	-0.4	1.1
Alemania	3.9	3.4	0.9	0.6	1.8
Francia	1.6	2.0	0.0	0.2	1.2
Italia	1.7	0.6	-2.6	-1.9	0.7
España	-0.3	0.4	-1.6	-1.3	0.9
Reino Unido	1.7	1.1	0.1	1.4	2.3
América Latina *	6.0	4.0	2.5	2.4	3.1
México	5.1	4.0	3.6	1.2	3.1
Brasil	7.5	2.7	0.9	2.6	2.8
EAGLES **	8.4	6.6	5.0	4.8	5.2
Turquía	9.2	8.5	2.2	3.7	3.6
Asia-Pacífico	8.2	6.0	5.3	5.2	5.3
Japón	4.7	-0.6	2.0	1.9	1.5
China	10.4	9.3	7.7	7.7	7.6
Asia (exc. China)	6.8	3.6	3.7	3.4	3.6
Mundo	5.1	4.0	3.3	2.9	3.6

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

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

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 3

### Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	1.6	3.2	2.1	1.7	2.2
UEM	1.6	2.7	2.5	1.5	1.4
Alemania	1.2	2.5	2.1	1.7	1.8
Francia	1.7	2.3	2.2	1.1	1.3
Italia	1.6	2.9	3.3	1.4	1.5
España	1.8	3.2	2.4	1.5	1.1
Reino Unido	3.3	4.5	2.8	2.7	2.2
América Latina *	7.6	8.0	7.5	8.8	9.4
México	4.2	3.4	4.1	3.8	3.6
Brasil	5.0	6.6	5.4	6.2	5.9
EAGLES **	5.3	6.0	4.2	4.2	4.3
Turquía	8.6	6.2	8.9	7.5	6.4
Asia-Pacífico	3.7	4.9	3.1	2.9	3.6
Japón	-0.7	-0.3	0.0	0.1	2.0
China	3.3	5.4	2.6	2.8	3.5
Asia (exc. China)	3.9	4.5	3.4	3.0	3.6
Mundo	3.7	5.1	4.1	3.8	4.0

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

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

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

Fuente: BBVA Research

Servicio de Estudios Económicos  
del Grupo BBVA

Cuadro 4

## Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2011	2012	2013	2014	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14
<b>Indicadores Macroeconómicos</b>												
PIB (variación % real)	1.8	2.8	1.6	2.3	1.1	2.5	2.3	2.3	2.5	2.0	2.0	2.1
Consumo personal (var. % real)	2.5	2.2	1.7	1.5	2.3	1.8	1.1	1.0	1.8	1.6	1.6	1.4
Consumo gobierno (var. % real)	-3.2	-1.0	-2.0	-0.2	-4.2	-0.4	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Inversión fija bruta (var. % real)	6.2	8.3	4.9	6.4	-1.5	6.5	6.9	7.1	7.8	4.5	5.0	5.4
Construcción	4.4	3.4	2.9	3.5	3.8	-1.5	4.1	4.1	4.1	3.4	3.6	3.6
Producción industrial (var. % real anual)	3.4	3.6	2.5	3.2	2.4	2.0	2.5	3.2	3.0	3.4	3.6	3.0
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-3.0	-3.0	-2.5	-2.8	-2.5	-2.4	-2.4	-2.5	-2.7	-2.9	-2.7	-3.1
Inflación anual (fin de periodo)	3.0	1.7	2.2	2.1	1.5	1.8	1.6	2.2	2.1	2.2	2.0	2.1
Inflación anual (promedio de periodo)	3.2	2.1	1.7	2.2	1.7	1.4	1.7	1.9	2.1	2.5	2.2	2.1
Balance fiscal primario (% del PIB)	-8.7	-6.8	-4.0	-3.4				-4.0				-3.4

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

Cuadro 5

## Indicadores y Pronósticos México

	2011	2012	2013	2014	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14
<b>Actividad Económica</b>												
<b>PIB (series desestacionalizadas)</b>												
Variación % real anual	4.0	3.6	1.2	3.1	2.6	0.3	1.1	1.0	1.9	3.6	3.3	3.4
Por habitante en dólares	11,853.7	12,608.1	13,502.5	14,621.8	13,398.4	13,213.5	13,236.0	14,162.1	14,039.5	14,279.7	14,636.2	15,531.7
Miles de millones de dólares	1,289.8	1,382.2	1,531.4	1,669.7	1,498.7	1,501.2	1,606.2	1,603.2	1,630.6	1,671.3	1,773.6	1,774.6
<b>Inflación (% prom.)</b>												
General	3.4	4.1	3.8	3.6	3.7	4.5	3.4	3.4	3.7	3.3	3.9	3.6
Subyacente	3.2	3.4	2.7	2.9	3.0	2.9	2.5	2.5	2.7	2.8	3.1	3.1
<b>Mercados Financieros (% fdp)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	4.5	4.5	3.5	3.5	4.0	4.0	3.8	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Cetes 28 días	4.4	3.9	3.5	3.5	4.2	3.9	3.5	3.5	3.5	3.6	3.5	3.5
TIIIE 28 días	4.8	4.8	3.8	3.9	4.4	4.3	4.0	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9
Bono 10 años (% prom.)	6.5	5.4	5.9	6.5	5.0	5.8	6.0	5.9	6.0	6.3	6.4	6.5
<b>Tipo de cambio (prom.)</b>												
Pesos por dólar (prom.)	13.9	12.9	12.7	12.8	12.3	12.9	13.1	12.7	12.8	12.7	12.8	12.8
<b>Finanzas Públicas</b>												
*RFSP (% del PIB)	-2.6	-3.1	-2.9	-4.1				-2.9				-4.1
<b>Sector Externo<sup>3</sup></b>												
Balanza comercial (mmd)	-1.5	0.0	-6.6	-13.4	-1.0	-0.8	-1.8	-2.9	-0.9	-2.6	-2.8	-7.0
Cuenta corriente (mmd)	-11.8	-14.2	-19.3	-23.5	-5.3	-6.0	-3.4	-4.6	-5.5	-4.4	-4.8	-8.9
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.9	-1.0	-1.3	-1.4	-1.4	-1.6	-0.9	-1.1	-1.4	-1.1	-1.1	-2.0
Petróleo (mezcla mex., dpb, prom.)	101.1	101.8	99.7	100.2	104.3	98.5	97.9	98.1	98.8	99.6	100.7	101.8
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado (% a/a)	4.3	4.6	3.5	3.6	4.2	3.8	3.0	2.8	3.0	3.5	3.9	3.9
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	5.2	5.0	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.0	5.0

Continúa en la siguiente página

### Indicadores y Pronósticos México

	2011	2012	2013	2014	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14
<b>Demanda Agregada <sup>4</sup> (Var % anual, desestacionalizada)</b>												
Demanda Agregada Total	4.9	3.9	1.7	3.1	2.9	0.9	1.9	1.2	2.1	3.4	3.3	3.6
Demanda interna	4.7	3.9	1.7	3.0	3.2	1.2	1.5	0.9	1.2	3.1	3.5	4.0
Consumo	4.5	4.0	2.2	2.5	4.1	2.1	2.0	0.8	0.9	2.5	3.0	3.4
Privado	4.8	4.3	2.4	2.4	4.6	2.4	2.1	0.7	0.7	2.4	2.9	3.5
Público	2.5	2.2	1.0	2.9	0.6	0.4	1.3	1.6	2.2	3.1	3.2	2.8
Inversión	8.1	4.5	0.3	4.3	2.3	-0.7	-0.6	0.2	0.8	4.3	5.6	6.5
Demanda Externa	8.3	4.2	2.1	3.3	0.9	0.6	3.3	3.4	4.0	3.6	3.0	2.6
Importaciones	8.1	4.8	3.3	3.3	4.0	2.6	4.6	1.9	2.8	2.8	3.1	4.3
<b>PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)</b>												
Primario	-1.9	6.1	0.7	2.8	-0.5	1.4	1.4	0.6	2.4	3.9	3.9	1.0
Secundario	3.9	3.3	0.9	2.0	2.9	1.2	-0.5	0.0	1.4	2.6	2.2	1.9
Minería	-0.4	1.7	-2.2	0.0	-1.4	-2.1	-2.8	-2.6	-0.2	1.6	-0.6	-0.7
Electricidad	4.9	2.1	0.2	1.8	-0.7	0.2	1.2	0.2	1.6	2.1	1.4	1.9
Construcción	4.0	1.9	-3.0	1.6	-2.5	-3.8	-4.0	-1.5	-0.1	1.7	3.0	1.6
Manufactura	4.4	3.9	1.1	3.2	-1.3	1.5	2.1	2.0	2.8	3.4	3.3	3.1
Terciario	4.8	4.0	2.2	3.6	3.6	1.8	1.9	1.5	2.1	4.2	3.9	4.3
Comercio	9.6	4.5	1.7	4.7	0.8	3.8	1.6	0.7	2.0	5.9	5.2	5.5
Transporte, correos y almacenamiento	4.0	4.5	1.3	2.9	0.4	1.6	1.7	1.3	2.1	3.8	2.3	3.3
Información en medios masivos	6.6	14.0	6.0	6.5	8.8	5.6	5.6	4.3	4.5	5.6	7.9	8.0
Servicios financieros y de seguros	7.2	7.7	5.5	9.6	3.2	6.7	6.2	6.0	7.2	9.3	10.8	11.0
Serv. inmob. y de alquiler de bienes muebles e int.	2.8	2.4	1.6	2.0	2.2	2.2	1.5	0.7	0.8	2.5	1.9	2.7
Servicios profesionales, científicos y técnicos	4.5	3.8	2.1	1.9	2.4	2.6	2.0	1.6	2.1	1.9	1.6	2.1
Dirección de corporativos y empresas	3.6	3.7	-3.9	0.3	-4.2	-5.3	-4.5	-1.6	-0.6	0.0	1.1	0.8
Servicios de apoyo a los neg., serv. de remediación	5.5	3.4	4.0	4.5	5.3	3.9	3.2	3.6	3.6	4.1	5.2	5.0
Servicios educativos	1.5	1.3	0.5	0.5	-0.1	1.6	0.2	0.2	0.1	0.3	0.8	0.9
Servicios de salud y de asistencia social	2.4	2.1	2.1	1.9	3.0	2.3	1.5	1.6	1.5	1.4	2.3	2.2
Servicios de esparcimiento, culturales y deportivos	-0.4	5.1	1.3	1.8	3.4	0.4	0.6	0.7	0.5	2.4	2.1	2.0
Serv. de alojamiento temp. y prep. de alim. y beb.	1.5	4.2	1.4	3.0	3.0	1.0	0.7	1.1	1.1	3.5	3.6	3.6
Otros Servicios excepto actividades del gobierno	1.8	4.0	1.9	3.3	2.8	2.3	0.6	1.9	2.9	4.0	3.3	2.8
Actividades del gobierno	-1.3	1.8	-0.3	1.9	-0.7	-1.1	0.0	0.7	0.9	3.3	1.3	2.2

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

**Javier Amador**

javier.amador@grupobbva.com

**Iván Martínez**

ivan.martinez.2@bbva.com

**Juan Carlos Rivas**

juancarlos.rivasvaldivia@bbva.com

Con la colaboración:

**Escenarios Económicos**

### BBVA Research

#### Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

#### *Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiza@bbva.com

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**

rdomelech@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:

