

---

---

## VI. PERSPECTIVAS PARA 2012-2013

---

---

### Situación México Tercer Trimestre 2012 (BBVA Research)

El 8 de agosto de 2012, el *BBVA Research* publicó el documento: *Situación México Tercer Trimestre 2012*. A continuación presentamos la información.

#### 1. En Resumen

**México se desacopla positivamente de un entorno global de desaceleración y riesgo a la baja si la política económica no actúa decididamente**

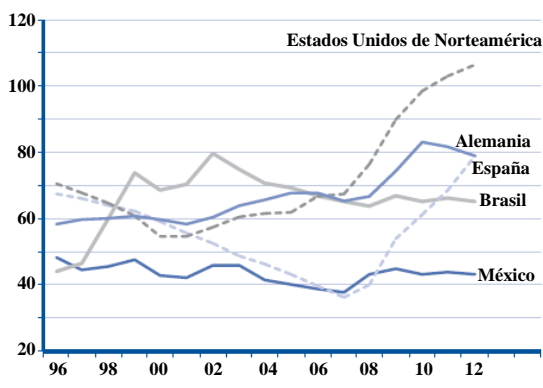
**El crecimiento global ganará tracción solo si las medidas de política económica ya tomadas son implementadas oportunamente y las que están por aprobarse llegan a tiempo.** Con el debilitamiento de la actividad global registrado en la primera parte de 2012, el papel de las políticas económicas se percibe como determinante para que, tal y como contempla nuestro escenario, se produzca una ligera mejora del crecimiento en 2013. Estimamos un crecimiento mundial en el entorno del 3.5% en el bienio 2012-2013, pero ello ocurrirá sólo si las medidas de política económica (aprobadas y en proceso de implementación, las anunciadas pero no implementadas y, lo más incierto, algunas decisivas medidas por tomar aún) llegan a tiempo para evitar un accidente financiero en Europa<sup>1</sup>, un ajuste fiscal automático en Estados Unidos de Norteamérica en 2013 y ayudan a recuperar tasas de crecimiento más altas en las economías emergentes. En caso de que las políticas económicas no logren sus objetivos, la desaceleración en marcha desde 2011 se intensificaría en 2012 y 2013, dejando el crecimiento mundial el año próximo en el nivel más bajo de los últimos 30 años, exceptuando la recesión de 2009.

---

<sup>1</sup> El accidente financiero puede tener varias formas como por ejemplo la falta de demanda en emisiones soberanas de alguna de las economías periféricas.

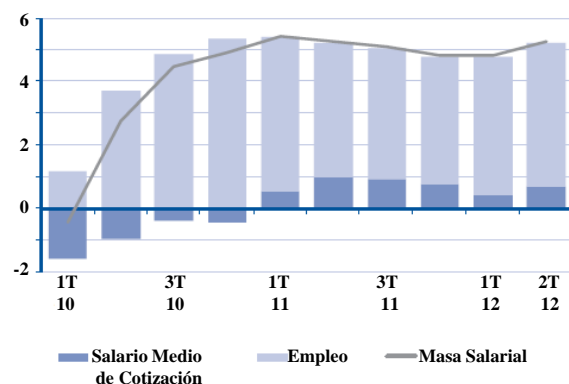
En las perspectivas de actividad de México, con crecimiento en el entorno del 3.5% en 2012-2013, pesan más las fortalezas domésticas que la incertidumbre del entorno externo. La actualización trimestral del escenario económico global ha supuesto revisiones más o menos intensas entre los países, pero generalizadas a la baja excepto en el caso de la economía mexicana, para la que mantenemos las perspectivas de mayo pasado de un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 3.7% en 2012 y 3.0% en 2013. En primer lugar, la evolución de la coyuntura económica ha sido mejor de lo esperado por *BBVA Research* en la primera mitad de 2012, lo que supone un efecto estadístico positivo que ya contribuye a compensar el freno en las perspectivas de Estados Unidos de Norteamérica, nuestro principal socio económico. En segundo lugar, y más importante, se mantienen los factores de soporte económico domésticos frente a un entorno externo muy incierto. Se trata de un círculo virtuoso de estabilidad que favorece el financiamiento de hogares y empresas en un entorno de tasas e inflación bajas y estables; y más con un sistema financiero sólido, capaz de atender la demanda solvente de crédito, Y ello gracias a la caída primero y estabilización después de inflación y tasas de interés, con un banco central independiente en la consecución de la estabilidad de precios, y una política fiscal orientada al equilibrio presupuestario que financia el déficit de modo ortodoxo en el mercado.

### DEUDA PUBLICA BRUTA -Porcentaje del PIB-



FUENTE: BBVA Research con datos del FMI.

### MÉXICO, MASA SALARIAL SECTOR FORMAL PRIVADO -Variación porcentual a/a y contribuciones-



FUENTE: BBVA Research.

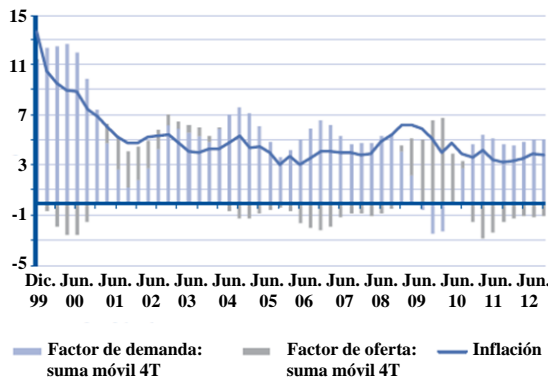
El crecimiento mexicano no está exento de riesgos a la baja si se da un deterioro relevante del crecimiento en Estados Unidos de Norteamérica. En lo que se refiere a Estados Unidos de Norteamérica, la revisión a la baja de las expectativas de 2012 en adelante se deriva tanto del decepcionante crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2012, por debajo de lo esperado y no atribuible totalmente a factores estacionales, y del impacto de unas tensiones financieras más elevadas desde Europa. Adicionalmente, en Estados Unidos de Norteamérica ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que evite la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de eliminación de exenciones impositivas que, tal y como están definidas, no suponen una mejora de la sustentabilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y previsiblemente llevarían a la economía norteamericana a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha en Estados Unidos de Norteamérica dificulta la llegada de acuerdos antes de las elecciones, por lo que es previsible que la incertidumbre fiscal aumente su relevancia en los próximos meses.

El panorama de las tasas gubernamentales mexicanas está marcado más que por factores domésticos la inflación o las perspectivas de política monetaria, por la abundancia de liquidez global, que favorece la entrada de flujos de capital. Las perspectivas de inflación doméstica permanecen bien ancladas en niveles históricamente bajos a pesar de los recientes repuntes de precios por problemas de oferta de productos alimenticios, sin que existan presiones de demanda relevantes.

En este sentido, una descomposición de la inflación entre la incidencia de la oferta y de la demanda muestra como el tipo de cambio o los precios de las materias primas están muy relacionados con el factor de oferta. Oscilaciones relevantes de los mismos inciden en las variaciones de precios. Un factor de demanda muy estable refleja la ausencia de tensiones en los mercados de factores —laboral, crédito, capacidad instalada— para atender el crecimiento del gasto: se mantiene la holgura de la economía. Como resultado, parece razonable pensar que el Banco de México

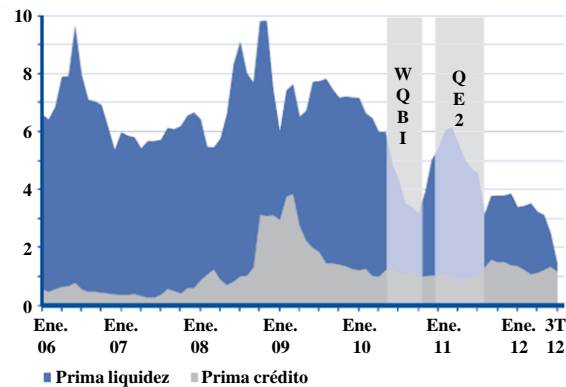
(Banxico) seguirá avanzando en su cuarto año de pausa monetaria. Sólo cabría pensar en recortes de tasas en un escenario de rápido e intenso deterioro del balance de riesgos de actividad, lo que llevaría además aparejado un tensionamiento relativo de la política monetaria mexicana dada la previsible expansión cuantitativa adicional en Estados Unidos de Norteamérica.

**MÉXICO, INFLACIÓN, OFERTA Y DEMANDA**  
-Porcentaje y pp-



FUENTE: BBVA Research.

**MÉXICO. PRIMA DE PLAZO DE LAS TASAS A 10 AÑOS**  
CONTRIBUCIÓN DE RIESGO DE CRÉDITO Y DE LIQUIDEZ  
-Porcentaje-



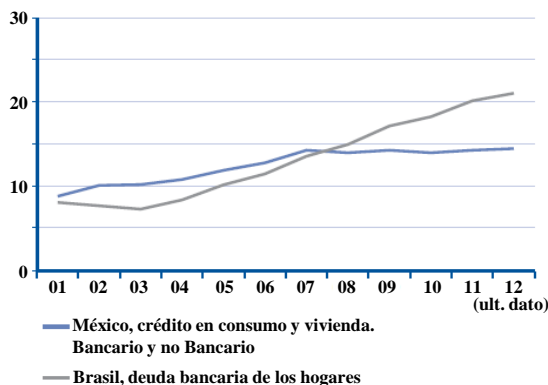
FUENTE: BBVA Research.

En esta situación de estabilidad en lo doméstico, el comportamiento de las tasas de mediano y largo plazo —en mínimos históricos— está siendo dirigido por la entrada de flujos desde el exterior a la búsqueda de rentabilidad real en economías con fortaleza fiscal, margen de recorte de tasas en política monetaria, sin desequilibrios externos y alejadas del foco de la crisis en el área del euro, como es el caso de la economía mexicana. Con todo, como se ilustra en la publicación, los niveles tan bajos alcanzados por las tasas largas de México, son consistentes con una prima por liquidez prácticamente inexistente dados los niveles del riesgo de crédito. Cambios en las perspectivas de política monetaria —al alza—, un evento de riesgo sistémico o una expansión cuantitativa que llevase a los inversores a preferir renta variable frente a renta fija serían factores que llevarían a una alza de las tasas locales más allá de la

consistente con la referencia del bono del Tesoro de Estados Unidos de Norteamérica y la perspectiva de crecimiento e inflación local.

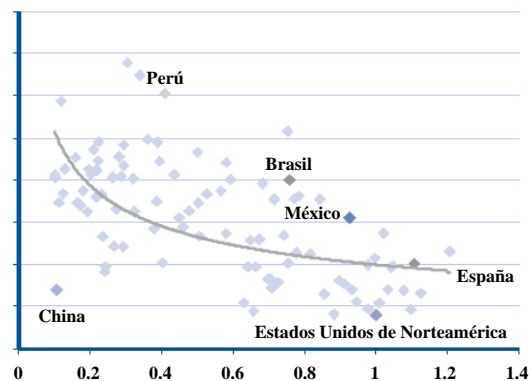
**Brasil y México, perspectivas que cambian y retos que permanecen.** Las dos economías latinoamericanas más grandes se encuentran en un período de cambio de perspectivas a favor de México, por primera vez en los últimos cuatro años, período en el que Brasil ha crecido significativamente más que México. Esa mejor posición relativa de Brasil es un fenómeno reciente ya que hasta la primera parte de la década pasada ambas economías crecían y convergían en ingreso per cápita con los países más ricos, con períodos de ventaja relativa que se alternaban entre ambas. Factores relevantes en el dinamismo brasileño reciente han sido la fortaleza de su demanda doméstica apoyada intensivamente por el financiamiento y el mayor crecimiento de sus socios comerciales. Sin embargo, ambos factores no son necesariamente de naturaleza permanente. El dinamismo de las economías emergentes asiáticas puede frenarse y/o Brasil verse afectado por la continúa pérdida de competitividad precio, lo contrario que en México; y además de que la disponibilidad de crédito puede ser menos relevante para el crecimiento a partir de cierto nivel de endeudamiento. Recientemente, México ha destacado a partir de un financiamiento dinámico y mejora en competitividad. Desde el lado de la oferta, ni por demografía ni por ritmo inversión se justifica una ventaja a favor de Brasil, sino todo lo contrario. Y en cuanto a la productividad, no parece tampoco que haya diferencias relevantes a favor de Brasil, y menos al considerar la posición en el ranking *Doing Business* del Banco Mundial. En síntesis, Brasil y México son dos grandes economías, con buen potencial de crecimiento en los próximos años cuya realización dependerá de su distinta exposición al entorno global y también de su capacidad de adoptar reformas que reduzcan sus vulnerabilidades. Entre ellas, implementar medidas que logren una reducción de la informalidad para que mejore la principal fuente de crecimiento a largo plazo de una economía: productividad.

### ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES -Porcentaje del PIB-



FUENTE: BBVA Research con datos de CNBV de México y del Banco de Brasil.

### INFORMALIDAD –Porcentaje del PIB- Y PRODUCTIVIDAD –Relativa a Estados Unidos de Norteamérica-



FUENTE: BBVA Research con datos de Schneider (2009) y Banco Mundial.

## 2. Escenario global: una desaceleración que puede agravarse sin acciones decisivas de política económica

### El crecimiento global ganará tracción sólo si medidas de política económica ya aprobadas y algunas por tomar aún, llegan a tiempo

Con el debilitamiento de la actividad registrado en la primera parte de 2012, el papel de las políticas económicas se percibe como determinante para que, tal y como contempla nuestro escenario, se produzca una ligera mejora del crecimiento en 2013. En nuestro escenario se prevé un crecimiento en el entorno del 3.5% en el período 2012-2013, pero ello ocurrirá sólo si las medidas de la política económica (aprobadas y en proceso de implementación, las anunciadas pero no implementadas y, lo más incierto, algunas decisivas medidas por tomar aún) llegan a tiempo para evitar un “accidente” financiero en Europa, un ajuste fiscal automático en Estados Unidos de Norteamérica en 2013 y ayudan a recuperar tasas de crecimiento más altas en las economías emergentes. En caso de que las políticas económicas no logren sus objetivos, la desaceleración en marcha desde 2011 se intensificaría en 2012 y 2013,

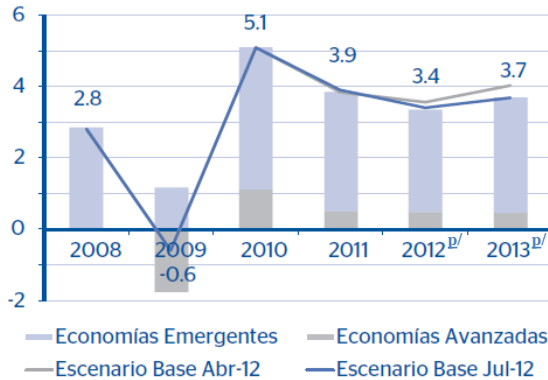
dejando el crecimiento mundial el año próximo en el nivel más bajo de los últimos 30 años exceptuando la recesión de 2009.

En el área del euro, tras la cumbre de junio se han dado pasos en la dirección adecuada para reforzar la moneda única, entre los que se incluyen acuerdos sobre supervisión bancaria única en la zona del euro, la aprobación de planes de largo plazo en lo bancario y lo fiscal y medidas de apoyo al crecimiento. Sin embargo, han de aplicarse los mecanismos aprobados para asegurar la estabilidad financiera del área y utilizar la plena capacidad de los mecanismos financieros existentes, permitiendo que economías con difícil acceso al mercado puedan implementar planes de consolidación fiscal aprobados y reformas estructurales. Ello también debería implicar la participación del Banco Central Europeo (BCE).

En Estados Unidos de Norteamérica ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que evite la entrada en vigor en 2013, de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de exenciones fiscales que, tal y como están definidas, no suponen una mejora de la sustentabilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y previsiblemente, llevarían a la economía norteamericana a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha en Estados Unidos de Norteamérica dificulta la llegada de acuerdos antes de las elecciones, por lo que es previsible que la incertidumbre fiscal aumente su relevancia en los próximos meses.

Por su parte, en aquellas economías emergentes con margen de actuación en política económica, es necesaria una combinación de políticas que logre aliviar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica. Y ello sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada por un lado por los vaivenes de la crisis europea y por otro por la potencial expansión cuantitativa de la política monetaria en Estados Unidos de Norteamérica.

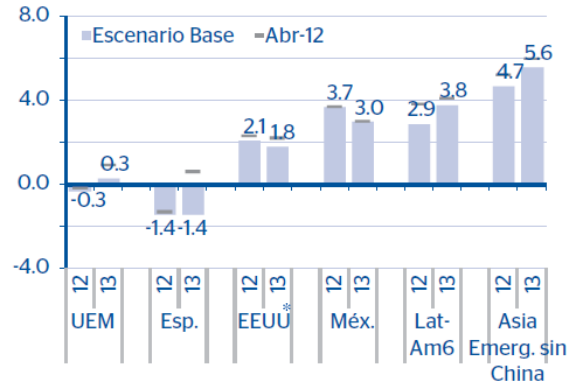
### CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL -Porcentaje-



p/ Preliminar.

FUENTE: BBVA Research.

### CRECIMIENTO DEL PIB POR ÁREAS -Porcentaje-



\* EEUU= Estados Unidos de Norteamérica.

FUENTE: BBVA Research.

## La incapacidad de combinar cesión de soberanía y mutualización de deuda al ritmo exigido por el mercado alarga la crisis del euro

El principal factor de incertidumbre del escenario económico actual es saber si los avances en la construcción del área del euro como área monetaria óptima serán precedidos de un deterioro adicional de la situación financiera. Si eso ocurriera, creemos que se produciría finalmente una intervención decidida de los mecanismos financieros de la zona euro. Las medidas aprobadas a final de junio para eliminar la retroalimentación de los riesgos soberano y bancario en España y para estabilizar los mercados financieros en el conjunto del área del euro, si se implementan adecuadamente, pueden ser suficientes. Para ello se necesitaría que los acuerdos fuesen implementados rápidamente, además del uso efectivo de los mecanismos de estabilización europeos, primero del European Financial Stability Facility (EFSF) y, posteriormente, del permanente European Stability Mechanism (ESM), para las intervenciones en los mercados primario y secundario de bonos. Las recientes medidas adoptadas en España para controlar el déficit público y las declaraciones del Presidente del Banco Central Europeo (BCE) están contribuyendo a moderar las tensiones.



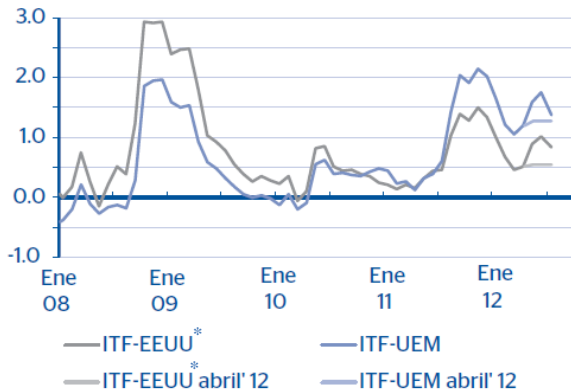
Con todo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones anteriores (publicadas hace tres meses), como resultado de la persistencia de las tensiones financieras y el creciente deterioro en la confianza. Así, se prevé un período de práctico estancamiento en 2012-2013 en el área del euro. Además, en nuestra opinión el balance de riesgos está sesgado a la baja, dado el riesgo derivado de una implementación demasiado larga de las medidas aprobadas y sometida a los vaivenes de la economía política doméstica, tanto entre los países del núcleo como entre los periféricos. En este último caso, el riesgo de una recesión en Europa en 2013 sería significativo, en especial en países como Italia y España.

Los países del euro deben solucionar las restricciones de liquidez existentes en algunos mercados, derivadas de la probabilidad que los mercados asignan a una ruptura del euro. Hasta el momento, los países de la zona euro siguen sin encontrar, al menos al ritmo al que lo demandan los mercados financieros, la combinación aceptable para todos los miembros del club de cesión de soberanía fiscal y bancaria con mecanismos efectivos para lograr la reducción de desequilibrios. Mientras esa situación persista, el riesgo de ruptura del euro seguirá produciendo una renacionalización de los flujos financieros en el área impidiendo el financiamiento de las economías con posiciones deudoras frente al resto. Una rápida implementación de los mecanismos de ayuda financiera y su fortalecimiento en términos de tamaño, así como el acceso al financiamiento del Banco Central Europeo (BCE) son aspectos clave para mitigar el riesgo de ruptura del euro. En todo caso, no es ese un escenario al que demos una probabilidad significativa: tarde o temprano se aprobarán las medidas necesarias para avanzar en el establecimiento de supervisión, garantía de depósitos y resolución bancaria única. Aunque existe voluntad política para reforzar la moneda común, la toma de medidas no está llegando al ritmo más adecuado. Esas medidas implican cesión de soberanía nacional hacia las instituciones europeas y, al final del proceso, alguna forma de mutualización de deudas entre todos los países de la zona euro. Algo similar terminará ocurriendo con una política fiscal que habrá de

estar sometida a las instituciones europeas, por ejemplo mediante el envío para su aprobación de los planes nacionales de consolidación. En todo caso, si los retos planteados se solucionan satisfactoriamente, es previsible que a lo largo del segundo semestre de 2012 el crecimiento global vaya ganando tracción paulatinamente.

En lo que se refiere a Estados Unidos de Norteamérica, la revisión a la baja de las expectativas de 2012 en adelante se deriva tanto del decepcionante crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2012, por debajo de lo esperado y no atribuible a factores estacionales, como del impacto de unas tensiones financieras más elevadas desde Europa. En Latinoamérica, a pesar de las generalizadas revisiones a la baja en el crecimiento esperado respecto a las estimaciones presentadas hace tres meses, se mantienen las previsiones de México (3.7 y 3.0% en 2012 y en 2013 respectivamente) dados los buenos datos de actividad del primer semestre de 2012, el sostenimiento de las favorables condiciones de financiamiento doméstico y el impulso de la competitividad externa. En Brasil, las previsiones de crecimiento han sido revisadas a la baja significativamente (hasta el 2.2% desde el 3.3% en 2012), debido tanto al impacto del entorno externo y los problemas domésticos, como a una cierta desaceleración en los mercados de crédito y el deterioro de competitividad. A pesar de que se espera que la actividad se recupere en los próximos trimestres tras la relajación sin precedentes de las condiciones monetarias, la reciente desaceleración advierte de las dudas sobre la sostenibilidad del actual modelo de crecimiento y su excesiva dependencia del consumo privado y de la expansión del crédito.

**INDICADOR DE ESTRÉS FINANCIERO,  
BBVA RESEARCH<sup>1/</sup>**



\* EEUU= Estados Unidos de Norteamérica.

<sup>1/</sup> Resume la dinámica de un conjunto de variables financieras que incluye: volatilidad bursátil de tipo de interés y de divisas; riesgo soberano de crédito y corporativo; y tensiones de liquidez.

FUENTE: BBVA Research.

**TIPO DE CAMBIO DÓLAR-EURO Y  
PRIMA DE RIESGO DE ESPAÑA E  
ITALIA**

Simple average spread vs. 10Y Bund. bp;  
index 1 Jan 11=100



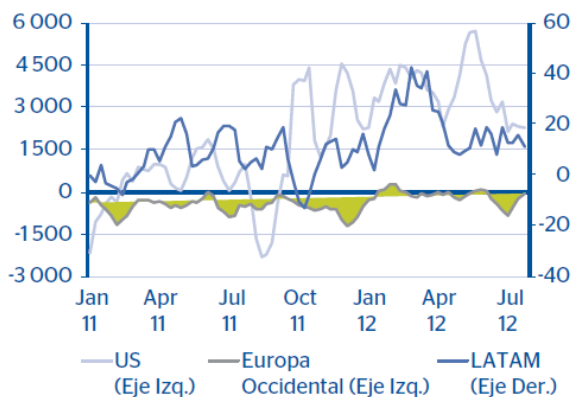
FUENTE: BBVA Research.

En Asia, el crecimiento en la primera mitad de 2012 fue menor de lo esperado en el caso de China. De forma consistente con un escenario global más débil, hemos revisado a la baja nuestras previsiones para 2012-2013. Sin embargo, las medidas de impulso monetario y fiscal ya en marcha y por venir para estimular el crecimiento permitirán que el PIB pueda crecer en 2013 en un 8.3%, medio punto más que en 2012. En el resto de Asia también hay margen de actuación para las políticas económicas, pero existen riesgos a la baja, tanto por una caída más acusada de la demanda global como por una desaceleración continuada de China que pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

La abundante liquidez, los desequilibrios acumulados y la falta de resolución de la crisis europea alteran el carácter de refugio o de riesgo de activos de mercados desarrollados y emergentes.

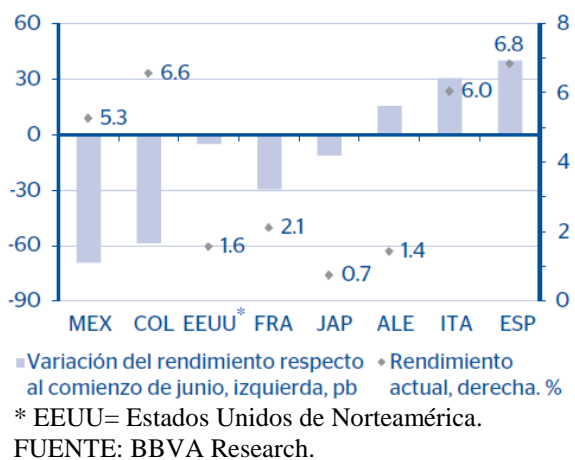
Un entorno como el descrito es muy incierto en su resolución por incluir factores de economía política doméstica, que puede estar poco alineada con los incentivos de resolución de una crisis supranacional. Además, el escenario de riesgo que predomina en el horizonte de predicción sigue caracterizado por situar el foco de riesgo sistémico más en las economías más desarrolladas, en especial en la zona del euro que en las emergentes que, además, mantienen en general una diferenciación positiva con las desarrolladas en cuanto al margen de actuación de sus políticas de demanda, fiscal y monetaria, y los desequilibrios acumulados por la primera de ellas. Con ello vienen acelerando las salidas de flujos de Europa y las entradas a Estados Unidos de Norteamérica y a mercados emergentes como los latinoamericanos.

**FLUJOS A DEUDA SOBERANA**  
-Millones de dólares-



FUENTE: BBVA Research y datos EPFR.

**RENDIMIENTO DE LOS BONOS DE LARGO PLAZO (10 AÑOS), CAMBIOS DESDE EL COMIENZO DE JUNIO (pb)**



FUENTE: BBVA Research.

Esos cambios en los flujos financieros son reflejo de la incertidumbre y del foco de riesgo en los mercados desarrollados y han producido un cambio en el carácter de activos de riesgo y activos seguros de ambos mercados. Como se observa en el gráfico adjunto, desde el final de mayo, cuando se hizo más evidente la menor fortaleza cíclica de Estados Unidos de Norteamérica, el rendimiento de los tradicionalmente considerados activos soberanos libres de riesgo (Estados Unidos de

Norteamérica y Alemania) ha venido cayendo, estando ya en niveles históricamente muy bajos. A ello se unió desde final de junio como elemento de impacto adicional en el mismo sentido, la duda en los mercados sobre la rápida resolución de la crisis del euro. Así, se ha acentuado el carácter de activo de riesgo de los soberanos de las economías periféricas del área del euro y al mismo tiempo, los rendimientos de mercados emergentes como el mexicano<sup>2</sup> o el colombiano se sitúan en mínimos históricos por unos flujos foráneos en máximos a la búsqueda de rentabilidad en economías alejadas del foco de la crisis, con buenas políticas económicas y perspectivas de crecimiento, en países con canales de contagio directo, en general, relativamente estrechos y con margen de actuación de políticas de demanda.

Con todo, el mantenimiento de este escenario está sujeto a riesgos. Aparte de cambios en las perspectivas inflacionistas o de crecimiento local que justifiquen subidas de rendimientos, factores globales como un evento sistémico negativo en el área del euro pueden eliminar el recientemente adquirido valor de refugio de algunos activos de mercados emergentes. Aún así, está por ver si las fortalezas domésticas en términos de riesgo de crédito por equilibrio fiscal se perciben como tales ante un evento “a la Lehman”. Ante eventos de riesgo sistémico, es probable que sólo los activos de economías con moneda propia y banco central que actúa efectivamente de prestamista de última instancia, además de sin desequilibrios externos significativos, sean considerados libres de riesgo<sup>3</sup>. Por otra parte, una nueva expansión del balance de la Fed puede empujar a los inversores hacia la renta variable frente a la renta fija, y más si las expectativas de política monetaria locales no señalan claramente relajamiento.

---

<sup>2</sup> En el caso del bono mexicano, las entradas de flujos pueden estar intensificadas por la apuesta de recomposición de índices de referencia de carteras globales de renta fija.

<sup>3</sup> El capítulo 3 del *Global Financial Stability Report* de abril de 2012 del Fondo Monetario Internacional se dedica al análisis de las implicaciones que tiene para la estabilidad de los mercados financieros la menor oferta de activos considerados libres de riesgo.

### **3 México: crecimiento sostenido gracias a las fortalezas domésticas en un escenario global más incierto**

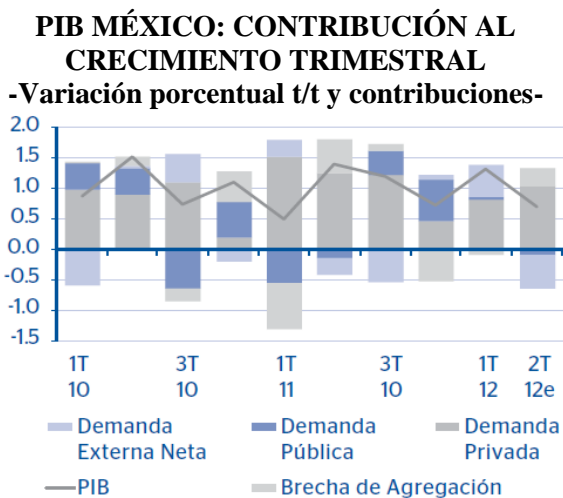
#### **3.1 Perspectivas de actividad en México: certezas domésticas frente a incertezas externas**

##### **Desacoplamiento al alza de México a un entorno con moderación de crecimiento**

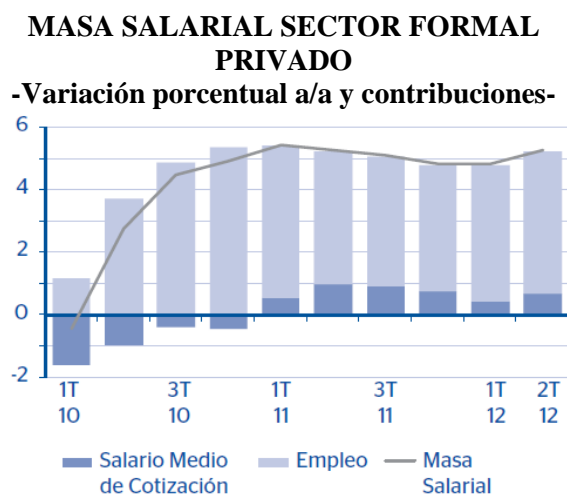
**En un mundo donde las perspectivas de crecimiento se revisan a la baja en prácticamente todas las regiones, se distingue la diferenciación positiva de la actividad económica en México en la primera parte del año.** El crecimiento del PIB sorprendió al alza en el 1T12 con una expansión por arriba de lo esperado con base en los datos de coyuntura disponibles en ese momento. El estimador del PIB trimestral en tiempo real MICA BBVA Research México apuntaba a un crecimiento del de 0.7%, sensiblemente por debajo del dato finalmente publicado por INEGI, de 1.3%. Este crecimiento descansó principalmente en la demanda de origen privado, de consumo de los hogares e inversión empresarial, que aportaron 0.8 puntos de los 1.3 de crecimiento del trimestre. Por su parte, la contribución de la demanda de origen público en esos tres primeros meses fue nula mientras que la de las exportaciones netas de importaciones fue el resto (0.5 puntos).

**Se destaca el elevado crecimiento del consumo de los hogares, principal impulso al crecimiento en los trimestres recientes apoyado en ingreso disponible y acceso al financiamiento.** Como ha sido el caso por dos años ya, destaca la importante creación de empleo en el sector formal privado, con crecimiento anual promedio de 4.6% en los últimos ocho trimestres, que se suma al crecimiento del salario real de 0.4% anual en el mismo período para tener un crecimiento cercano al 5% del ingreso real procedente del mercado laboral formal. Conviene no olvidar “sin embargo” que la aproximación al ingreso disponible de los hogares considerando todo el mercado laboral, formal e informal (con datos de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo) muestra que el crecimiento en términos reales del ingreso de los hogares ha

caído respecto al mismo período del año anterior en los últimos 16 trimestres (en promedio disminuyó 1.9% en 2011, disminuyó en 1.5% en el 1T12).



FUENTE: BBVA Research con datos de INEGI.



FUENTE: BBVA Research.

El segundo componente de mayor peso en la demanda interna, la inversión de las empresas y del gobierno, fue también uno de los componentes que destacó en el 1T12, particularmente en su componente privado. La inversión pública sin embargo fue menos dinámica de lo esperado en los primeros meses del año y en su conjunto la formación de capital aportó 0.1 puntos al crecimiento trimestral. Indicadores oportunos de actividad apuntan a que este componente habrá entrado en una etapa de moderación en el segundo trimestre. En ambos casos, consumo e inversión, su buen desempeño en los meses recientes son un reflejo de la disponibilidad de financiamiento de los agentes, lo que es un factor clave para el crecimiento. Cabe recordar que el crédito al consumo continúa expandiéndose a tasas elevadas, del orden de 19.3% (promedio en el período enero-mayo) en términos reales. Si bien este factor muestra una ligera moderación, es claro que continúa siendo un elemento clave que ha contribuido al buen desempeño de la actividad económica.

Señales de moderación en el 2T12 procedentes de la demanda externa. El conjunto de indicadores oportunos de actividad apuntan a que en el 2T12 el PIB mexicano se

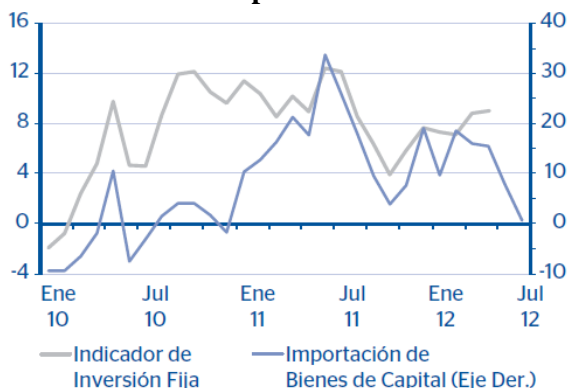
habrá expandido alrededor de 0.9% trimestral, en torno a 4% anual. Existen algunas señales de moderación, tales como la menor contribución de los salarios reales al ingreso disponible en los últimos meses por el aumento de la inflación, la caída en indicadores relacionados con la inversión, y particularmente la moderación de las exportaciones mexicanas, que han registrado caídas en los tres últimos meses, en 1.5% en promedio, que se compara negativamente frente al crecimiento de 1.7% del primer trimestre del año. Por su parte, las confianzas tanto del productor manufacturero como del consumidor corroboran también un tono algo menos optimista. Ello puede reflejar en el primer caso el impacto de los menores crecimientos esperados en la actividad, dada la caída del ISM de Estados Unidos de Norteamérica, indicador de referencia con descensos en su tendencia consistentes con un 3T12 de mayor moderación en México

Aún con estas señales de menor dinámica en actividad, es notable el crecimiento que ha mostrado la economía mexicana, especialmente en el entorno de elevada incertidumbre y moderación internacional. Cabe mencionar además que la sorpresa positiva del 1T12 implica incluso un sesgo ligeramente al alza frente a nuestra estimación de crecimiento del año de 3.7%, que, sin embargo, mantenemos, dada la elevada incertidumbre y posibilidad de desaceleración en la economía global. En particular, no debe desestimarse el riesgo de que la economía estadounidense modere fuertemente su crecimiento, en cuyo caso y dado el otro grado de sincronía con ella, el comercio exterior mexicano sería el canal de transmisión para un eventual ajuste en nuestro país.



**INVERSIÓN E IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL**

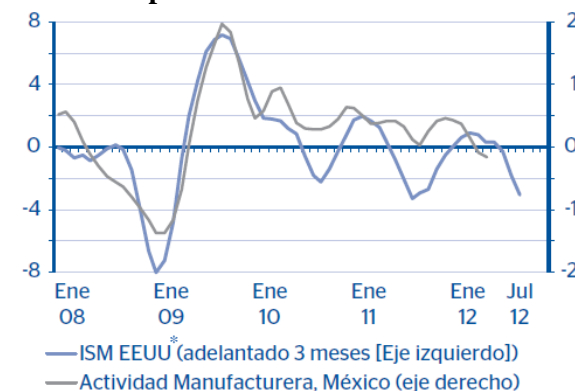
**-Variación porcentual a/a-**



FUENTE: BBVA Research con datos de INEGI.

**MANUFACTURA MEXICANA E ISM ESTADOUNIDENSE**

**-Variación porcentual m/m de las tendencias-**



\* EEUU= Estados Unidos de Norteamérica.  
FUENTE: BBVA Research y Bloomberg.

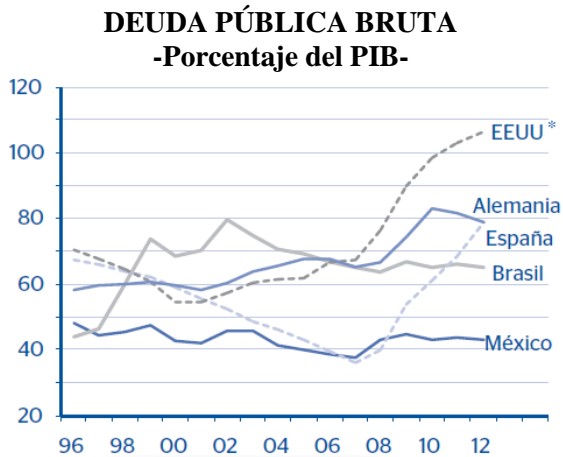
**Certezas domésticas: política fiscal sin desequilibrios, margen de reacción en política monetaria y solidez del sistema financiero**

Quizás el elemento más relevante de la conducción de la política económica de México en los últimos años, es la caída y la estabilización de la inflación y de las tasas de interés, gracias a un banco central independiente en la consecución de la estabilidad de precios, y una política fiscal orientada a la estabilidad presupuestaria que financia el déficit de modo ortodoxo en el mercado. Todo ello ha generado un círculo virtuoso de estabilidad que favorece la demanda de financiamiento de hogares y empresas y más cuando todo lo dicho viene acompañado de un sistema financiero sólido, capaz de atender la demanda solvente de crédito.

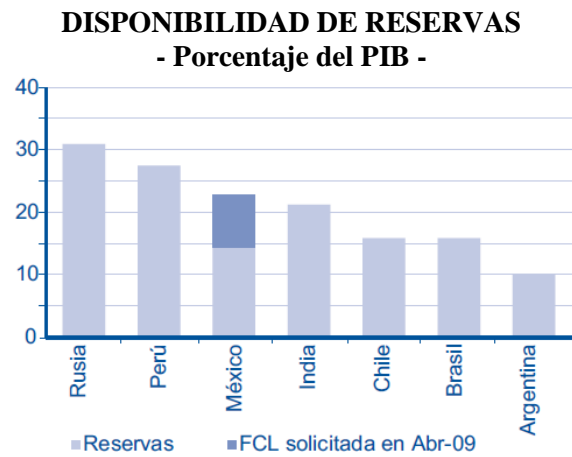
La certidumbre de la política fiscal en cuanto al cumplimiento anual del objetivo de déficit y una deuda acotada, es elemento de solidez de la economía. La deuda pública mexicana como porcentaje del PIB se encuentra muy por debajo del nivel de otras economías, situación que contribuye a que el gobierno se continúe financiando a menores costos y mayores plazos, asumiendo un nivel de riesgo prudente. Asimismo se han hecho esfuerzos por diversificar la estructura de pasivos de forma que sea posible disminuir vulnerabilidades ante la incertidumbre externa. Al 30 de junio, el

79% de la deuda neta del gobierno federal estaba en manos de acreedores internos y el restante 21% era deuda externa.

Asimismo, la conducción de las políticas monetaria y fiscal así como la regulación en el sistema financiero ha permitido a México diferenciarse frente a otras economías (o el conjunto de la Unión Europea) positivamente en términos del estrés financiero que enfrenta. La fortaleza de los fundamentales en términos de solidez de las finanzas públicas, solvencia bancaria y nivel de reservas holgado, entre otros factores, son elementos que permitieron a México acceder y ratificar el acceso a una Línea de Crédito Flexible (LCF) por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI) por un monto de DEG 47,292 (aproximadamente 72 mil 980 millones de dólares, acuerdo ratificado en diciembre de 2011). Con esto el país cuenta sin condicionalidad de política económica con un fondeo en dólares a bajo costo y que por sí solo supone el 6.9% del PIB.



\* EEUU= Estados Unidos de Norteamérica.  
FUENTE: BBVA Research.



FUENTE: BBVA Research, Bancos centrales y FMI.

La solidez del sistema bancario mexicano con un nivel elevado de capitalización y de riesgo de crédito limitado y bien cubierto es también una fortaleza, y más en estos momentos teniendo en cuenta los acontecimientos en el entorno externo. El sistema financiero mexicano goza de un nivel de capitalización muy por arriba del mínimo

regulatorio (15.7% el sistema financiero mexicano, 8% el exigido por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y 10% el exigido por la CNBV). Así, el sistema se encuentra en posibilidad de solventar necesidades de financiamiento a empresas y familias, muestra de ello es que se ha reducido sistemáticamente la percepción de que las tasas de interés y el colateral exigido por los bancos son los principales factores que limitan el acceso a crédito.

Así, si bien hay retos pendientes de gran trascendencia en el horizonte de la economía mexicana, existen elementos que dotan a México de fortaleza y constituyen factores diferenciadores en el entorno actual de incertidumbre global.

Entre los retos pendientes destacan algunos como dotar de mayor solidez al marco institucional vigente. Un débil entorno legal se relaciona con altos niveles de actividades informales y/o al margen de la ley, relacionadas a su vez con bajos niveles de inversión y productividad (ver el siguiente recuadro).

### **La informalidad frena el crecimiento de la productividad y la inversión**

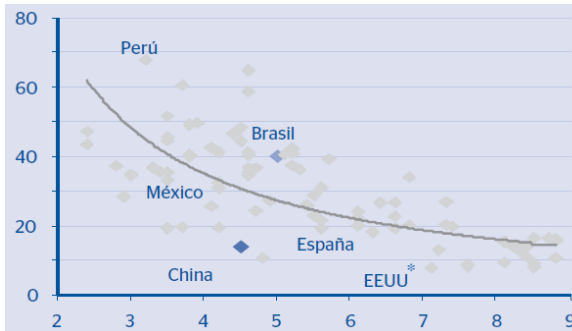
En algunas economías emergentes, el peso de la informalidad en la actividad y el empleo es relevante. Por ejemplo, para los siete países más grandes de Latinoamérica se estima que la economía informal representa, en promedio, el 39% del PIB, mientras que cerca del 57% del empleo total de esos países está en situación de informalidad, donde se incluye tanto el empleo propiamente en empresas pertenecientes al sector informal, como empleo en situación informal en empresas fuera del sector informal.

Si la economía informal es aquella parte que se escapa a las regulaciones vigentes, parece claro que su medición está sujeta a una elevada incertidumbre, tanto en su importancia en la actividad medida por el PIB como en el empleo. En lo que se

refiere al empleo, se puede distinguir además el empleo informal por estar dedicado a actividades informales como el empleo informal dentro de empresas formales.

Altos niveles de economía informal son resultado de factores ligados al entorno regulatorio en el que se desenvuelve la actividad económica: los costos que supone su cumplimiento para los regulados y la fortaleza en la persecución de los incumplimientos por parte del regulador. Una normatividad compleja, de cumplimiento costoso en términos no sólo de tarifas sino de trámites y a la vez una probabilidad no alta de no ser sancionado por el incumplimiento de las normas, son elementos que alientan la informalidad. Dado que los costos de cumplimiento de la norma y la posibilidad de ser detectado crecen con el tamaño del negocio, se desincentiva lograr economías de escala, lo que limita la acumulación de capital y la inversión y más si, como ocurre, esta situación dificulta el acceso al financiamiento bancario. Todos estos factores limitan la productividad de la economía y la acumulación de capital, por lo que alcanzar un mayor nivel de PIB per cápita en el país requerirá cambios que promuevan una mayor formalización de la economía, Altos niveles de informalidad coinciden con bajos niveles de desarrollo económico, lo que se observa en niveles comparativamente bajos de PIB per cápita. Esto como respuesta a la también baja productividad.

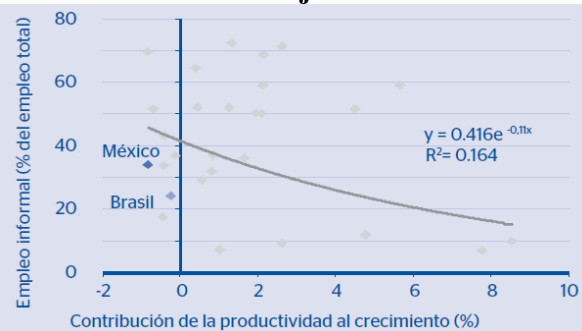
**ECONOMÍA INFORMAL**  
**-Porcentaje del PIB oficial- E INDICE**  
**DE AMBIENTE LEGAL**



\* EEUU= Estados Unidos de Norteamérica.  
 FUENTE: BBVA Research, OIT y Conference Board. El valor de la proporción de los trabajadores informales en el empleo total se refiere al último dato disponible.

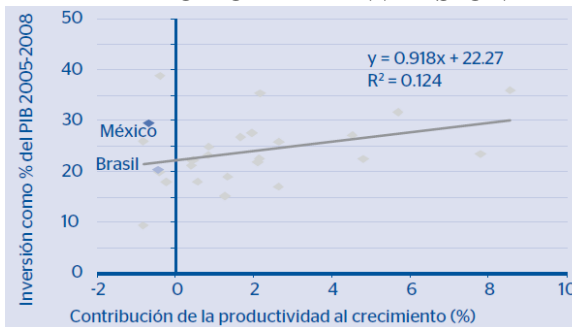
**PROPORCIÓN DE LOS TRABAJADORES**  
**INFORMALES EN EL EMPLEO TOTAL Y**  
**CONTRIBUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD**  
**AL CRECIMIENTO 2001-2008**

**-Porcentajes-**



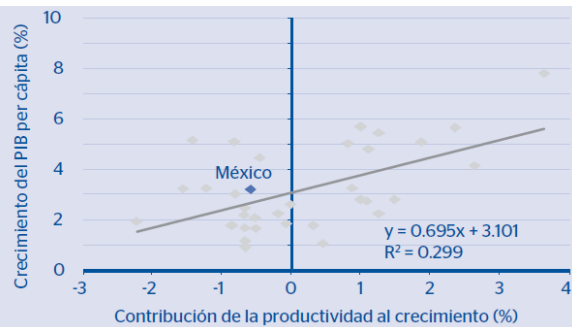
FUENTE: BBVA Research. El valor de la proporción de los trabajadores informales en el empleo total se refiere al último dato disponible.

**PROPORCIÓN DE LOS**  
**TRABAJADORES INFORMALES EN**  
**EL EMPLEO TOTAL E INVERSIÓN**



FUENTE: BBVA Research y Conference Board.

**PRODUCTIVIDAD Y PIB PER CÁPTIPA**



FUENTE: BBVA Research, International Property y Rights Index 2011, Schneider (2010).

**3.2 En un entorno de choques de oferta al alza, la inflación se mantiene controlada gracias a que la demanda (aún) no es un factor de presión relevante**

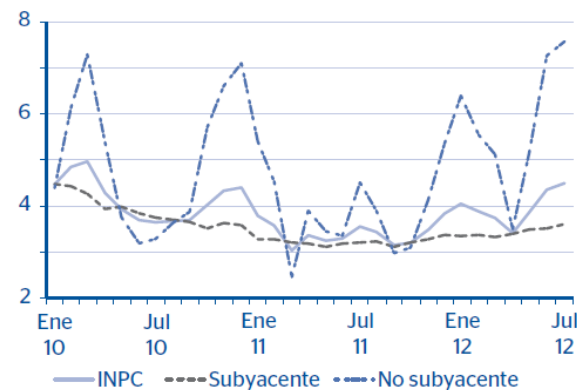
**Durante el Segundo trimestre del año la inflación se mantuvo estable respecto al trimestre previo al ubicarse en 3.9%, sin embargo después de tocar su tasa mínima**

del año en abril (3.4%), los precios se han acelerado durante los siguientes dos meses, hasta ubicarse en la primera quincena del julio en 4.5%. Este súbito repunte de la inflación se debe a: i) los continuos choques alcistas que los precios de las materias primas han sufrido durante los últimos dos años y, en menor medida, ii) la depreciación que el peso ha sufrido desde 2011 y finalmente, iii) a un repunte estacional de los precios de las frutas y las verduras. Pese a lo anterior la inflación subyacente continúa reflejando que la demanda agregada aún no constituye un factor relevante para elevar los precios, aunque también ha experimentado una ligera aceleración a causa de los choques mencionados.

**La inflación subyacente se ha acelerado ligeramente durante el año al pasar de 3.3% al cierre de 2011 a 3.6% en la primera quincena de julio.** Este aumento se debe a una leve aceleración de los precios de los servicios —en consistencia con una lenta pero continua recuperación del consumo— y por la persistencia mostrada por los precios de las mercancías, que han oscilado en un rango entre 4.5 y 4.8% a lo largo del año.

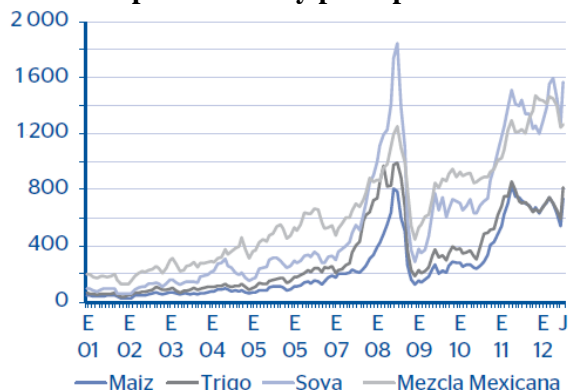
**La inflación de las mercancías no ha podido caer por debajo de 4.5%** debido a los continuos choques alcistas que se han sucedido en los mercados de granos y por la depreciación del peso provocada por la intensa volatilidad financiera. A su interior, los precios de los alimentos procesados habían venido desacelerándose lenta pero consistentemente desde el inicio del año, sin embargo tras alcanzar su mínimo de 2012 en mayo (6.3% a/a), han experimentado un leve repunte desde entonces, primordialmente por los aumentos que se han dado en los precios del trigo, la soya y de manera más reciente en el maíz, aumentos a los cuales subyace la fuerte sequía que afecta Estados Unidos de Norteamérica.

**INFLACIÓN Y COMPONENTES**  
-Variación porcentual a/a-



FUENTE: BBVA Research con datos de INEGI.

**PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS**  
**EN MERCADOS MUNDIALES**  
-Pesos por contrato y pesos por barril-



FUENTE: BBVA Research con datos de Bloomberg.

La reducción de la inflación que experimentaron los precios de los alimentos se ha visto compensada por la aceleración de la inflación en los precios del resto de las mercancías, que ha pasado de 1.9% en octubre pasado hasta 3.5% en la primera mitad de julio. Esta aceleración es producto de dos factores la depreciación del peso de 106% en promedio desde agosto de 2011, y en segundo lugar a la continua recuperación del consumo.

Por su parte la inflación en servicios ha repuntado desde 2.2% en febrero hasta 2.5% en la primera quincena de julio, lo que se ha dado principalmente por una leve aceleración en los precios de la educación básica y superior desde mayo, y por un ajuste al alza en los precios del resto de los servicios desde marzo, donde se destacan los precios del transporte aéreo y los servicios turísticos en paquete, ambos productos con afectación por el alza en el precio del petróleo. El componente de vivienda continúa en mínimos históricos al registrar en junio una inflación anual de 1.85%, una tasa que refleja la ausencia de presiones de demanda.

**La inflación subyacente continuará mostrando algunas afectaciones leves en tanto los choques de materias primas continúen**, sin embargo consideramos que el traspaso provocado por los cambios en estos costos será limitado, debido a que en un contexto en el que la demanda sigue creciendo moderadamente, buena parte de los productores evitarán aumentar sus precios por las potenciales pérdidas de cuota de mercado que puedan tener frente a sus competidores. Por lo anterior consideramos que la inflación subyacente ya se ubica muy próxima a sus máximas tasas anuales e incluso que experimentará una ligera desaceleración al cierre del año.

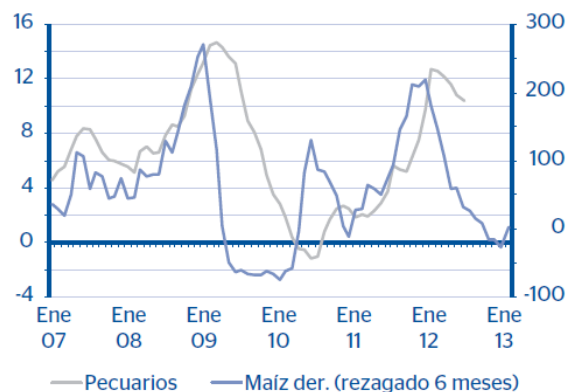
**El componente no subyacente ha sido el más volátil de la cesta del INPC a lo largo del año**, afectado por las oscilaciones en granos y petróleo, la depreciación del peso y de manera más reciente, por el brote de influenza aviar en el occidente del país. El factor estacional ligado a los tiempos de siembra y cosecha de las frutas y verduras ha tenido una muy importante influencia en la dinámica de este componente.

**PRECIOS DE LAS IMPORTACIONES E INFLACIÓN MERCANCIAS NO ALIMENTICIAS**  
-Variación porcentual a/a-



FUENTE: BBVA Research con datos de INEGI.

**INFLACIÓN PRECIOS PECUARIOS Y PRECIOS DEL MAÍZ**  
-Variación porcentual a/a-



FUENTE: BBVA Research con datos de INEGI y Bloomberg.

Los precios de los productos pecuarios destacaron por su aceleración desde el otoño de 2010 hasta enero de este año, cuando su inflación anual alcanzó el 12.7%. Sin embargo, entre febrero y junio de este año dicha tasa se había desacelerado hasta el

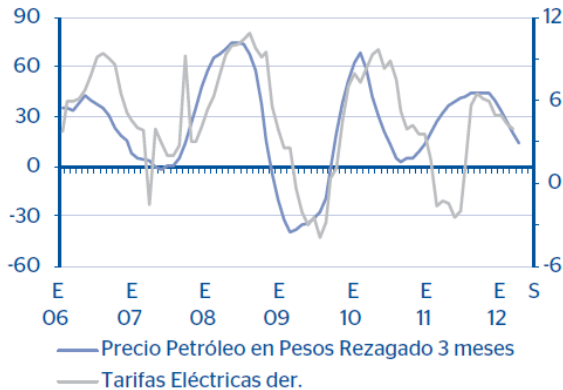


10.4%. Desafortunadamente el brote de gripe aviar que se registró a principios de julio provocó afectaciones en la producción de huevo y pollo en el país provocando que en la primera quincena de dicho mes la inflación aumentará hasta el 13.3%. Si bien este choque de oferta de productos avícolas es transitorio y de muy corta duración, el panorama para los costos de los productores también ha empeorado por los aumentos en los precios de la soya y el maíz, por lo que previsiblemente estos precios aún tienen un trecho al alza que recorrer.

**Los precios de la energía también se han visto afectados por los altos precios del petróleo y gas en el mundo.** Si bien en México prevalece la política de deslizamientos programados y menos intensos de los precios de las gasolinas y el diesel (que lleva implícito un subsidio cada vez más elevado en 2012), los precios del servicio eléctrico y del gas doméstico resienten de manera más clara estas alzas, que además adquieren mayor relevancia en períodos de fuerte depreciación del tipo de cambio.

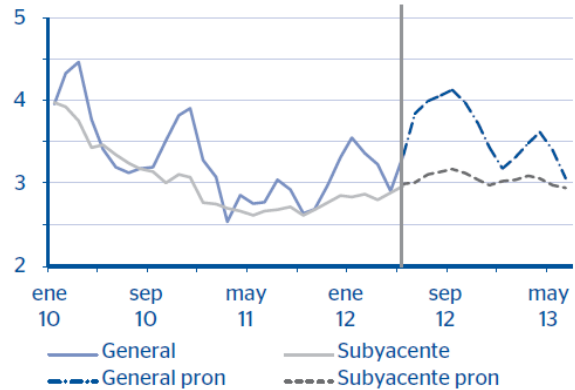
Finalmente hay que destacar que también al interior de la inflación no subyacente hay componentes que sirven de contención, como las tarifas fijadas por los gobiernos locales, cuya inflación anual en junio era de apenas 0.1%, gracias a la derogación del impuesto a la tenencia de automóviles en varios estados del país. Sin embargo, hay que destacar que estos precios son, por definición, sujetos a cambios súbitos ligados al estado de los ingresos de estados y municipios.

**INFLACIÓN TARIFAS ELÉCTRICAS  
-Variación porcentual a/a- Y PRECIOS DE  
LA MEXCLA MEXICANA DE PETRÓLEO  
-Variación porcentual a/a, promedio móvil  
de seis meses-**



FUENTE: BBVA Research con datos de INEGI y Bloomberg.

**ESCENARIO DE INFLACIÓN BBVA  
RESEARCH  
-Variación porcentual a/a-**



FUENTE: BBVA Research con datos de INEGI y Bloomberg.

**Factores de oferta impactan en la inflación en México ante la falta de presiones relevantes de la demanda**

La inflación en México ha alcanzado este año niveles por arriba del 4% en un entorno de crecimiento moderado, aumentos en los precios de algunos productos muy volátiles como los agropecuarios, y de depreciación del tipo de cambio. Los movimientos recientes de los precios de los productos agropecuarios pueden ser considerados como fruto de factores de oferta ya que se deben en su mayoría a factores climáticos, el brote de gripe aviar, y además a un tipo de cambio que se ha depreciado reflejando la incertidumbre global. Por otro parte, el movimiento de precios asociado a un crecimiento económico por arriba del considerado como potencial puede ser clasificado como factor de demanda.<sup>4</sup> En este sentido, la inflación podría descomponerse en dos factores, uno de demanda, relacionado con el crecimiento económico nominal en relación al potencial real de la economía, y uno

<sup>4</sup> El crecimiento potencial se considera como aquel donde el uso de los factores productivos en el largo plazo es consistente con la estabilidad de precios.

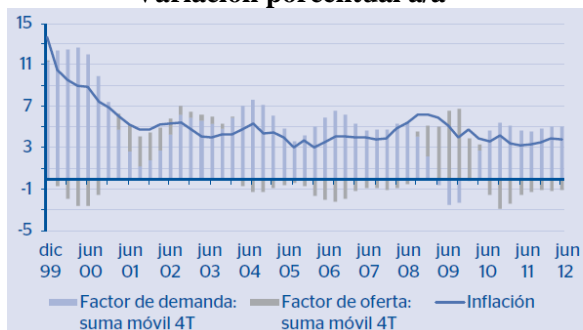
residual, o de oferta, que captura el resto de determinantes.<sup>5</sup>

Esta descomposición muestra que el factor residual o de oferta en México tiene un comportamiento similar al del precio internacional de materias primas como granos y en menor medida el petróleo, dada la política energética de subsidios, además de estar relacionado también con el tipo de cambio. También se observa que el factor de demanda es relevante. No obstante, este factor al ser calculado como la diferencia entre la tasa de crecimiento nominal y la tendencial del crecimiento real, no captura totalmente los factores de holgura generados por capacidad de producción no utilizada. Es decir, el tener contribuciones positivas de la demanda a la inflación no equivale a que no haya holgura en el nivel de factores disponibles en los distintos mercados.

---

<sup>5</sup> La descomposición toma en consideración el trabajo de Eagle y Domian (2011) en el que la variación de precios de la economía es igual a la diferencia entre el crecimiento del PIB nominal y el real (después de una transformación logarítmica y en diferencias de 4 trimestres de las variables en niveles). Se asume que se pueden aproximar los precios del conjunto de la economía con los de la canasta de consumo dada su elevada correlación, sobre todo en tasa anual, además de que la serie del deflactor del PIB inicia en 2003. Adicionalmente, el crecimiento del PIB real se descompone mediante el filtro de Hodrick-Prescott en sus factores de tendencia y ciclo, considerando además para el período proyectivo el escenario de BBVA Research. De este modo, el factor de demanda se considera la diferencia entre el crecimiento nominal y la tendencia del crecimiento real, mientras que el factor exógeno, o de oferta, está dado por el residuo con la inflación. Esta aproximación se puede asemejar a una Curva de Phillips en la que no se diferencian factores de oferta. La muestra comprende el período 1998:1-2012:2 en forma trimestral. Los resultados muestran que ambos determinantes son significativos y mantienen el signo correcto, y únicamente con estos dos componentes se logra un ajuste superior al 70% en el período de estimación. Esta metodología se basa en el modelo simple de la teoría cuantitativa del dinero.

**INFLACIÓN ANUAL.  
DESCOMPOSICIÓN EN FACTORES DE  
DEMANDA Y OFERTA**  
-Variación porcentual a/a-



FUENTE: BBVA Research.

**INFLACIÓN ANUAL OBSERVADA Y  
ESTIMADA EN BASE A LOS FACTORES  
DE DEMANDA Y OFERTA**  
-Variación porcentual a/a-



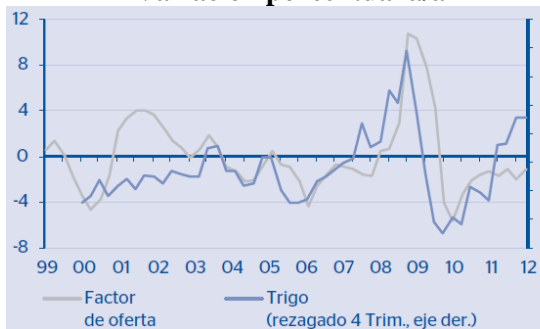
FUENTE: BBVA Research.

En períodos de crisis, por construcción, el factor de demanda será negativo ante la caída del producto, lo que induce que el factor exógeno recoja los factores que explican el nivel de inflación observado, como podrían ser la rigidez de precios en la economía, cambios fiscales, o movimientos en el tipo de cambio y los precios internacionales, entre otros.

El hecho de que el factor relacionado con los factores de oferta guarde relación con los precios de los granos y el petróleo, implica que parte de los precios en México está determinada por la dinámica del nivel general de los precios del mundo, sobre todo en aquellos productos o insumos que son de uso común. También contribuye a identificar el tiempo en que esos choques se trasladan al nivel de precios del país. Por ejemplo, en el caso del tipo de cambio, este efecto es prácticamente contemporáneo, mientras que en el caso de los precios de materias primas como el trigo existe un rezago de varios trimestres. Este rezago se puede deber a que los productores se pueden abastecer localmente, tienen inventarios o existen coberturas financieras. Aislar los factores de oferta y demanda de la inflación permite inferir la importancia del efecto que tiene el desempeño de la actividad económica sobre los precios. Al mismo tiempo que permite observar la exposición de la economía a los choques exógenos.

**FACTOR DE OFERTA Y PRECIO DEL TRIGO**

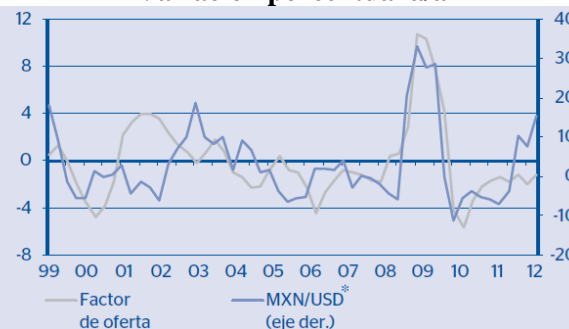
**-Variación porcentual a/a-**



FUENTE: BBVA Research.

**FACTOR DE OFERTA Y MONEDA NACIONAL/DÓLARES**

**-Variación porcentual a/a-**



\* Dólares.

FUENTE: BBVA Research.

**Referencia**

Eagle, D. y Domian, D. (2011), “Immunizing our Economies against Recessions – A Microfoundations Investigation”, Western Economic Association International Conference, San Diego, June 2011.

**Una postura monetaria neutral con el deterioro del balance de riesgos en actividad y el repunte de la inflación**

En los últimos dos Anuncios de Decisiones de Política Monetaria el banco central ha mantenido su postura neutral con base en un deterioro del balance de riesgos de actividad y una inflación que ha repuntado hasta ubicarse en 4.5% en la primera quincena de julio. El crecimiento de la actividad doméstica se ha mantenido, si bien con unos signos de desaceleración, por encima de 3.5% y, en su mayoría, los analistas concuerdan en que así se mantendrá por el resto del año. Sin embargo, los riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial se han intensificado como consecuencia de la incertidumbre que prevalece sobre la crisis de la zona Euro y sobre el tamaño que podría tener el ajuste fiscal del próximo año en Estados Unidos de Norteamérica. Por otro lado, la inflación en los dos últimos meses ha repuntado a niveles por encima del 4% como consecuencia del alza en el subíndice no subyacente, de tal forma que las perspectivas apuntan a que se mantenga alrededor de esta cifra casi todo lo que resta del año. A partir de las perspectivas en materia de actividad doméstica y precios al consumidor, Banxico amplió la información sobre su balance de riesgos de inflación puntualizando que éste es distinto en el corto y mediano plazos. En el corto

plazo, los riesgos están sesgados al alza como resultado de choques de oferta que afectan los precios de productos agropecuarios, mientras que en el mediano plazo, los riesgos a la baja se han incrementado, dada una mayor probabilidad de un severo debilitamiento de la economía mundial.

Adicionalmente a los riesgos que plantea Banxico, la posibilidad de que la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica (FED) ponga en marcha una nueva ronda de estímulos monetarios ha sido mencionada como un elemento que podría influir en un cambio de la postura de política monetaria. Si bien es cierto que una medida de esta naturaleza por parte de la FED traería consigo un tensionamiento relativo de la política monetaria en México, las perspectivas de una inflación al alza y de una acotada apreciación del tipo de cambio respecto a los niveles actuales, limitan el endurecimiento de las condiciones monetarias.

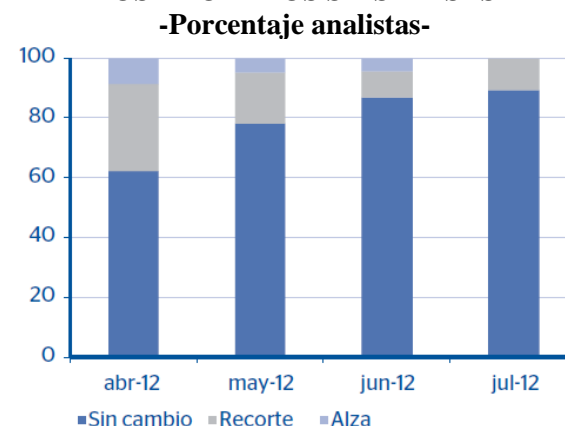
Actualmente el escenario de BBVA Research señala un crecimiento del PIB de 3.7% para 2012 y una inflación promedio de 4.4% para el resto del año. Este escenario, aunado a las condiciones actuales, sigue siendo consistente con una pausa monetaria en 2012. No obstante, se reitera el sesgo hacia un recorte en caso de que los riesgos sobre la actividad se materialicen.

### ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS



FUENTE: BBVA Research.

### EXPECTATIVAS DE MOVIMIENTO EN LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES



FUENTE: Encuesta de expectativas de analistas de mercados financieros.

## Mercador financieros locales en sintonía con el riesgo elevado y la liquidez global

**Entre mayo y julio, el tipo de cambio continuó muy ligado al riesgo global, mientras que las tasas de interés de la deuda gubernamental respondieron en mayor medida a la liquidez**

Durante el mes de mayo se incrementó la aversión global al riesgo como consecuencia de las dudas sobre la continuidad de Grecia dentro del área del Euro por la falta de acuerdo político respecto a las medidas de austeridad fiscal convenidas con la Troika (BCE, FMI y Comisión Europea). Esto contribuyó a que el tipo de cambio alcanzara niveles de 14.37 en el mercado spot. En el mes de junio, la aversión al riesgo cedió luego de que se ratificara el compromiso del nuevo gobierno griego con las medidas de austeridad convenidas. Esta tendencia a la baja se reforzó con los acuerdos alcanzados en la cumbre europea en materia de canalización de recursos a los sistemas bancarios. A medida que el riesgo global se reduce en respuesta a dichos acuerdos, el peso mexicano se apreció hasta alcanzar 13.36 pesos por dólar al finalizar junio. Las tasas de mediano y largo plazo de la deuda pública mexicana en pesos mantuvieron una tendencia de caída durante todo el período, sin que los episodios de

riesgo global de mayo interrumpieran dicha evolución a la baja. La tasa del bono a 10 años alcanzó niveles por abajo del 5%, lo cual es de destacar considerando que el mercado y los analistas esperan que la tasa de política monetaria se mantenga en 4.5% en los próximos meses. En las últimas semanas de julio el peso se ha mantenido alrededor de los 13.30 pesos por dólar, influido por las noticias sobre el deterioro de la situación económica y financiera de los países periféricos del área del Euro y más recientemente, por la posibilidad de una nueva ronda de compra de bonos por parte del BCE.

Adicionalmente a la aversión global al riesgo, también en el mercado cambiario ha influido la posibilidad de una nueva ronda de estímulos monetarios por parte de la FED. Los datos por debajo de lo esperado en materia de empleo durante los últimos meses en Estados Unidos de Norteamérica han incrementado las especulaciones acerca de mayores acciones por parte de la FED para apoyar la actividad económica. Ello se asociaría con una búsqueda de mayor rentabilidad, lo que tiende a apreciar las monedas emergentes por cortos períodos.

Al momento la FED sólo ha extendido su programa para incrementar la duración de los activos de su balance (operation twist). Los próximos datos de empleo no agrario, así como la reunión de banqueros centrales que organiza la FED a finales de agosto darán más elementos sobre el curso de la política monetaria de Estados Unidos de Norteamérica en los próximos meses y, por consiguiente, sobre posibles eventos exógenos que afectan a la paridad cambiaria y a las tasas de interés mexicanas.

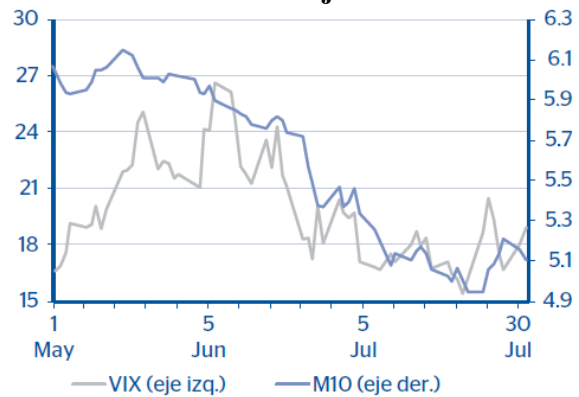


**RIESGO GLOBAL Y TIPO DE CAMBIO**  
-Porcentaje y ppd-



FUENTE: BBVA Research y Bloomberg.

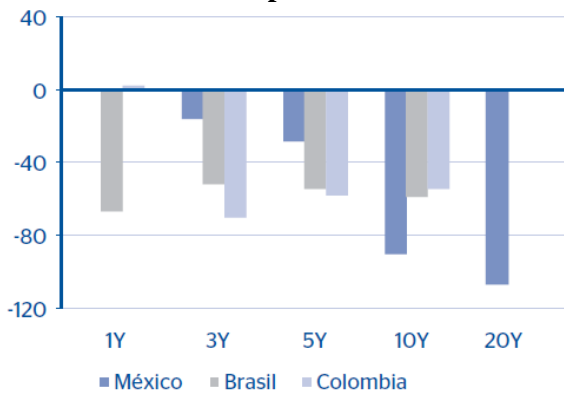
**RIESGO GLOBAL Y TASA DE RENDIMIENTO DEL BONO 10 AÑOS**  
-Porcentaje-



FUENTE: BBVA Research y Bloomberg.

Las tasas de los bonos de largo plazo en México cayeron entre mayo y julio alrededor de 100 puntos base en promedio. Este descenso es mucho más pronunciado que la reducción observada en otros países de Latinoamérica. El deterioro de la calidad crediticia de algunos países europeos ha puesto de relieve la disciplina fiscal de México, lo que ha contribuido a que continúen las fuertes entradas de flujos extranjeros al mercado de deuda gubernamental en México. Actualmente, las posiciones de los inversionistas extranjeros representan alrededor del 45% de dicho mercado.

**CAMBIO EN BONOS DE RENTA FIJA ENTRE MAYO 30 Y JULIO 31**  
-pb-



FUENTE: BBVA Research y Bloomberg.

**FLUJOS EXTRANJEROS A BONOS DE DEUDA GUBERNAMENTAL EN MÉXICO**  
-Porcentaje-



FUENTE: BBVA Research y Bloomberg.

La intensa caída en tasas gubernamentales, con una expectativa de pausa monetaria denota una disminución relevante en la prima por plazo. Esta caída está muy por debajo del nivel explicado por la evolución del riesgo crediticio, por lo que parece estar asociado a una mejora en las condiciones de liquidez en el mercado de bonos en México (ver recuadro: *La mejora de las condiciones de liquidez: soporte de la caída de las de interés*). Por ejemplo, el diferencial entre el precio de compra y el de venta del bono gubernamental a 10 años ha disminuido a un nivel similar al visto en el año 2010 cuando México entró en el Índice Mundial de Bonos Gubernamentales (WGBI por sus siglas en inglés) que es una referencia a nivel mundial de exposición a deuda pública por país.

No obstante, existen factores de riesgo que podrían revertir el premio por plazo, como son i) un incremento en la aversión al riesgo global que podría deteriorar las condiciones domésticas, ii) un relajamiento adicional (QE3) por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica que podría producir una substitución de bonos más seguros por activos de mayor riesgo y rendimiento, y iii) un incremento en la inflación doméstica en caso que los precios de los productos más volátiles continúen su tendencia creciente.

Las tasas de medio y largo plazo de los bonos gubernamentales en México deberían continuar con una senda de aumento consistente con un crecimiento económico moderado y una normalización de las condiciones de liquidez globales. Por ejemplo, se espera que la tasa del bono a 10 años se situé en el entorno del 5.5% en diciembre.

La reducción temporal del riesgo global genera espacio para que el tipo de cambio se aprecie a niveles coherentes con productividad y precios relativos de México y Estados Unidos de Norteamérica, factores fundamentales que dirigen el comportamiento del tipo de cambio a medio y largo plazo. En el mediano plazo, las perspectivas de crecimiento e inflación en México y Estados Unidos de Norteamérica

continúan señalando una apreciación del peso frente al dólar. Se estima que a finales de año el peso se ubicará alrededor de 13 pesos por dólar, nivel cercano a la estimación de su tendencia de largo plazo, que se encuentra entre 12.30 y 12.60 pesos por dólar. No obstante, la incertidumbre que priva en los mercados financieros podría alterar la tendencia derivada de los fundamentos.

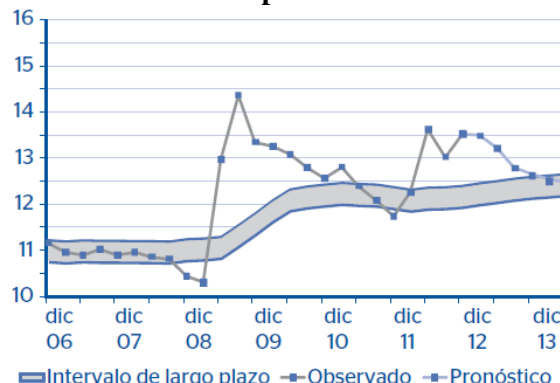
En caso que finalmente ocurriera un “accidente” financiero en el área del euro que agravase su situación, y hubiera un contagio hacia la economía de Estados Unidos de Norteamérica, tanto las tasas domésticas como el tipo de cambio sufrirían un incremento relevante de nivel y volatilidad. En todo caso, la intensidad y duración del evento de riesgo estaría acotada por la reacción europea para solventar la crisis desencadenada.

**TASA DEL BONO A 10 AÑOS**  
- Porcentaje -



FUENTE: BBVA Research.

**TIPO DE CAMBIO**  
-Pesos por dólar-



FUENTE: BBVA Research.

**La mejora de las condiciones de liquidez: soporte de la caída de las tasas de interés**

Desde el final de mayo y hasta el final de julio la curva de tasas de interés de los bonos gubernamentales en México ha caído en promedio 50 pb, con un descenso más acentuado en las tasas de más largo plazo de alrededor de 100 pb. Esta caída se presenta en un contexto de pausa monetaria en los últimos tres años y con

expectativas de que se mantenga así por lo menos hasta bien avanzado 2013. Esta combinación de factores sugiere la presencia de un bajo *Term Premium*, esto es, una caída en la compensación que los inversionistas demandan por mantener activos de mediano y largo plazo más allá de la pura reinversión en valores de corto plazo. En efecto, en presencia de riesgo de mercado (el derivado de la variación en el precio de los activos como consecuencia del cambio de las tasas de interés), los inversionistas demandan un rendimiento adicional al promedio de las expectativas de tasas futuras de corto plazo, como compensación por mantener un activo con mayor duración. Esta compensación adicional, que representa una desviación de la hipótesis de expectativas de las tasas de interés, se denomina *Term Premium*. De acuerdo con Cerecero et al. (2008) el *Term Premium* puede interpretarse como la suma de una prima de liquidez y de una prima de riesgo. Así, identificar el componente al que se puede atribuir la caída de las tasas de interés es, dado el escenario de política monetaria, equivalente a buscar la causa de la caída de la prima por permanencia o *Term Premium*. Este concepto se aproxima mediante la siguiente expresión:

$$\Phi_{nt} = Y_{nt} - (1/n)\sum_i E_t (r_{t+i})$$

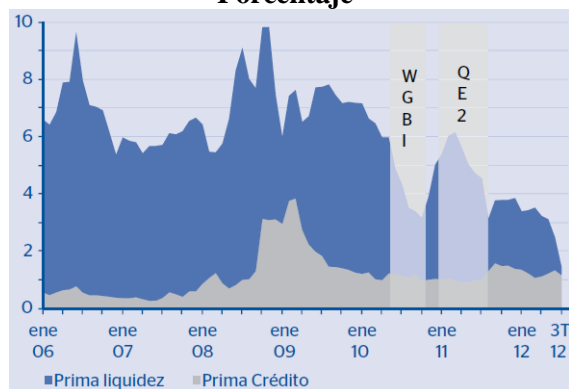
Donde:

$\Phi_{nt}$ : *Term Premium*.  $Y_{nt}$ : Rendimiento de un bono cupón cero con vencimiento en n períodos en el tiempo t;  $r_t$ : Tasa de corto plazo en el tiempo t.  $E_t (X_{t+u})$ : Valor esperado en el tiempo t de la variable X, o períodos adelante.

En nuestro caso en particular,  $\Phi_{nt}$  para cada mes en el período de enero 2006 a julio 2012 es la diferencia entre el rendimiento promedio mensual de un bono cupón cero con vencimiento en 10 años y el promedio mensual de las expectativas de la tasa de Cetes 365 días de BBVA Research 10 años hacia delante.

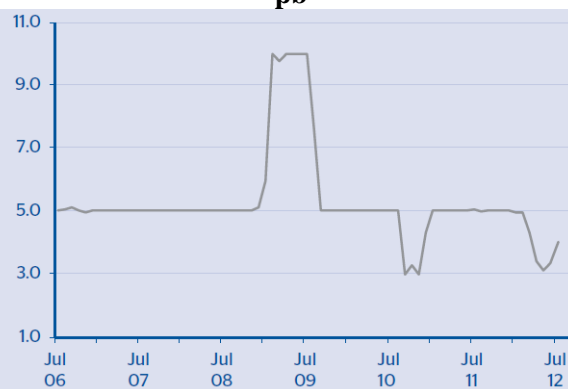
Una vez calculado el *Term Premium* se lleva a cabo su descomposición en prima de liquidez y prima de riesgo mediante la metodología econométrica de espacio estado. La prima de riesgo está ligada al riesgo de impago del activo o riesgo de crédito y se aproxima mediante el spread del derivado de incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés) a cinco años de los bonos soberanos de México. Mediante esta variable se busca capturar el riesgo de impago, que varía de acuerdo con las expectativas de variables representativas de la capacidad de pago de la deuda como su nivel, las reservas internacionales, el tipo de cambio o la demanda externa. La prima de liquidez, la cual denota la capacidad de convertir en efectivo el activo en cuestión, es el componente no observado del modelo. Esta aproximación se utiliza debido a la falta de variables que la representen con precisión, ya que no se dispone de datos del volumen operado en el mercado secundario de bonos para referencias específicas. Cabe destacar, sin embargo, que una variable alternativa de prima de liquidez como puede ser la diferencia entre el precio de compra y de venta del bono, en este caso del M a 10 años, también se ha reducido de forma considerable (ver gráfica: *Diferencia entre el precio de compra y precio de venta del bono M10*).

**TERM PREMIUM. DESCOMPOSICIÓN EN  
PRIMA DE RIESGO Y PRIMA DE  
LIQUIDEZ  
- Porcentaje -**



FUENTE: BBVA Research.

**DIFERENCIA ENTRE EL PRECIO DE  
COMPRA Y PRECIO DE VENTA DEL  
BONO M10  
-pb-**



FUENTE: BBVA Research y Banxico.

Los resultados de la descomposición obtenida se muestran en la gráfica: *Term*

*Premium. Descomposición en prima de riesgo y prima de liquidez.* Como puede observarse la prima de liquidez ha caído en los últimos meses a niveles cercanos al 0%, lo cual lleva a que el *Term Premium* esté en niveles históricamente bajos. A la vez, no se ha producido un descenso relevante de la prima por riesgo, ligada al CDS, ya que los factores que determinan la probabilidad de impago no se han alterado significativamente.

Tanto la caída en el indicador de liquidez antes descrito, como la del *Term Premium* son comparables en magnitud a lo ocurrido en 2010 cuando México ingresó al índice Global de Bonos Gubernamentales (WGBI por sus siglas en inglés). Otro punto a destacar es el hecho de que a partir de esta fecha parece haber cambiado la media de los datos. Esto es, después de la entrada de México al WGBI la prima de riesgo oscila alrededor de una media de menor magnitud (alrededor de 3%), a la observada antes de marzo de 2010. Nótese que la prima de riesgo mostró una variación importante para luego regresar a este nivel medio durante la vigencia de la compra de activos por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica (QE2).

La reciente caída de la prima por liquidez y, por consiguiente del *Term Premium*, está influida por la entrada de flujos extranjeros a México. Esta demanda por activos mexicanos puede ser explicada por dos factores. Primero, el factor de rendimiento ajustado por riesgo. Los bonos mexicanos de largo plazo continúan cotizándose a tasas reales positivas, a su vez que su riesgo de crédito es considerablemente menor al que se atribuye a otras naciones, como por ejemplo la mayoría de los países de la zona del Euro. Segundo, el abrupto deterioro de la calidad crediticia de algunos países europeos ha generado especulaciones sobre una posible salida de estas naciones de los índices globales de renta fija, con lo cual se favorecería a la demanda de bonos de otras naciones. Con todo, la abrupta caída de la prima por liquidez tiene su origen en factores no permanentes, lo cual aunado al riesgo de una

corrección de la actividad doméstica, hace posible un movimiento al alza de las tasas de interés domésticas al ritmo de las referencias de Estados Unidos de Norteamérica.

## **Referencias**

Kim, D y A Orphanides (2007), “The bond market term Premium: what is it, and how can we measure it?”. BIS Quarterly Review, Junio 2007.

Cerecero, M, S Salazar y H Salgado (2008), “La curva de rendimiento y su relación con la actividad económica: Una aplicación para México”. Banco de México, documento de investigación 2008-15.

### **¿Se han revertido las condiciones que llevaron a la reducción de la calificación de deuda soberana de México?**

En noviembre de 2009, las agencias calificadoras Fitch Ratings y Standard and Poor’s redujeron la calificación soberana (Issuer Default Rating) en moneda extranjera de México a BBB desde BBB+ con base en la debilidad fiscal del país. En particular, en aquella oportunidad Fitch argumentó que la alta dependencia de los ingresos públicos al petróleo y una estrecha base fiscal reducían la flexibilidad fiscal de México ante futuros choques en los ingresos petroleros. Como sustento a su argumentación, la calificadora presentó una serie de indicadores en materia fiscal en los cuales México mostraba un desempeño por debajo de la mediana de aquellos países que contaban con una calificación similar.

Durante los últimos años, la regla fiscal de equilibrio presupuestaria anual —balance presupuestario sin inversión en Petróleos Mexicanos (Pemex)—, el incremento en los precios del petróleo y un crecimiento que en el período 2010-12 promediará alrededor del 4.4% mantienen las finanzas públicas de México alejadas de la situación de crisis que se observa en varios países europeos. No obstante, distintos indicadores relativos a la situación fiscal siguen estando por debajo de lo que se observa en el promedio los países que actualmente poseen la misma calificación.

Como lo muestra la cuadro: *Indicadores fiscales de los países con calificación BBB de acuerdo con Fitch Ratings* los ingresos públicos como porcentaje del PIB de México están casi diez puntos porcentuales por debajo de la mediana de los países referidos. En materia de deuda pública total, la reducción de la calificación de algunos países afectados por la crisis de deuda en Europa, ha generado que México se ubique prácticamente al mismo nivel que la mediana de los países comparables. No obstante, al conjugar estos elementos, el porcentaje de la deuda respecto a los ingresos sigue siendo superior en el caso de México.

En 2009, la calificadora destacó que un elemento de riesgo sobre el ingreso fiscal mexicano era la caída en la producción petrolera, situación que se mantiene hasta el momento. De acuerdo con British Petroleum, la producción petrolera cayó a 2.93 millones de barriles diarios (mbd) en 2011 desde 2.95 mbd en 2010, una caída similar a la registrada en los últimos tres años. Esta caída de 0.8% es mayor a la de 0.2% registrada en los países de la OCDE y totalmente contraria al crecimiento de 3% que registró la producción de los países de la OPEC. Adicionalmente, la caída en las reservas probadas entre 2010 y 2011 fue de 300 mbd, tendencia similar a la de los países de la OCDE, pero opuesta al incremento que registran las reservas de países de la OPEC. En cuanto a las expectativas de crecimiento económico, de acuerdo con el FMI, México crecerá ligeramente por debajo de la mediana de los países con calificación BBB.

Si bien en los últimos años se han mantenido los elementos entonces mencionados que soportan la calificación actual del soberano mexicano (i.e. sano sector bancario, manejable perfil de amortización de la deuda externa) e incluso se ha avanzado en algunos aspectos como en la posición internacional de liquidez de la deuda mexicana, los datos antes citados reiteran la necesidad de reformas que amplíen la base fiscal y reduzcan su dependencia petrolera. De lo contrario, no será sencillo que las calificadoras se decidan a aumentar la calificación y/o la perspectiva de la deuda



mexicana.

#### INDICADORES FISCALES DE LOS PAÍSES CON CALIFICACIÓN BBB DE ACUERDO CON FITCH RATINGS

País	Deuda pública total (porcentaje del PIB)	Ingresos públicos (porcentaje del PIB)	Deuda pública/ingresos	Promedio crecimiento PIB 2012-2016
México	42.9	22.2	1.9	3.6
Brasil	65.1	36.3	1.8	3.9
Rusia	8.4	38.7	0.2	3.9
Lituania	40.9	35.7	1.1	3.2
España	79.0	36.0	2.2	0.5
Tailandia	44.4	21.3	2.1	5.4
Perú	20.7	20.9	1.0	5.9
Kazajstán	9.6	28.5	0.3	6.1
Media	41.9	32.1	1.5	3.9

Nota: Por ausencia de datos se dejaron fuera de los cálculos a los países de Aruba, Bahrein y Panamá.

FUENTE: Fitch Ratings & FMI.

#### 4. Brasil y México, cambio de perspectivas y retos que permanecen

En los últimos trimestres se está registrando un cambio de percepción en las perspectivas de las economías de Brasil y México, reflejado por ejemplo en un consenso de crecimiento en 2012 del 3.8% para México, casi dos puntos más que las vigentes para Brasil. De confirmarse este resultado, 2012 sería el segundo año consecutivo en el que México crecería más que Brasil tras cuatro años en los que la brecha promedio de crecimiento a favor de Brasil fue de 3.5 pp.<sup>6</sup> Con todo, se plantea la pregunta de qué factores han dirigido la evolución relativa de ambas economías, si existe algún tipo de patrón que muestre una preferencia por una u otra en términos de desempeño a medio plazo.

Tanto México como Brasil pertenecen al grupo de “*eagles*”, los países que contribuirán en la próxima década al aumento del PIB mundial más que un promedio de economías desarrolladas.<sup>7</sup> La pertenencia a este grupo viene para México más por el tamaño de partida que por un crecimiento que en los últimos años ha resultado más

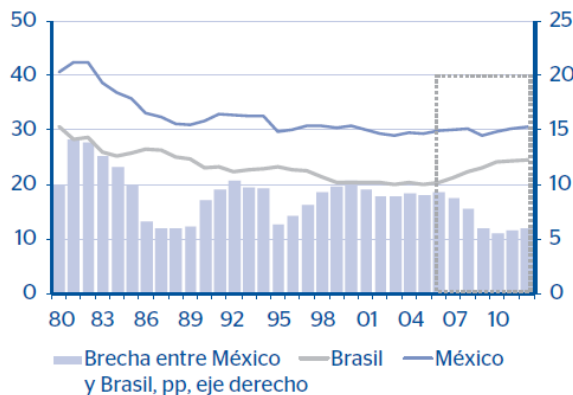
<sup>6</sup> Un resultado agrandado por la excepcional diferencia de seis puntos porcentuales registrada en 2009: 6.3% en México vs -0.3% en Brasil.

<sup>7</sup> Para más detalles: [www.bbvaeagles.com](http://www.bbvaeagles.com)

bajo que el de otras economías emergentes como por ejemplo, el de Brasil, el otro “águila” de Iberoamérica. Brasil tiene un PIB casi el 50% mayor que el mexicano y ha crecido en promedio en los últimos 10 años un 3.8%, aproximadamente un punto y medio más que México.

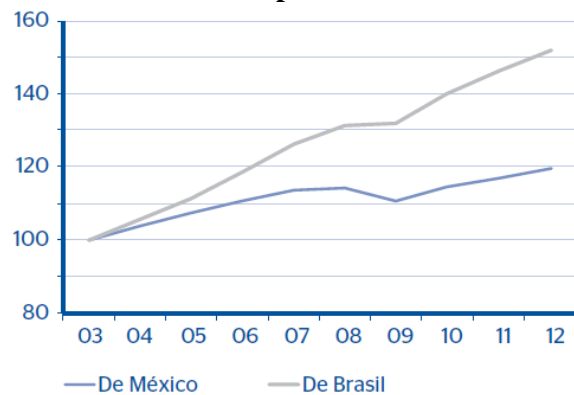
La mejor posición relativa de Brasil en términos de aumento de su renta per cápita es un fenómeno reciente. Como se observa en el gráfico la siguiente gráfica, hasta la primera parte de la década pasada ambas economías mantenían un proceso de convergencia real con Estados Unidos de Norteamérica muy similar, con un perfil, en general, de empobrecimiento relativo en la década de los 80, mantenimiento del nivel de renta relativa en los 90 en México y ligera divergencia en Brasil, para desde mediados de la década pasada registrarse una intensificación de la convergencia de Brasil con el nivel de renta de Estados Unidos de Norteamérica mientras que México mantenía los niveles previos.

**BRASIL Y MÉXICO, CONVERGENCIA REAL PIB PER CÁPITA RELATIVO A ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA**  
- Porcentaje -



FUENTE: BBVA Research con datos del FMI.

**PIB DE SOCIOS COMERCIALES DE MÉXICO Y BRASIL**  
-2003=100, nivel de PIB, promedio ponderado por el peso en las exportaciones del país-



FUENTE: BBVA Research.

**Esa evolución ha coincidido con un cambio global en las fuentes de crecimiento, con una creciente contribución de las economías emergentes asiáticas y**

**latinoamericanas y el estancamiento y la recesión de las más desarrolladas.** Ello ha tenido impactos relevantes en la demanda externa de Brasil y de México considerando su muy distinta exposición a las áreas mencionadas. Así, los principales destinos de exportación de México están en los países desarrollados, con un predominio total de Estados Unidos de Norteamérica, donde se destinan aproximadamente el 83% de las ventas al exterior de bienes. Brasil sin embargo destina a Estados Unidos de Norteamérica el 12% de sus ventas, mientras que a áreas de elevado dinamismo como China y Asia y el resto de Latinoamérica llegan el 68% de sus ventas (12% en el caso de México). Así, como se observa en la gráfica siguiente, el PIB de las economías cliente de las exportaciones brasileñas ha crecido desde 2003 un 50% y en el caso de los destinos de los productos mexicanos, sólo un 20%. Sin embargo, el grado de apertura comercial de ambas economías es muy distinto, tres veces más grande en el caso de México, lo que dificulta las comparaciones homogéneas.

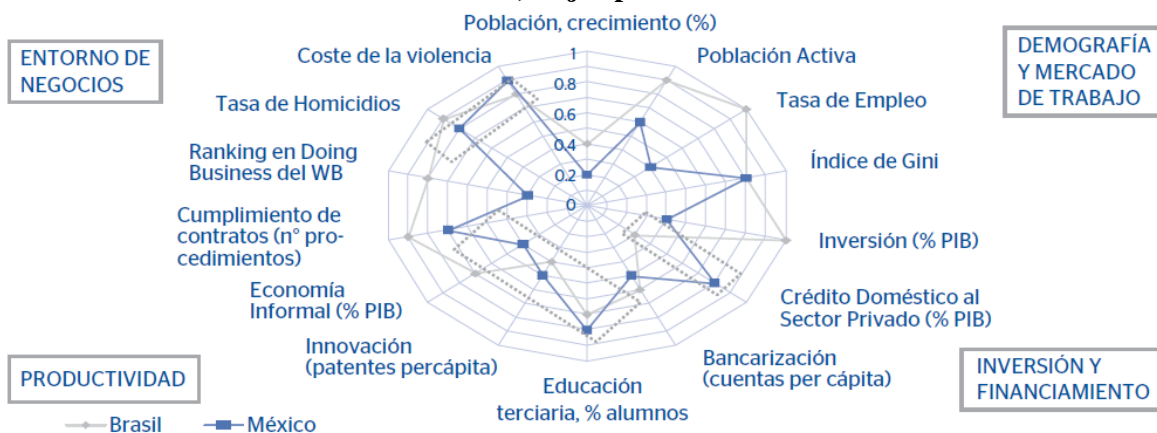
**Desde una perspectiva de medio plazo el balance entre ambas economías no refleja un claro dominio de alguna de ellas,** con ventajas para cada país en algunos de los factores considerados como más relevantes. Si se considera una economía desde la perspectiva de la oferta, de la capacidad de crecer por la apropiada interacción de factores productivos y eficiencia, se pueden encontrar cuatro grandes elementos a considerar: demografía y mercado laboral, inversión y ahorro, productividad y, finalmente, entorno de negocios. Como se observa en la gráfica siguiente, se han seleccionado 14 variables representativas de esos cuatro ejes, de modo que se ilustra además su nivel respecto al de un grupo de economías emergentes que sirven de referencia.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Las economías emergentes consideradas de referencia son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela, China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, Croacia, Rep. Checa, Hungría, Polonia, Rumania, Rusia y Turquía. El valor más bajo, 0, correspondería a la posición más favorable en las variables para todos los países reseñados; mientras, el valor 1 se correspondería con el más desfavorable.

## BRASIL Y MÉXICO, RADAR DE VULNERABILIDAD RESPECTO A ECONOMÍAS EMERGENTES

-A menor valor, mejor posición relativa-



FUENTE: BBVA Research con datos del FMI, Banco Mundial y ONU.

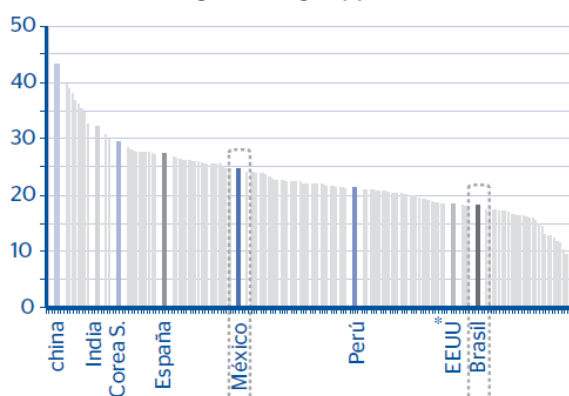
En lo que se refiere a población y mercado laboral, parece que el bono demográfico es mayor en México que en Brasil, con crecimientos de la población más elevados y participación de la población en el mercado de trabajo también mayor. Llama la atención la baja tasa de empleo de Brasil, medida como porcentaje de ocupados sobre población en edad de trabajar, que según los datos disponibles es del 40%, aproximadamente 20 puntos menos que el promedio del grupo de países considerados.

En inversión y financiamiento bancario contrastan ambas economías con una posición ventajosa para México en el primero y de Brasil en el segundo. En promedio de la última década, México ha tenido una proporción de inversión sobre PIB más de cinco puntos mayor que el de Brasil (24.6% vs 18.0%), aunque sin alcanzar niveles de países que a veces se consideran referencia como Corea del Sur (29.4% en el mismo período). Con todo, el nivel de inversión en México es ciertamente apreciable para un país que no tiene la tasa de ahorro doméstico de un emergente asiático ni ha obtenido ahorro del sector externo en magnitud relevante.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> El déficit por cuenta corriente promedio anual entre 2001 y 2011 ha sido del 1% del PIB, aproximadamente la misma cifra que en Brasil (0.7 por ciento).

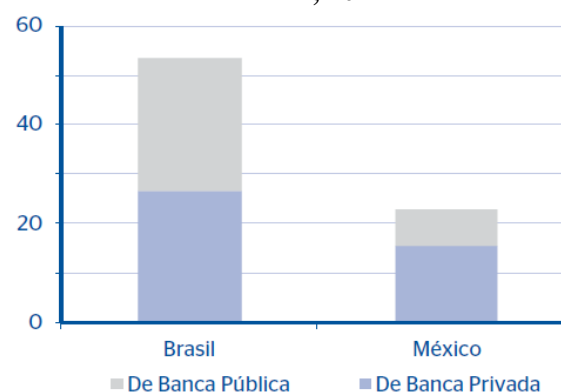
La tasa de ahorro nacional en México es del 23.6% del PIB frente al 17.3% de Brasil en promedio de 2001 a 2011, lo que supone una clara limitación sin apelación al ahorro externo para al aumento de la inversión. El consumo, tanto del sector público como del sector privado tiene un mayor peso en Brasil, favorecido también por un mayor acceso al crédito bancario, tanto del ofrecido por el sistema bancario privado como por el público. Como se observa en el gráfico adjunto, el crédito del sector bancario doméstico supera el 50% del PIB en Brasil, cerca de 30 pp más que en México, con una brecha en el crédito concedido por parte de la banca pública mayor que en el caso de la banca de propiedad privada. La mayor penetración del crédito bancario en Brasil resulta del impulso continuado de políticas públicas orientadas a mejorar las condiciones de otorgamiento de crédito y de acceso al sistema bancario de grupos de población habitualmente con menor acceso. Productos como los créditos consignados, que se descuentan de los pagos de nómina, y las cuentas simplificadas, tienen que ver con el desarrollo mencionado.<sup>10</sup> Además, el impulso del crédito se intensifica con el mayor crecimiento de la economía brasileña en la última década.

**INVERSIÓN EN PORCENTAJE DEL PIB, PROMEDIO 2001-11**



\* EEUU= Estados Unidos de Norteamérica.  
FUENTE: BBVA Research con datos del FMI.

**CRÉDITO BANCARIO EN PORCENTAJE DEL PIB, 2011**



FUENTE: BBVA Research con datos del Foro Económico Mundial.

<sup>10</sup> En México también se está emprendiendo ese camino con los préstamos de nómina y las cuentas básicas.

**La mejora del entorno de negocios es una asignatura pendiente tanto en Brasil como en México.** Aunque el país norteamericano tiene una clara ventaja sobre Brasil con respecto a la facilidad de realizar negocios según el ranking *Doing Business* del Banco Mundial, el repunte de la violencia supone un elemento de incertidumbre para la economía mexicana. En todo caso, los dos países claramente se beneficiarían de una reducción del coste asociado a la inseguridad pública y de avances adicionales que permitan crear un entorno más favorable a la realización de negocios.

**La clave del crecimiento está en la eficiencia con la que se usan los factores productivos disponibles.** La medición de la productividad, la capacidad de producir más con menos, está sujeta a dificultades al ser una variable que no es directamente observable.<sup>11</sup> Se suele calcular la productividad como aquella parte del producto que no es resultado de la cantidad de recursos utilizados y por lo tanto sería una consecuencia de cómo de eficazmente se combinan los mismos. En el gráfico del radar, dentro de las variables seleccionadas como representativas de productividad, no existen grandes diferencias entre México y Brasil, excepto en el caso del peso de la informalidad en el PIB, mucho mayor en Brasil que en México. La informalidad es una buena señal de productividad ya que si la actividad escapa mayoritariamente a las regulaciones existentes, fundamentalmente en lo fiscal, favorece el que las unidades económicas no puedan aprovechar economías de escala o acceder al mercado financiero de modo suficiente para mejorar su eficiencia y aumentar su dotación de capital físico y humano. En este sentido, como se observa en los gráficos siguientes, de acuerdo con los datos de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), México tiene un mayor grado de informalidad en el mercado laboral. Sin embargo, de acuerdo con estimaciones sobre el peso del PIB informal sobre el total, parece que el peso es mayor en Brasil que en México.<sup>12</sup> En todo caso, parece que el reto de ambas

---

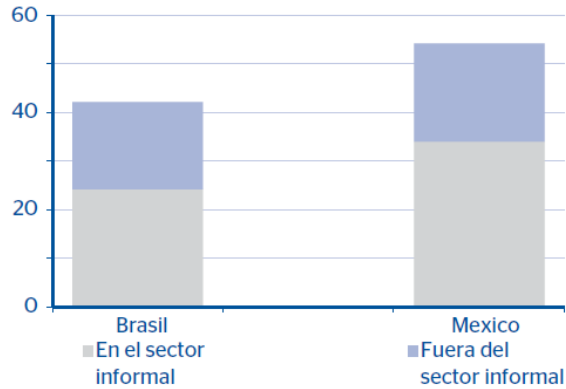
<sup>11</sup> Realmente el PIB tampoco “se observa” del mismo modo que se puede contar el empleo, sino que es una síntesis de diversas estadísticas de demanda, producción y rentas distribuidas entre los agentes económicos.

<sup>12</sup> La medición de la informalidad es por definición sujeta a controversia dado que se trata de contabilizar aquellas actividades que escapan a las obligaciones impuestas por el Estado, sobre todo fiscales, y el empleo que no disfruta de derechos sociales (sanidad, retiro).

economías es lograr una reducción de la informalidad para que mejore la principal fuente de crecimiento a largo plazo de la economía, la productividad.

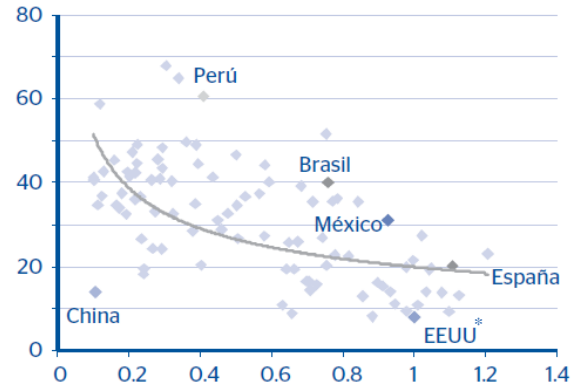
**La fortaleza de su demanda —no necesariamente de su capacidad de oferta— y el mayor dinamismo de sus socios comerciales han creado mejores perspectivas con respecto a Brasil en los últimos años. Sin embargo, las señales de agotamiento del modelo brasileño, excesivamente centrado en la expansión de la demanda, y las ganancias de competitividad de México con respecto a Brasil están contribuyendo a modificar la visión relativa de las dos economías, a favor de la economía mexicana.** De acuerdo con el análisis anterior, parece que ni por demografía y participación laboral ni por ritmo inversor se justifica una mayor capacidad de crecimiento en el medio plazo para Brasil, por lo que los mejores registros alcanzados en el PIB tendrán que ver desde el lado de la oferta con una eficiencia o productividad en la que no parece que haya grandes diferencias entre ambas economías en lo que se refiere a las variables que la pueden aproximar. Desde el lado de la demanda, es el entorno externo más favorable, y un mayor acceso al financiamiento bancario lo que sustenta el mayor crecimiento de Brasil frente a México. Sin embargo, ambos factores no son necesariamente de naturaleza permanente: el dinamismo de las economías emergentes asiáticas puede frenarse y/o Brasil perder ventajas competitivas en términos de precios; y la disponibilidad de crédito puede ser menos relevante para el crecimiento a partir de cierto nivel de deuda de los agentes económicos.

### EMPLEO INFORMAL, PORCENTAJE DEL TOTAL



FUENTE: BBVA Research con datos de la OIT.

### INFORMALIDAD –Porcentaje del PIB- Y PRODUCTIVIDAD –Relativa a Estados Unidos de Norteamérica-



\* EEUU= Estados Unidos de Norteamérica.

FUENTE: BBVA Research con datos de Schneider (2009) y Banco Mundial.

En efecto, ha habido un cambio reciente de la percepción de los mercados con respecto a los dos países, a favor de México, en línea con la desaceleración china, con la fatiga de los mercados de crédito brasileños y con el impacto negativo que los costes laborales y la apreciación del tipo de cambio tuvieron sobre la industria de Brasil. Estos dos últimos factores contrastan con el reciente dinamismo de los mercados de crédito y las señales de aumento de la competitividad en México. En todo caso, son dos grandes economías, con un buen potencial de crecimiento en los próximos años. Además, las perspectivas respectivas seguirán siendo determinadas por su distinta exposición al entorno global y también por su capacidad de adoptar reformas que reduzcan sus vulnerabilidades.

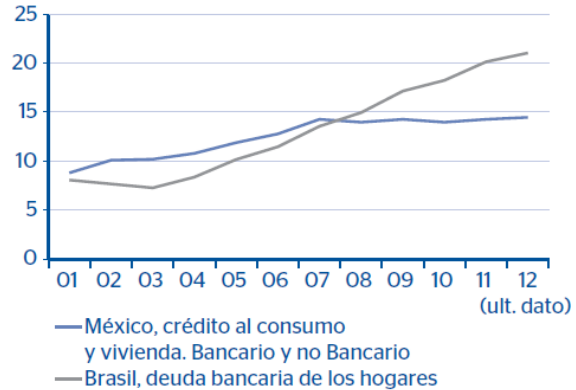


**COMPETITIVIDAD PRECIO, TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL -2005=100-  
Aumentos del índice señalan apreciación**



FUENTE: BBVA Research con datos de Haver.

**ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES  
-Porcentaje del PIB-**



FUENTE: BBVA Research con datos de CNBV para México y del Banco Central de Brasil.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: PRODUCTO INTERNO BRUTO**

Tasas interanuales, porcentaje	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos de Norteamérica	-3.1	2.4	1.8	2.1	1.8
UEM	-4.4	1.9	1.5	-0.3	0.3
Alemania	-5.1	3.6	3.1	0.9	1.4
Francia	-3.1	1.6	1.7	0.2	0.7
Italia	-5.5	1.8	0.5	-1.8	-0.1
España	-3.7	-0.1	0.7	-1.4	-1.4
Reino Unido	-4.0	1.8	0.8	-0.4	1.3
América Latina*	-0.6	6.6	4.5	2.9	3.8
México	-6.1	5.4	4.0	3.7	3.0
EAGLES**	4.0	8.4	6.6	5.4	6.1
Turquía	-4.9	9.2	8.5	3.2	4.1
Asia-Pacífico	4.2	8.1	5.7	5.4	5.8
China	9.2	10.4	9.2	7.8	8.3
Asia (exc. China)	1.0	6.5	3.4	3.8	4.1
Mundo	-0.6	5.1	3.9	3.4	3.7

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela.

\*\* Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán y Turquía.

Nota: Fecha de cierre de previsiones: 30 de abril de 2012.

FUENTE: BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN****-Promedio-**

Tasas interanuales, porcentaje	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos de Norteamérica	-4.0	1.6	3.1	2.0	1.9
UEM	0.3	1.6	2.7	2.3	1.4
Alemania	0.2	1.2	2.5	2.0	1.4
Francia	0.1	1.7	2.3	2.3	1.5
Italia	0.8	1.6	2.9	3.3	1.9
España	-0.3	1.8	3.2	2.1	1.5
Reino Unido	2.2	3.3	4.5	2.5	2.0
América Latina*	10.6	8.5	9.1	10.1	8.9
México	5.3	4.2	3.4	4.1	3.5
EAGLES**	2.8	5.3	6.0	4.3	4.4
Turquía	6.3	8.6	6.5	8.8	5.3
Asia-Pacífico	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
China	-0.8	3.3	5.4	3.0	3.6
Asia (exc. China)	1.1	3.8	4.3	3.4	3.2
Mundo	2.2	3.8	5.1	4.2	3.9

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela.

\*\* Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán y Turquía.

Nota: Fecha de cierre de previsiones: 30 de abril de 2012.

FUENTE: BBVA Research.

**INDICADORES Y PRONÓSTICOS ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA**

Indicadores Macroeconómicos	2010	2011	2012	2013	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	4T12
PIB	2.4	1.8	2.1	1.8	1.8	1.9	1.6	2.0	2.4	2.2	2.3	1.6
-Variación porcentual real-												
Consumo personal	1.8	2.5	2.0	1.9	3.1	2.7	2.5	1.9	1.8	1.9	2.1	2.0
Consumo gobierno	0.6	-3.1	-2.1	-0.2	-2.3	-3.2	-3.8	-3.3	-2.2	-2.4	-2.0	-1.7
Inversión fija bruta	-0.2	6.6	9.6	6.2	4.8	4.3	8.4	9.0	11.9	10.3	8.9	7.6
Construcción <sup>1/</sup>	-3.7	-1.4	11.5	8.5	-3.2	-7.1	1.4	3.9	9.3	10.7	13.4	12.7
Producción industrial												
-Variación porcentual real anual-	5.4	4.1	4.5	2.1	5.4	3.6	3.3	4.1	4.4	4.7	4.6	3.9
Balance en cuenta corriente												
-porcentaje del PIB-	-3.1	-3.1	-3.0	-3.1	-3.2	-3.2	-2.9	-3.1	-3.6	-2.8	-2.7	-2.8
Inflación anual												
-fin del período-	1.5	3.0	1.8	2.1	2.7	3.6	3.9	3.0	2.7	1.7	1.4	1.8
Inflación anual												
-promedio de período-	1.6	3.2	2.0	1.9	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	1.9	1.5	1.7
Balance fiscal primario <sup>2/</sup>												
-porcentaje del PIB-	-8.9	-8.7	-7.7	-5.0				-8.7				-7.7

<sup>1/</sup> Inversión residencial.

<sup>2/</sup> Balance fiscal (porcentaje del PIB)

Nota: Actualización 13 de mayo de 2012.

FUENTE: BBVA Research.

INDICADORES Y PRONÓSTICOS MÉXICO

	2010	2011	2012	2013	1T11	2T11	3T11	4T22	1T12	2T12	3T12	4T12
<b>Actividad Económica</b>												
<b>PIB</b>												
-series desestacionalizadas-												
Variación porcentual real anual	5.6	3.9	3.7	3.0	3.9	3.8	4.2	3.9	4.7	4.0	3.2	3.1
Por habitante en dólares	9 595	10 391	10 540	11 576	10 692.7	11 037.2	9 966.2	9 866.9	10 600.0	10 367.1	10 417.6	10 774.4
Miles de millones de dólares	1 037.6	1 138.9	1 162.4	1 288.2	1 141.7	1 195.9	1 093.7	1 124.3	1 160.4	1 136.1	1 149.1	1 204.1
<b>Inflación</b>												
-porcentaje promedio-												
General	4.2	3.4	4.1	3.5	3.5	3.3	3.4	3.5	3.9	3.9	4.6	4.2
Subyacente	3.9	3.2	3.5	3.4	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3	3.5	3.6	3.5
<b>Mercados Financieros - porcentaje, fdp-</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondo bancario	4.50	4.50	4.50	5.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.5	4.5	4.5	4.5
Cetes 28 días	3.9	3.2	3.5	3.4	4.2	4.3	4.1	4.4	4.3	4.4	4.2	4.4
TIIE 28 días	4.9	4.8	4.9	5.9	4.8	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
Bono 10 años -porcentaje promedio-	6.9	6.8	6.4	7.0	7.5	7.1	6.3	6.6	6.2	5.9	5.1	5.5
<b>Tipo de cambio</b>												
-promedio-												
Pesos por dólar - promedio-	12.7	12.7	13.3	12.6	11.9	11.8	13.3	13.7	13.0	13.6	13.5	13.2
<b>Finanzas Públicas</b>												
*RFSP	-3.5	-2.7	-2.6	-2.3	-	-	-	-2.7	-	-	-	-2.6
-porcentaje del PIB-												
<b>Sector Externo<sup>1/</sup></b>												
Balanza comercial -mmd-	-0.7	-0.3	-1.9	-3.8	2.0	1.3	-3.8	-0.7	1.9	-0.5	-4.3	-4.6
Cuenta corriente -mmd-	-0.7	-2.3	-3.5	-4.8	-1.9	-0.7	-4.5	-1.9	0.0	-3.7	-4.1	-6.2
Cuenta corriente -porcentaje del PIB-	-0.3	-0.8	-1.1	-1.4	-0.7	-0.2	-1.6	-0.6	0.0	-1.2	-1.3	-1.9
Petróleo -mezcla mexicana, dpb, promedio-	79.6	111.0	103.4	101.9	104.5	117.7	113.1	109.2	118.3	109.3	93.2	92.7
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado -porcentaje a/a-	3.7	4.3	4.1	3.1	4.9	4.3	4.1	4.1	4.4	4.6	3.7	3.6
Tasa de Desempleo Abierto -porcentaje de población activa-	5.4	5.2	5.1	4.8	5.2	5.4	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	5.2
<b>Demanda Agregada<sup>2/</sup></b>												
<b>-Variación porcentual anual, desestacionalizada</b>												
Demanda Agregada Total	9.0	4.7	5.0	5.1	5.1	4.6	4.8	4.1	5.1	4.9	4.8	5.2
Demanda interna	5.5	4.1	3.6	3.7	3.5	3.6	5.0	4.2	4.8	4.4	2.6	2.5
Consumo	4.6	4.0	3.1	2.7	4.5	3.5	3.9	3.9	4.1	3.9	2.4	2.1
Privado	5.0	4.5	3.4	2.8	5.0	4.4	4.4	4.3	4.3	4.1	2.7	2.4
Público	2.4	0.6	1.5	2.0	1.3	-1.4	0.7	1.8	2.8	2.6	0.8	-0.1
Inversión	6.3	8.4	6.0	6.5	8.8	9.8	8.8	6.4	8.7	5.5	4.9	4.9
Privado	6.3	12.3	5.1	5.8	14.4	17.5	10.4	7.4	7.5	2.9	3.5	6.7
Público	6.3	12.3	5.1	5.8	14.4	17.5	10.4	7.4	7.5	2.9	3.5	6.7
Demanda Externa	21.7	6.8	9.4	9.0	11.4	8.4	4.4	3.4	5.8	6.6	11.6	13.6
Importaciones	20.7	6.8	8.8	11.0	8.9	7.2	6.5	4.6	6.2	7.7	9.5	11.5
<b>PIB por sectores - variación porcentual anual, desestacionalizada-</b>												
Primario	2.9	-3.0	3.5	2.1	-2.9	-9.0	-0.2	0.5	6.7	2.8	2.5	1.9
Secundario	6.2	4.0	3.6	2.4	4.8	4.2	3.6	3.4	4.5	3.9	3.3	2.8
Minería	1.2	-1.9	0.0	-0.1	-2.6	-1.9	-3.5	0.6	0.6	0.0	-0.3	-0.2
Electricidad	10.1	5.6	3.0	2.7	9.9	7.6	3.0	2.2	2.6	2.5	3.5	3.4
Construcción	-0.1	4.8	4.2	2.9	5.7	3.8	5.3	4.7	4.8	5.0	3.9	3.0
Manufactura	10.0	5.2	4.1	2.8	6.2	5.4	5.3	3.7	4.2	4.7	3.9	3.5
Terciario	5.5	4.2	3.6	3.0	4.2	3.7	4.8	4.2	4.1	4.1	3.3	2.9
Comercio	13.1	7.7	5.0	4.2	8.1	8.4	8.2	6.1	6.6	5.4	4.6	3.4
Transporte, correos y almacenamiento	7.6	3.4	3.9	3.7	3.4	3.1	3.8	3.4	5.3	3.7	3.0	3.4
Información en medios masivos	1.6	6.6	4.3	3.7	5.2	6.0	8.0	7.1	4.7	4.6	3.3	4.7
Servicios financieros y de seguros	13.1	5.4	7.9	6.0	4.9	1.3	8.1	7.3	12.9	9.1	5.7	4.4
Servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles e int.	1.9	2.1	1.8	1.1	1.8	1.9	2.1	2.4	1.3	2.0	2.0	1.9
Servicios profesionales, científicos y técnicos	-1.1	5.8	3.9	2.8	3.8	7.0	5.4	6.9	5.1	3.9	3.4	3.3
Dirección de corporativos	4.9	5.8	7.2	5.0	4.4	7.3	4.3	7.1	6.9	7.2	7.4	7.4

y empresas												
Servicios de apoyo a los negocios, servicios de remediación	1.5	4.2	<b>3.9</b>	<b>3.5</b>	3.6	4.6	4.6	4.2	<b>2.3</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>	<b>4.1</b>
Servicios Educativos	0.2	1.5	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	-0.1	0.9	2.8	2.5	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>
Servicios de salud y de asistencia social	0.7	1.7	<b>2.1</b>	<b>1.4</b>	1.1	2.8	2.8	0.0	<b>2.3</b>	<b>2.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>
Servicios de esparcimiento, culturales y deportivos	5.9	6.6	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>	8.1	7.4	6.0	5.1	<b>1.9</b>	<b>5.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.8</b>
Servicios de alojamiento tem. y prep. de alim. y beb.	3.2	2.6	<b>3.3</b>	<b>2.0</b>	0.6	2.5	3.1	4.3	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>	<b>3.0</b>	<b>1.8</b>
Otros servicios excepto actividades del gobierno	1.0	4.0	<b>3.8</b>	<b>1.8</b>	3.0	4.5	4.2	4.3	<b>5.0</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.3</b>
Actividades del gobierno	3.1	-0.8	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	0.2	-5.0	-0.8	2.6	<b>4.0</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.5</b>

1/ Acumulado, últimos 12 meses.

2/ 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.

### Fuente de información:

[http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1208\\_SituacionMexico\\_3T12\\_tcm346-351688.pdf?ts=1682012](http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1208_SituacionMexico_3T12_tcm346-351688.pdf?ts=1682012)

## Situación Global tercer trimestre de 2012 (BBVA Bancomer)

El 3 de agosto de 2012, la sección de Análisis Económico de BBVA Research publicó el documento: *Situación Global* correspondiente al tercer trimestre de 2012. A continuación se incluye el contenido.

### 1. En resumen: una desaceleración que puede agravarse sin acciones decisivas de política económica

#### El crecimiento global ganará tracción sólo si medidas de política económica ya aprobadas y algunas por tomar aún, llegan a tiempo

Con el debilitamiento de la actividad registrado en la primera parte de 2012, el papel de las políticas económicas se percibe como determinante para que, tal y como contempla nuestro escenario, se produzca una ligera mejora del crecimiento en 2013. En nuestro escenario se prevé un crecimiento en el entorno del 3.5% en el período 2012-2013, pero ello ocurrirá sólo si las medidas aprobadas y en proceso de implementación, las anunciadas pero no implementadas y, lo más incierto, algunas

decisivas medidas por tomar aún, llegan a tiempo de evitar un “accidente” financiero en Europa<sup>13</sup>, un ajuste fiscal automático en Estados Unidos de Norteamérica en 2013 y ayudan a recuperar tasas de crecimiento más altas en las economías emergentes. En caso de que las políticas económicas no logren sus objetivos, la desaceleración en marcha desde 2011 se intensificaría en 2012 y 2013, dejando el crecimiento mundial el año próximo en el nivel más bajo de los últimos 30 años exceptuando la recesión de 2009.

En el área del euro, tras la cumbre de junio se han dado pasos en la dirección adecuada para reforzar la moneda única, entre los que se incluyen acuerdos sobre supervisión bancaria única en la zona del euro, la aprobación de planes de largo plazo en lo bancario y lo fiscal y medidas de apoyo al crecimiento. Sin embargo, han de aplicarse los mecanismos aprobados para asegurar la estabilidad financiera del área y utilizar la plena capacidad de los mecanismos financieros existentes, permitiendo que economías con difícil acceso al mercado puedan implementar planes de consolidación fiscal aprobados y reformas estructurales. Ello también debería implicar la participación del Banco Central Europeo (BCE).

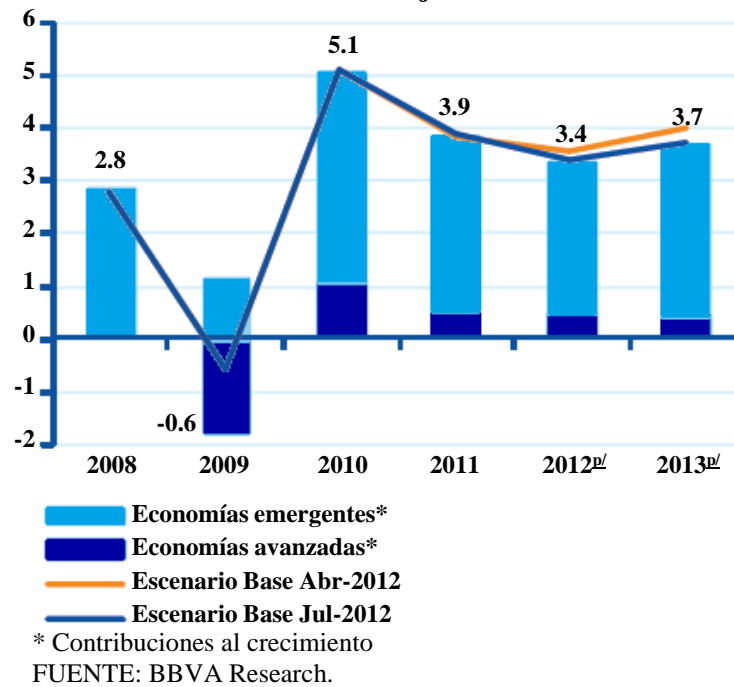
En Estados Unidos de Norteamérica ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que evite la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de rebajas fiscales que, tal y como están definidas, no suponen una mejora de la sustentabilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y previsiblemente, llevarían a la economía norteamericana a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha en Estados Unidos de Norteamérica dificulta la llegada de acuerdos antes de las elecciones, por lo que es previsible que la incertidumbre fiscal aumente su relevancia en los próximos meses.

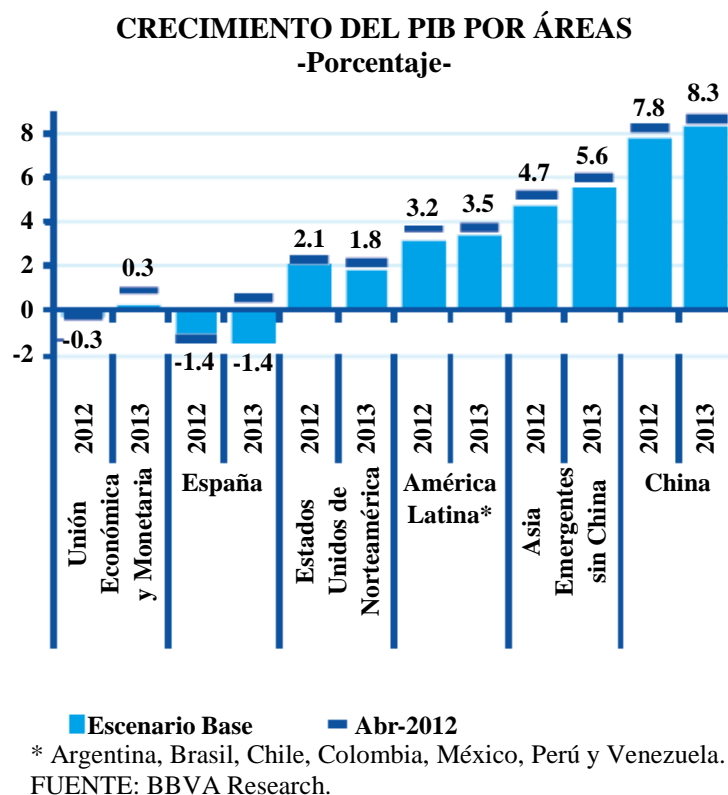
---

<sup>13</sup> El “accidente” financiero puede tener varias formas, como por ejemplo la falta de demanda en emisiones soberanas de alguna de las economías periféricas.

Por su parte, en aquellas economías emergentes con margen de actuación en política económica, es necesario que implementen una combinación de políticas que logre aliviar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica. Y ello sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada por un lado por los vaivenes de la crisis europea y por otro por la potencial expansión cuantitativa de la política monetaria en Estados Unidos de Norteamérica.

### CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB) MUNDIAL -Porcentaje-





**La incapacidad de combinar cesión de soberanía y mutualización de deuda al ritmo exigido por el mercado alarga la crisis del euro**

La principal incertidumbre del escenario económico actual es si los avances en la construcción del área del euro como área monetaria óptima serán precedidos de un deterioro adicional de la situación financiera. Si eso ocurriera, creemos que se produciría finalmente una intervención decidida de los mecanismos financieros de la zona euro. Las medidas aprobadas a final de junio para eliminar la retroalimentación de los riesgos soberano y bancario en España y para estabilizar los mercados financieros en el conjunto del área del euro, si se implementan adecuadamente, pueden ser suficientes. Para ello se necesitaría que los acuerdos fuesen implementados rápidamente, y el uso efectivo de los mecanismos de estabilización europeos (primero del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF por sus siglas en inglés); y, posteriormente, del permanente Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM por sus

siglas en inglés)) para las intervenciones en los mercados primario y secundario de bonos. Las recientes medidas adoptadas en España para controlar el déficit público y las declaraciones del Presidente del BCE, están contribuyendo a moderar las tensiones.

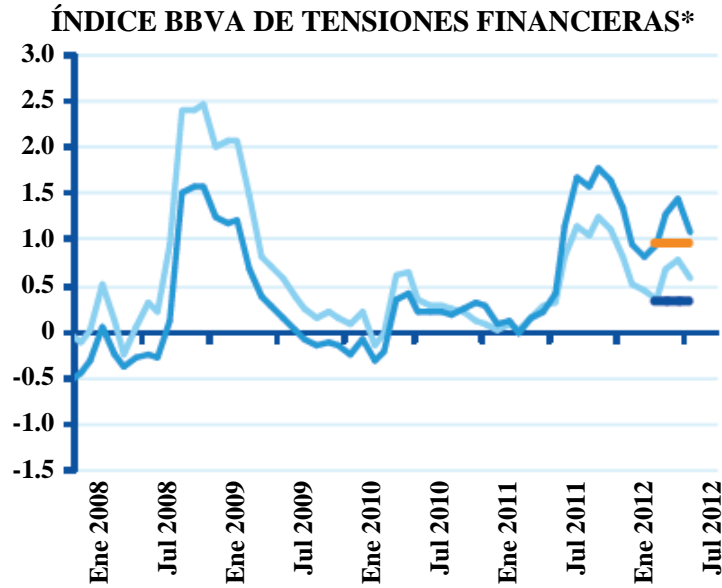
Con todo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones anteriores (publicadas hace tres meses), como resultado del mantenimiento de las tensiones financieras y el creciente deterioro en la confianza. Así, se prevé un período de práctico estancamiento en 2012-2013 en el área del euro. Además, en nuestra opinión el balance de riesgos está sesgado a la baja, dado el riesgo derivado de una implementación de las medidas aprobadas demasiado larga y sometida a los vaivenes de la economía política doméstica, tanto entre los países del núcleo como entre los periféricos. En este último caso, el riesgo de una recesión en Europa en 2013 sería significativo, en especial en países como Italia y España.

Los países del euro deben solucionar las restricciones de liquidez existentes en algunos mercados, derivadas de la probabilidad que los mercados asignan a una ruptura del euro. Hasta el momento, los países de la zona euro siguen sin encontrar, al menos al ritmo al que lo demandan los mercados financieros, la combinación aceptable para todos los miembros del club de cesión de soberanía fiscal y bancaria con mecanismos efectivos para lograr la reducción de desequilibrios. Mientras esa situación persista, el riesgo de ruptura del euro seguirá produciendo una renacionalización de los flujos financieros en el área impidiendo el financiamiento de las economías con posiciones deudoras frente al resto. Una rápida implementación de los mecanismos de ayuda financiera y su fortalecimiento en términos de tamaño, así como el acceso al financiamiento del BCE son aspectos clave para mitigar el riesgo de ruptura del euro. En todo caso, no es ese un escenario al que demos una probabilidad significativa: tarde o temprano se aprobarán las medidas necesarias para avanzar en el establecimiento de supervisión, garantía de depósitos y resolución bancaria única.



Aunque existe voluntad política para reforzar la moneda común, la toma de medidas no está llegando al ritmo más adecuado. Esas medidas implican cesión de soberanía nacional hacia las instituciones europeas y, al final del proceso, alguna forma de mutualización de deudas entre todos los países de la zona euro. Algo similar terminará ocurriendo con una política fiscal que habrá de estar sometida a las instituciones europeas, por ejemplo mediante el envío para su aprobación de los planes nacionales de consolidación. En todo caso, si los retos planteados se solucionan satisfactoriamente, es previsible que a lo largo del segundo semestre de 2012 el crecimiento global vaya ganando tracción paulatinamente.

En lo que se refiere a Estados Unidos de Norteamérica, la revisión a la baja de las expectativas de 2012 en adelante se deriva tanto del decepcionante crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2012, por debajo de lo esperado y no achacable a factores estacionales, y del impacto de unas tensiones financieras más elevadas desde Europa. En Latinoamérica, a pesar de las generalizadas revisiones a la baja en el crecimiento esperado respecto a las estimaciones presentadas hace tres meses, se mantienen las previsiones de México (3.7 y 3.0% respectivamente) dados los buenos datos de actividad del primer semestre de 2012, el sostenimiento de las favorables condiciones del financiamiento doméstico y el impulso de la competitividad externa. En Brasil, las previsiones de crecimiento han sido revisadas a la baja significativamente (hasta el 2.2 desde el 3.3% en 2012), debido tanto al impacto del entorno externo y los problemas domésticos, como a una cierta desaceleración en los mercados de crédito y el deterioro de competitividad. A pesar de que se espera que la actividad se recupere en los próximos trimestres tras la relajación sin precedentes de las condiciones monetarias, la reciente desaceleración advierte de las dudas sobre la sostenibilidad del actual modelo de crecimiento y su excesiva dependencia del consumo privado y de la expansión del crédito.

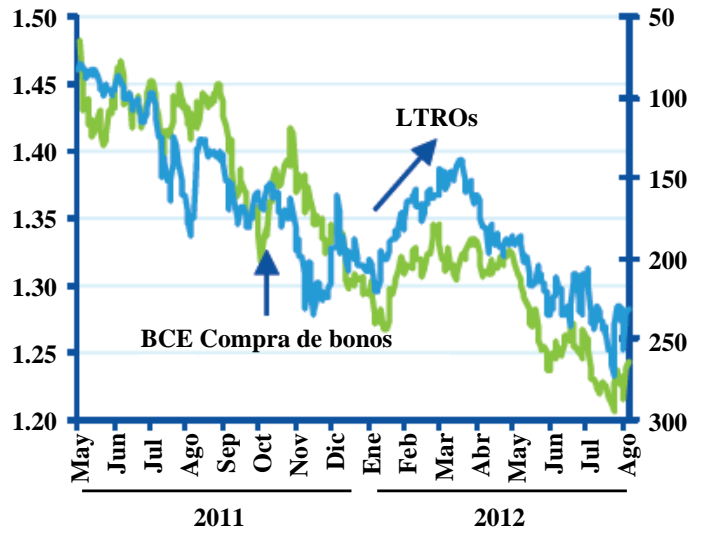


- ITF- Estados Unidos de Norteamérica
- ITF- Estados Unidos de Norteamérica Abril 2012
- ITF- Unión Económica y Monetaria
- ITF- Unión Económica y Monetaria Abril 2012

\* Resume la dinámica de un conjunto de variables financieras que incluye: volatilidad bursátil, de tipo de interés y de divisas; riesgo soberano, de crédito y corporativo; y tensiones de liquidez.

FUENTE: BBVA Research.

### TIPO DE CAMBIO DÓLAR-EURO Y PRIMA DE RIESGO DE ESPAÑA E ITALIA -Media simple del spread frente al bono alemán a 10 años; 1 Enero 2011=100-



- EUR (izquierda)
- Spread (derecha invertido)

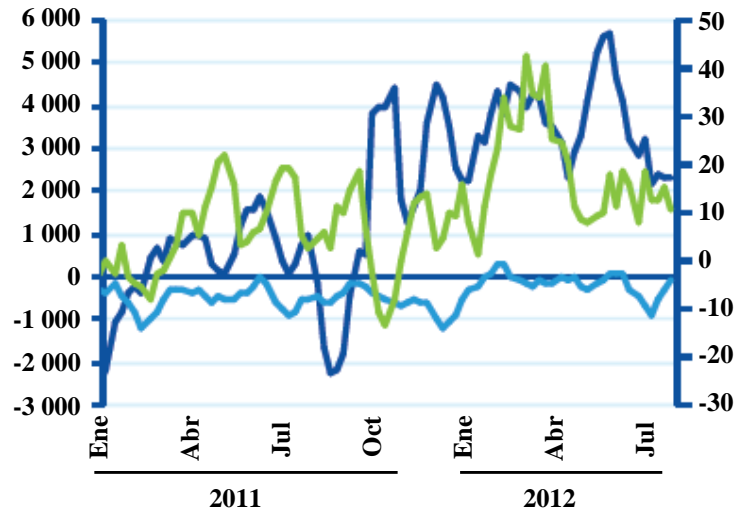
FUENTE: BBVA Research y datos EPFR.

En Asia, el crecimiento en la primera mitad de 2012 fue menor de lo esperado en el caso de China. De forma consistente con un escenario global más débil, hemos revisado a la baja nuestras previsiones para 2012-2013. Sin embargo, las medidas de impulso monetario y fiscal ya en marcha y por venir para estimular el crecimiento permitirán que el Producto Interno Bruto (PIB) pueda crecer en 2013 en 8.3%, medio punto más que en 2012. En el resto de Asia también hay margen de actuación para las políticas económicas, pero existen riesgos a la baja, tanto por una caída más acusada de la demanda global como por una desaceleración continuada de China que pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

**La abundante liquidez, los desequilibrios acumulados y la falta de resolución de la crisis europea alteran el carácter de refugio o de riesgo de activos de mercados desarrollados y emergentes**

Un entorno como el descrito es muy incierto en su resolución por incluir factores de economía política doméstica, que puede estar poco alineada con los incentivos de resolución de una crisis supranacional. Además, el escenario de riesgo que predomina en el horizonte de predicción sigue caracterizado por situar el foco de riesgo sistémico más en las economías más desarrolladas, en especial en la zona del euro que en las emergentes que, además, mantienen en general una diferenciación positiva con las desarrolladas en cuanto al margen de actuación de sus políticas de demanda, fiscal y monetaria, y los desequilibrios acumulados por la primera de ellas. Con ello vienen acelerando las salidas de flujos de Europa y las entradas a Estados Unidos de Norteamérica y a mercados emergentes como los latinoamericanos.

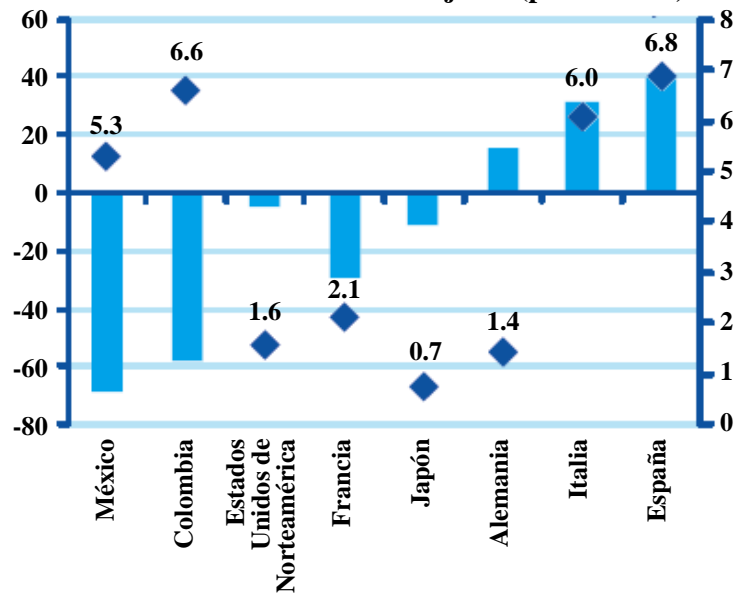
**FLUJOS A DEUDA SOBERANA**  
-Miles de millones de dólares-



- Estados Unidos de Norteamérica (Eje izquierda)
- Europa Occidental (Eje izquierda)
- Latinoamérica (Eje derecha)

FUENTE: BBVA Research y datos EPFR.

**RENDIMIENTO DE LOS BONOS DE LARGO PLAZO (10 AÑOS)**  
-Cambios desde el comienzo de junio (puntos base)-



- Variación del rendimiento respecto al comienzo de junio (puntos base (pb), eje izquierda)
- ◆ Rendimiento actual (porcentaje, eje derecha)

FUENTE: BBVA Research.

Esos cambios en los flujos financieros son reflejo de la incertidumbre y del foco de riesgo en los mercados desarrollados y han producido un cambio en el carácter de activos de riesgo y activos seguros de ambos mercados. Como se observa en el gráfico, desde el final de mayo, cuando se hizo más evidente la menor fortaleza cíclica de Estados Unidos de Norteamérica, el rendimiento de los tradicionalmente considerados activos soberanos libres de riesgo (Estados Unidos de Norteamérica y Alemania) ha venido cayendo estando ya en niveles históricamente muy bajos. A ello se unió desde final de junio como elemento de impacto adicional en el mismo sentido, la duda en los mercados sobre la rápida resolución de la crisis del euro. Así, se ha acentuado el carácter de activo de riesgo de los soberanos de las economías periféricas del área del euro y al mismo tiempo, los rendimientos de mercados emergentes como el mexicano<sup>14</sup> o el colombiano se sitúan en mínimos históricos por unos flujos foráneos en máximos a la búsqueda de rentabilidad en economías alejadas del foco de la crisis, con buenas políticas económicas y perspectivas de crecimiento, en países con canales de contagio directo, en general, relativamente estrechos y con margen de actuación de políticas de demanda.

Con todo, el mantenimiento de este escenario está sujeto a riesgos. Aparte de cambios en las perspectivas inflacionarias o de crecimiento local que justifiquen alzas de rendimientos, factores globales como un evento sistémico negativo en el área del euro pueden eliminar el recientemente adquirido valor de refugio de algunos activos de mercados emergentes. Aun así, está por ver si las fortalezas domésticas en términos de riesgo de crédito por equilibrio fiscal se perciben como tales ante un evento “a la Lehman”. Ante eventos de riesgo sistémico, es probable que sólo los activos de economías con moneda propia y banco central que actúa efectivamente de prestamista de última instancia, además de sin desequilibrios externos significativos, sean

---

<sup>14</sup> En el caso del bono mexicano, las entradas de flujos pueden estar intensificadas por la apuesta de recomposición de índices de referencia de carteras globales de renta fija.

considerados libres de riesgo<sup>15</sup>. Por otra parte, una nueva expansión del balance de la Reserva Federal puede empujar a los inversores hacia la renta variable frente a la renta fija, y más si las expectativas de política monetaria locales no señalan claramente relajamiento.

## **2. Europa sigue sin resolver su crisis de deuda e institucional**

### **Las tensiones financieras se han mantenido muy elevadas, con focos en Grecia y España y por extensión en Italia**

Los mercados financieros en Europa han vuelto a experimentar altos niveles de volatilidad en los últimos meses, condicionando además la evolución del conjunto de la economía mundial. Esa volatilidad evidencia las dificultades que están teniendo las autoridades de la zona euro para poner fin a la crisis de deuda y a las dudas existentes sobre el propio proyecto del euro.

Por una parte, la zona euro atravesó por una situación difícil en Grecia, aunque finalmente superada. Los planes de restructuración de la deuda griega alcanzados en abril dieron paso a un período de inestabilidad política que, tras dos elecciones generales, ha dado lugar a un gobierno de coalición comprometido con la permanencia del país en la unión monetaria y con el mantenimiento del programa de reformas.

Sin embargo, las tensiones financieras pronto se recrudecieron, afectando sobre todo a España e Italia. Las causas de este deterioro financiero se pueden encontrar en las dudas por parte de los mercados sobre los planes de restructuración de parte del sistema financiero español, incluso después de la ayuda de recapitalización de hasta 100 mil millones de euros aprobada por la eurozona, y por la percepción generalizada

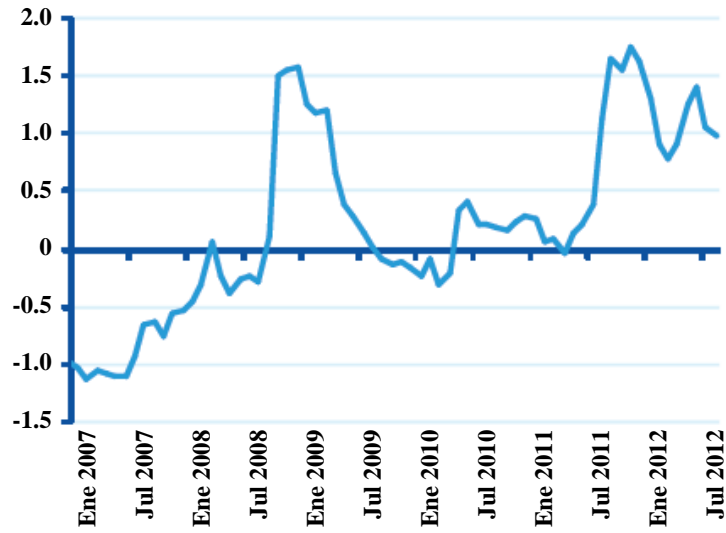
---

<sup>15</sup> El capítulo 3 del Global Financial Stability Report de abril de 2012 del Fondo Monetario Internacional se dedica al análisis de las implicaciones que tiene para la estabilidad de los mercados financieros la menor oferta de activos considerados libres de riesgo.

de que las medidas adoptadas hasta ahora por las autoridades europeas, a pesar de los avances conseguidos, no son suficientes para resolver la crisis.

El repunte en las tensiones financieras no sólo llevó a caídas de rentabilidades muy notables en los países del núcleo de Europa, sino que, en un movimiento novedoso, se han hecho también extensivas a otros países como Francia e incluso Bélgica. Los tipos de interés en los tramos cortos de la curva incluso han entrado en terreno negativo. Este movimiento viene explicado fundamentalmente por los flujos de capitales hacia activos refugio, que se intensifican cuando hay episodios de volatilidad en Europa. Mientras tanto, en los países de la periferia, y en particular en España e Italia, los tipos de interés y el diferencial con Alemania alcanzaron máximos desde la entrada en el euro, incluso por encima de los del episodio previo de crisis (finales de 2011). Otra nota destacable es que países ya rescatados, Irlanda y Portugal, han presentado un comportamiento relativamente más favorable que España e Italia, de forma que los bonos portugueses han estrechado el diferencial con Alemania, y en mayor medida aún lo han hecho los de Irlanda que incluso se han situado por debajo de España e Italia en algunos tramos de la curva. Irlanda incluso ha colocado bonos a corto plazo en el mercado por primera vez desde que fuera rescatada.

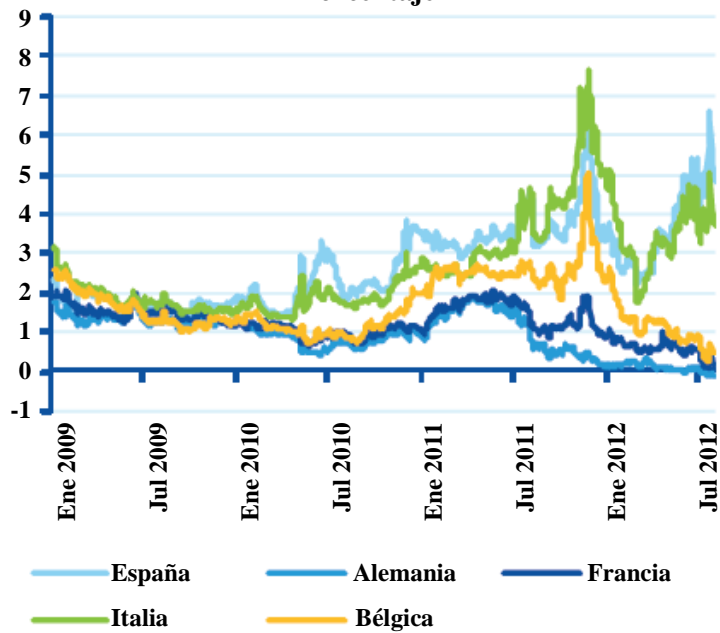
**ÍNDICE BBVA DE TENSIONES FINANCIERAS EN LA ZONA EURO\***



\* Resume la dinámica de un conjunto de variables financieras que incluye: volatilidad bursátil, de tipo de interés y de divisas; riesgo soberano, de crédito y corporativo; y tensiones de liquidez.

FUENTE: BBVA Research.

**TIPOS DE INTERÉS: BONO SOBERANO A 2 AÑOS  
-Porcentaje-**



— España — Alemania — Francia  
— Italia — Bélgica

FUENTE: Bloomberg.



**Las medidas anunciadas pueden hacer que mejore la situación, pero necesitan de una rápida implementación**

En las últimas semanas algunas economías de la eurozona —Italia, Francia y España— han anunciado medidas fiscales adicionales con el fin de cumplir las metas establecidas para este año. Estos ajustes no suponen, sin embargo, una contracción fiscal adicional intensa, ya que en buena parte se trata de concretar las medidas necesarias para cumplir con los objetivos de déficit ya presentados por los países en sus planes de estabilidad y crecimiento.

La debilidad cíclica, la falta de riesgos al alza en inflación y las renovadas tensiones financieras hicieron que el BCE rebajara el tipo de interés de operaciones de refinanciamiento (y también el de la ventanilla de depósito y la facilidad marginal de crédito) en 25 puntos básicos, situando los tipos refi por primera vez por debajo del 1%, en el 0.75% en su reunión de junio. La decisión del BCE derivó del deterioro de las condiciones cíclicas en Europa, donde se percibe que los riesgos a la baja por la crisis, incluso en el núcleo de la zona empiezan a materializarse. El BCE también adoptó medidas que siguen apoyando la liquidez del sistema bancario. Por un lado, extendió hasta finales de año la provisión ilimitada para las operaciones de liquidez de corto plazo y flexibilizó la política de colaterales para que la banca pueda acceder a la liquidez con una gama de activos más amplia. Respecto al resto de medidas no estándar, como el programa de compra de bonos en el mercado secundario (SMP), el BCE se mantiene inactivo, pese a los elevados rendimientos de la deuda italiana y española. El BCE, en su reunión del pasado 2 de agosto, estableció que el estricto sometimiento de las políticas económicas nacionales a la eliminación de los desequilibrios es condición necesaria para cualquier apoyo. Los gobiernos nacionales y las autoridades europeas son las responsables de tomar primero las medidas necesarias de ajuste bajo una estricta condicionalidad para atajar las tensiones en los mercados de deuda.

Pero sin duda fueron los acuerdos de la cumbre europea de finales de junio los que pueden tener mayor influencia para avanzar hacia una resolución más definitiva de la crisis de deuda e institucional de la zona euro. Dicha cumbre sorprendió positivamente respecto a las escasas expectativas puestas, en tanto que se esperaba, una vez más, pocos acuerdos concretos más allá de bienintencionadas declaraciones. En concreto, en la cumbre se avanzó en:

- Acuerdo para avanzar de una forma decidida y rápida en el diseño de medidas que lleven una unión fiscal y una unión bancaria, más allá de la decisión ya tomada de proceder a un sistema de supervisión común, que debería estar diseñado para finales de 2012.
- Utilizar los fondos del mecanismo permanente de rescate (MEDE, Mecanismo Europeo de Estabilidad) para la recapitalización directa del sistema bancario, una vez se ponga en marcha la unificación del sistema de supervisión bancaria en la zona euro. Tales fondos no tendrán prelación respecto a otros inversores. Con ello se contribuye a romper el círculo vicioso entre la deuda bancaria y la deuda soberana.
- Clarificar la posibilidad de que el MEDE intervenga en los mercados soberanos de deuda, y además sin condicionalidad adicional a la ya contenida en las recomendaciones habituales del semestre económico europeo.
- Poner en marcha un programa de relanzamiento del crecimiento de 120 mil millones de euros para toda la Unión Europea, equivalentes al 1.1% del PIB de la zona euro, aunque el programa no incluye fondos nuevos por esa cantidad.

Aun así, los acuerdos se vieron contrarrestados por algunos factores negativos: 1) no se aumentaron los recursos del Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM por sus

siglas en inglés), lo que limita la credibilidad del cortafuegos soberano; 2) siguen faltando detalles acerca del alcance de los acuerdos y el riesgo de implementación de los mismos es elevado; 3) la disonancia de voces en los gobiernos y las instituciones europeas aumentan la incertidumbre sobre lo que finalmente se ha acordado y reducen el impacto positivo de los anuncios, aunque este factor se ha moderado en las últimas semanas con las declaraciones de apoyo del BCE; y 4) las propuestas sobre la solución de largo plazo (unión fiscal, unión bancaria y más unión política) sólo se empezarán a debatir en octubre, cuando el nivel de tensiones actuales no es seguro que permita contar con el tiempo para esperar a esos acuerdos.

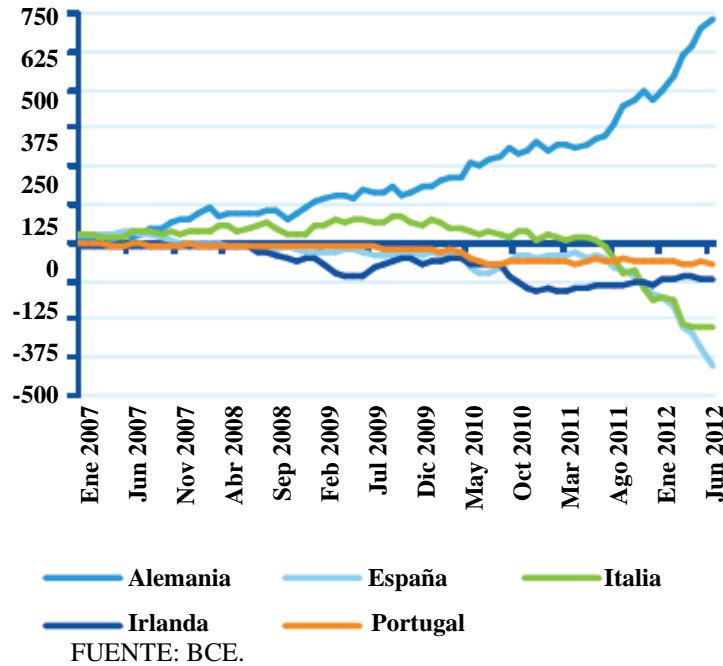
**El abanico de posibles escenarios es amplio pero con voluntad política hay margen para que finalice la crisis de ruptura del euro**

En este contexto, el rumbo que tomarán los acontecimientos dependerá de las medidas que adopten las autoridades. Las medidas aprobadas a finales de junio, si se implementan adecuadamente, pueden ser suficientes para evitar un “accidente” financiero que arrastre al conjunto de la economía mundial. Pero para ello sería necesario que tales acuerdos fuesen implementados rápidamente, así como el uso efectivo de los mecanismos de estabilización europeos para las intervenciones en los mercados primario y secundario de bonos. Ello permitiría aliviar las restricciones de liquidez existentes en algunos mercados, derivadas de la probabilidad que los mercados asignan a una ruptura del euro. En este sentido, las declaraciones del presidente del BCE sobre la irreversibilidad de euro y la capacidad del banco central para asegurar su continuidad contribuyeron a moderar las tensiones. El BCE parece dispuesto a activar un programa de compra de bonos más potente que el anterior. Pero para que se produzca tal intervención, el BCE exige que los gobiernos pidan ayuda a los mecanismos de estabilización de la zona euro y que acepten la condicionalidad estricta que se deriva de las recomendaciones del llamado semestre europeo. El BCE no ha descartado la introducción de medidas no convencionales de política monetaria,

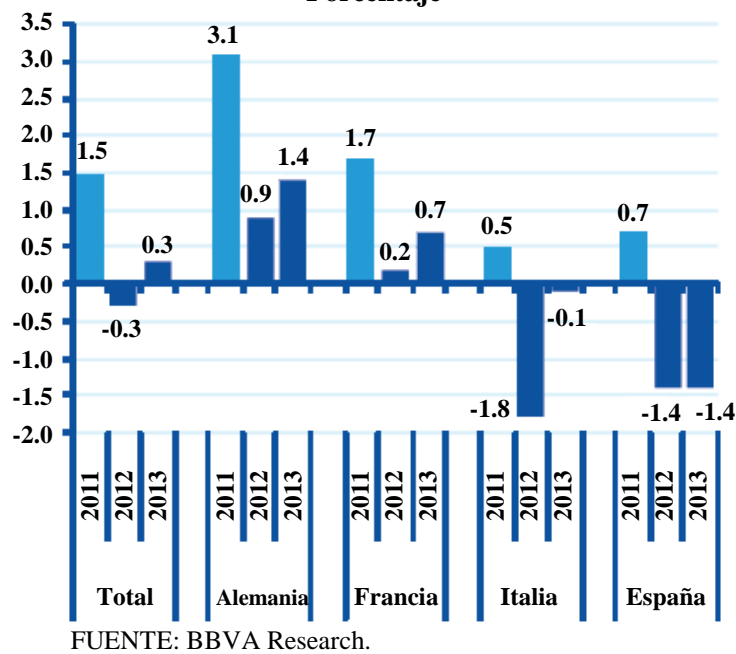
que incluso podrían conllevar algún tipo de expansión cuantitativa. Los detalles concretos de todas estas medidas serán anunciados en las próximas semanas.

Hasta el momento, los países de la zona euro siguen sin encontrar, al menos al ritmo al que lo demandan los mercados financieros, la combinación aceptable para todos los miembros del club de cesión de soberanía fiscal y bancaria con mecanismos efectivos para lograr la reducción de desequilibrios. Mientras esa situación persista, el riesgo de ruptura del euro seguirá produciendo una renacionalización de los flujos financieros en el área impidiendo el financiamiento a tasas sostenibles de las economías con posiciones deudoras frente al resto. Una rápida implementación de los mecanismos de ayuda financiera y su fortalecimiento en términos de tamaño, así como el acceso al financiamiento del BCE son aspectos clave para eliminar el riesgo de ruptura del euro. En todo caso, no es ese un escenario al que demos una probabilidad significativa: tarde o temprano se aprobarán las medidas necesarias para avanzar en el establecimiento de supervisión, garantía de depósitos y resolución bancaria única. Aunque existe voluntad política para reforzar la moneda común, la toma de medidas no está llegando al ritmo más adecuado. Esas medidas implican cesión de soberanía nacional hacia las instituciones europeas y, al final del proceso, alguna forma de mutualización de deudas entre todos los países de la zona euro. Algo similar terminará ocurriendo con una política fiscal que habrá de estar sometida a las instituciones europeas, por ejemplo mediante el envío para su aprobación de los planes nacionales de consolidación. En todo caso, si los retos planteados se solucionan satisfactoriamente, es previsible que a lo largo del segundo semestre de 2012 el crecimiento global vaya ganando tracción paulatinamente.

**SALDO NETO CON EUROSISTEMA/TARGET**  
-Miles de millones de euros-



**CRECIMIENTO DEL PIB EN LA ZONA DEL EURO**  
-Porcentaje-



Bajo estas condiciones de actuación por parte de las autoridades, nuestras previsiones suponen que las primas de riesgo y las restricciones de liquidez, aunque tardarán en desaparecer se irán reduciendo paulatinamente a partir de septiembre. Con menor riesgo de un accidente financiero, la economía europea será capaz de salir de la recesión actual hacia finales del año y crecerá muy moderadamente el año que viene (0.3%), aunque sin poder evitar la recesión este año (-0.3%) debido a la caída de actividad ya acumulada. Los países de la periferia seguirán experimentando una recesión intensa, debido a los ajustes fiscales y al proceso de desapalancamiento. Los del centro y norte de Europa podrán registrar un limitado crecimiento, aunque ya han visto en el segundo trimestre que no son inmunes al deterioro del entorno exterior, tanto por la debilidad de la demanda interna como por un menor tono de la demanda global.

### **3. Estados Unidos de Norteamérica: el crecimiento resiste, pero aumentan los riesgos a la baja**

#### **La incertidumbre sobre el ajuste fiscal automático y la debilidad de la zona euro amenazan el crecimiento**

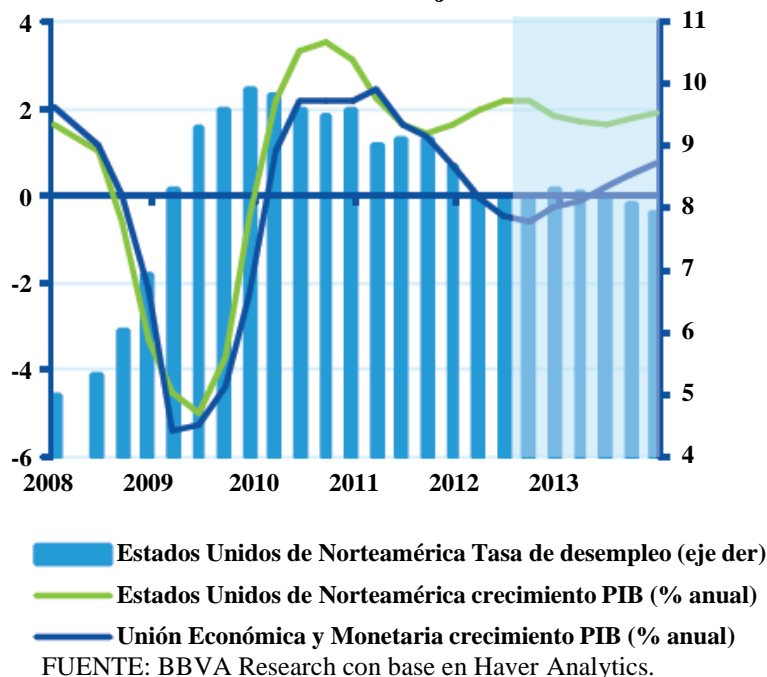
El crecimiento de la economía de Estados Unidos de Norteamérica se ha desacelerado durante el segundo trimestre de 2012 en su frágil senda hacia la recuperación debido a la atonía tanto del consumo privado como de la inversión. Sin embargo, se espera que el ritmo de crecimiento para la segunda parte del año se estabilice en torno al 2%, en línea con las perspectivas presentadas en nuestro Situación Global de mayo. Así, la debilidad del ciclo económico parece transitoria tal y como sugieren la mayoría de nuestros índices de actividad económica.

La primera estimación del crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2012 se situó en el 1.5% trimestral anualizado, marcado en gran medida por la desaceleración del consumo privado, que cayó al 15% desde el 24% del primer trimestre, además del menor crecimiento de la inversión fija residencial y no residencial. Esta cifra de

crecimiento, por debajo de lo previsto por el consenso, supone una tasa ligeramente inferior a 2% registrado en el primer trimestre de 2012. En este sentido, si el consumo no aumenta lo suficiente como para compensar la reposición de inventarios, podríamos presenciar un ritmo de producción menos dinámico durante los próximos meses. Por su parte, las condiciones del mercado de trabajo siguen siendo débiles a la vista de la desaceleración en la creación de empleo durante el segundo trimestre del año, un tercio menor en promedio a la del trimestre anterior. No obstante, nuestra visión permanece en línea con la del consenso, en cuanto a que los datos actuales sólo sean indicio de una desaceleración temporal y no del colapso del crecimiento, por varios motivos: la resolución de la crisis europea, la expansión global en marcha, una austeridad fiscal moderada en 2013 y el impacto marginal negativo relativo a la incertidumbre política.

Si bien la senda de recuperación de la economía de Estados Unidos de Norteamérica prosigue a un ritmo significativamente menor que en episodios anteriores, la brecha de tasas de crecimiento con respecto a Europa continúa ampliándose (gráfico siguiente): nuestras previsiones presuponen una aceleración en la segunda mitad del año, que esperamos sea más dinámica una vez conocidos los datos peores de lo previsto en la primera parte del año. Como consecuencia de todo ello, nuestras previsiones de crecimiento se revisan ligeramente a la baja respecto a nuestro anterior Situación Global (publicado en mayo): 2.1% en 2012 y 1.8% en 2013.

**CRECIMIENTO Y TASA DE DESEMPLEO EN  
ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA**  
-Porcentaje-



El menor aumento en los precios de materia primas observado en los últimos meses se ha traducido en una revisión a la baja de la inflación, mientras la inflación subyacente se mantendrá estable en torno al 2%. Así, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas y, en cualquier caso, la debilidad del ciclo económico ayudará a contener los costos laborales y de producción.

Con todo, en nuestra opinión, los riesgos sobre estas previsiones de crecimiento están sesgados a la baja. En Estados Unidos de Norteamérica ha de llegarse a un acuerdo que evite la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de rebajas fiscales. La contracción fiscal no mejoraría a largo plazo la sostenibilidad de las finanzas públicas del país y, empujaría a la economía de Estados Unidos de Norteamérica a la recesión en 2013. Asimismo, la campaña presidencial en marcha hace que cualquier tipo de acuerdo político sea difícil en este momento. Por lo tanto, la incertidumbre sobre el resultado de este proceso es probable que desempeñe



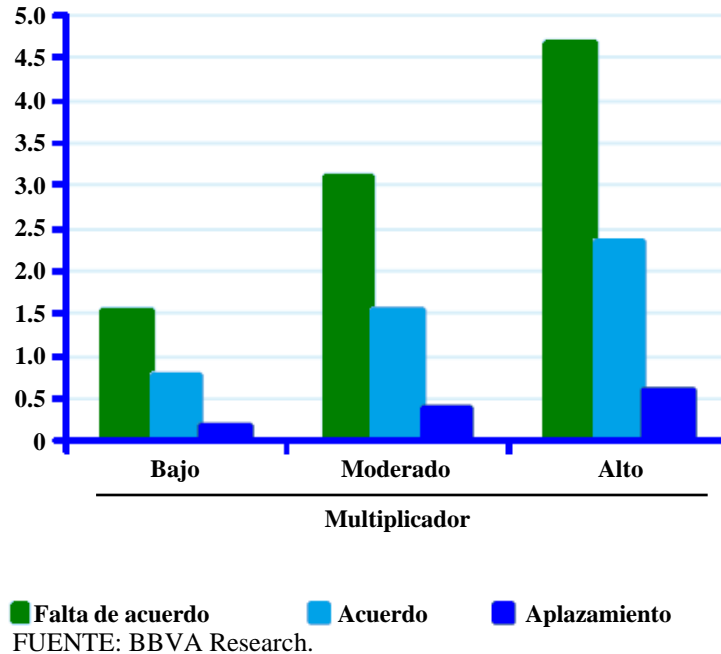
un papel clave para el futuro económico y financiero a medida que avanzamos hacia el final del año.

**Estados Unidos de Norteamérica abocado a la recesión en 2013 a no ser que se evite la contracción fiscal. La incertidumbre política es elevada dado que los recortes se activarían antes de que el nuevo Presidente asuma sus funciones**

Si el Congreso no toma ninguna decisión antes del 31 de diciembre, se producirá un incremento significativo del gravamen a las rentas de inversión, con subidas de tasas de impuestos sobre ganancias de capital del 15 al 20%, y sobre los dividendos de hasta un 40% aproximadamente entre las rentas más altas. No es de extrañar pues que la incertidumbre en torno al ajuste fiscal se mantenga en niveles elevados por al menos tres motivos. En primer lugar, por el posible alcance del techo de deuda en diciembre de 2012. En segundo lugar, dado que el paquete de recortes se activaría con anterioridad a que el nuevo presidente electo tras las presidenciales de noviembre tomara posesión del cargo. Por último, el aumento de los impuestos sobre dividendos ha alarmado tanto a empresas –con flujos de caja estables que distribuyen elevados dividendos– como a familias, que complementan sus ingresos con dividendos.

La expiración simultánea de exenciones fiscales como el final de las provisiones en el impuesto de la renta y riqueza, las rebajas en impuesto a la nómina, la Ley de Control Presupuestario o la Ley de Sanidad Asequible entre otras, equivalente en su totalidad al 3.9% del PIB, pone en jaque la senda de recuperación de la economía de Estados Unidos de Norteamérica. El escenario al que otorgamos mayor probabilidad se daría en un contexto de acuerdo para un menor ajuste del déficit en 2013 –de sólo un tercio del total de los recortes automáticos- por lo que el crecimiento en 2013 se vería reducido de forma moderada. Nuestras estimaciones muestran el potencial impacto en 2013 de las diferentes opciones que afronta la economía de Estados Unidos de Norteamérica, registrándose en el peor de los escenarios: falta de acuerdos con un efecto multiplicador elevado, un desplome del 3.5% (ver gráfico).

**ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA: REDUCCIÓN DEL PIB  
POR “FISCAL CLIFF”  
-Porcentaje 2013-**



En este sentido, las consecuencias de un ajuste fiscal automático en el contexto hipotético de intensificación de la crisis en Europa –contagio que se está viendo compensado parcialmente por caídas en los tipos a largo y en los precios de la energía- y un aterrizaje forzoso de la economía china resultarían en un escenario de intensa recesión para la economía de Estados Unidos de Norteamérica en 2013. Pero quizás lo más preocupante sea el hecho de que siga sin abordarse la consolidación fiscal en el largo plazo.

**Una tercera expansión cuantitativa (QE3) adicional es probable, pero su efectividad puede ser más limitada**

Los discursos más recientes de la Reserva Federal, así como los detalles de las actas de la última reunión del Federal Open Market Committee (FOMC) del 31 de julio-1 de agosto, indican una creciente inquietud tanto por la evolución del crecimiento doméstico como por la evolución de Europa que puede empujar al comité a aplicar

una nueva flexibilización cuantitativa, con una tercera ronda de compras de activos, probablemente de valores respaldados por hipotecas, con el objetivo de reducir los tipos a largo.

La ampliación de la llamada operación twist en la reunión de 20 de junio permitió a la Reserva Federal ganar tiempo para debatir la eficacia de una nueva flexibilización de la política monetaria. Así, a pesar de no presentar ninguna medida adicional en la última reunión, muestra de la fuerte división ideológica entre sus miembros, el fuerte sesgo hacia la flexibilización cuantitativa para apoyar la recuperación de la economía quedó patente en el último discurso de Bernanke. Aunque de efectividad más limitada, la Reserva Federal estaría preparada para un movimiento agresivo en caso de atisbar mayor debilidad en el ciclo económico de Estados Unidos de Norteamérica. En definitiva, tras las expectativas generadas por el FOMC, no sería descartable que la Reserva Federal anunciara el QE3 en la reunión de septiembre.

#### **4. Desaceleración en las economías emergentes que será compensada con apoyo de la política económica**

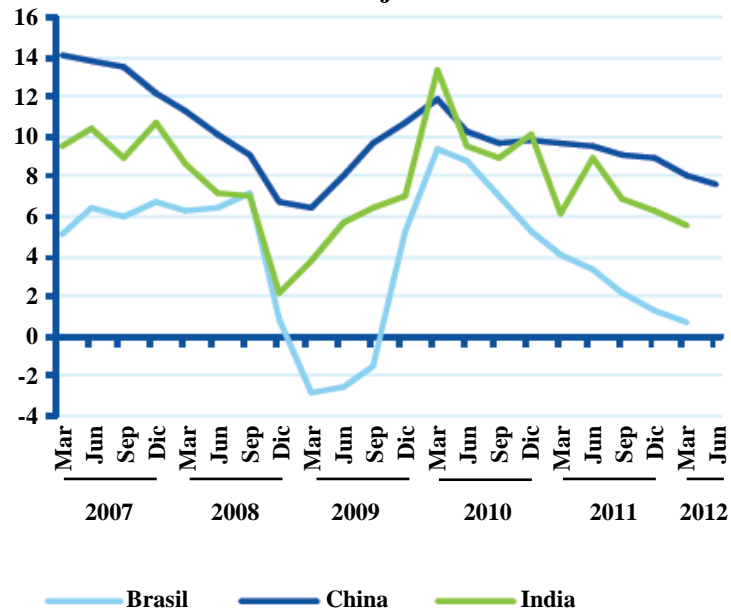
**Las grandes economías emergentes se han desacelerado más de lo anticipado, en parte por el impacto de las políticas pero también por el de la crisis europea**

A lo largo de los últimos meses las economías emergentes tanto de América Latina como de Asia han intensificado el proceso de desaceleración que venían experimentando desde finales de 2011. Lo anterior es especialmente aplicable, precisamente, a las tres economías emergentes más grandes. Los datos más recientes de crecimiento del PIB de China muestran que en el segundo trimestre de 2012 continuó desacelerándose, registrando el menor avance en tres años, aunque todavía con una tasa bastante elevada (7.6% anual). El crecimiento en India se ha desacelerado hasta el ritmo más bajo desde 2004 (5.3% anual, con datos publicados hasta el primer trimestre). Por su parte, la actividad en Brasil evoluciona de una forma

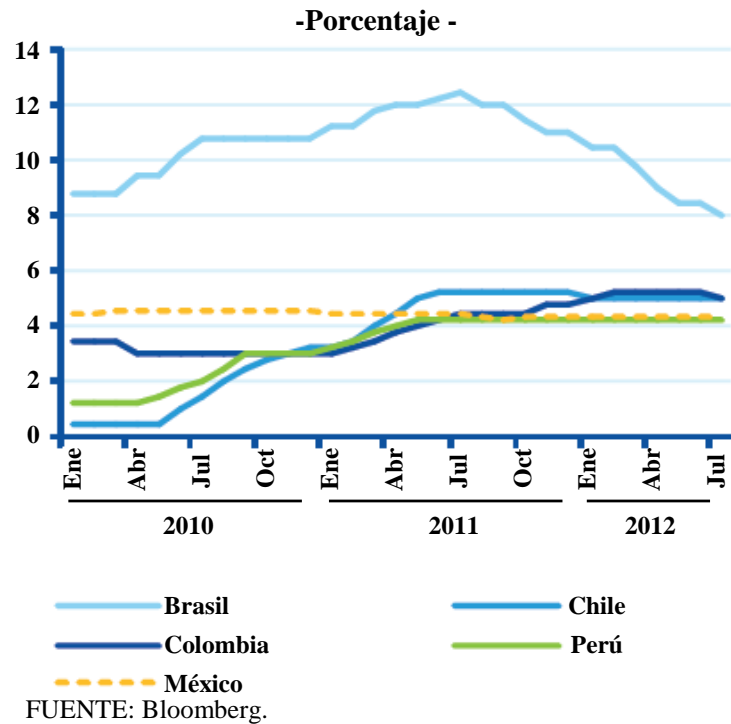
considerablemente más decepcionante (0.8% anual, cifra que supone un práctico estancamiento, 0.2% en términos trimestrales).

Una parte importante de esta desaceleración ha sido inducida por las propias políticas económicas adoptadas en las economías emergentes. Aquellas con mayor margen de actuación, pudieron hacer uso de los instrumentos de política macroeconómica a su alcance para contrarrestar la caída de actividad global de 2008 y 2009. Estas políticas tuvieron éxito en lograr una aceleración del crecimiento, pero vinieron acompañadas por un empeoramiento en algunos desequilibrios macroeconómicos y la aparición de riesgos de sobrecalentamiento. La respuesta a tales riesgos vino nuevamente por parte de la política con un paulatino endurecimiento de las políticas fiscal y monetaria, con algunas excepciones, que hasta recientemente había sido compatible con el mantenimiento de elevadas tasas de crecimiento. Los efectos más duraderos del endurecimiento, o menor laxitud según los casos, de la política económica parecen haber tenido efecto a lo largo de la primera mitad de 2012, en todo caso predecible, en la demanda interna de estos países. Pero, además, el crecimiento de las economías emergentes se ha visto también afectado por la caída de su demanda externa, resultado de la crisis de la zona euro.

**CRECIMIENTO DEL PIB EN ECONOMÍAS EMERGENTES**  
**-Porcentaje anual-**



**AMÉRICA LATINA: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN PAÍSES CON OBJETIVO DE INFLACIÓN**  
**-Porcentaje -**



## **Las economías emergentes tienen margen para implementar medidas de impulso al crecimiento, y así han comenzado a hacerlo**

Como resultado de esa desaceleración, surgen al menos dos inquietudes. La primera de ellas está relacionada con la forma en la que estas economías van a poder afrontar la debilidad cíclica derivada del peor tono que presenta la economía mundial. A esta primera inquietud habría que sumar las dudas sobre cómo afrontarán los riesgos derivados de un recrudecimiento de la situación en Europa, que no sólo agudizara la caída de la demanda externa, sino que diera lugar a un evento sistémico de mayor alcance. La segunda inquietud está relacionada con una perspectiva de más largo plazo, y surge de poner en cuestión que algunas economías emergentes puedan volver a registrar las altas tasas de crecimiento que experimentaron en los años anteriores, en especial aquellas economías cuyo modelo de crecimiento estaba basado en factores que por sí solos no sustentan el crecimiento de forma continuada en el largo plazo, como el crecimiento del endeudamiento o muy altos precios de materias primas autóctonas, pero sensibles al ciclo global.

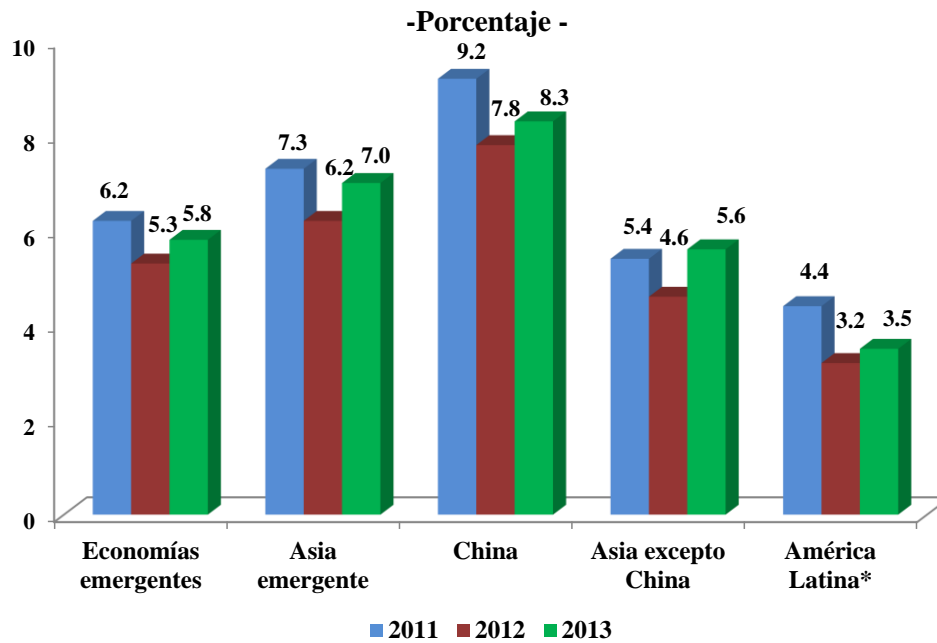
En lo que se refiere al escenario más de corto plazo, la mayor parte de economías emergentes tienen amplio margen de política económica para contrarrestar la debilidad cíclica. De hecho, uno de los rasgos comunes a lo largo de la primera mitad de 2012 ha sido, precisamente, que en aquellas economías donde el ajuste estaba siendo más rápido, se ha procedido a revertir parcialmente el tono de política, y se ha iniciado una senda de relajamiento de la política. Por ejemplo, China ha puesto en marcha un plan en infraestructuras, ha aumentado el gasto en construcción de viviendas sociales y lanzado un esquema de apoyo al consumo mediante subsidios y recortes impositivos. El Banco Central de Brasil, por su parte, en su reunión de julio dejó los tipos en 8%, 4.5 puntos porcentuales menos que hace un año. En el resto de países latinoamericanos con objetivos de inflación, se ha puesto un paréntesis al ciclo de endurecimiento monetario iniciado en 2010-2011. Parte de esta relajación

monetaria viene por el buen comportamiento que recientemente ha presentado la inflación, apoyada en moderaciones en los precios de la energía.

Nuestro escenario de corto plazo toma como supuesto que las economías emergentes con margen de actuación en la política económica van a continuar haciendo uso del mismo. Una buena parte de estas economías tienen amplio margen en política monetaria, y su utilización no parece de momento comprometida por la existencia de desequilibrios macroeconómicos en el corto plazo, dado que los anteriores riesgos de sobrecalentamiento han sido adecuadamente abordados durante el período de mayor restricción en 2010/2011. El único aspecto que podría comprometer el uso más intensivo de la política monetaria procede del impacto que los altos precios de los alimentos pudieran tener en los niveles de inflación. La posibilidad de un uso más intenso de la política fiscal está menos generalizada, pero la mayor parte de países emergentes cuentan con cuentas públicas relativamente sólidas, y parte de ellos podrían sumar una política fiscal expansiva a la acción de la política monetaria. En todo caso, es necesario que la combinación de políticas finalmente implementadas logre compensar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica, sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada tanto por los vaivenes de la crisis europea como por la potencial expansión cuantitativa de la política monetaria en Estados Unidos de Norteamérica.

En consecuencia, en nuestro escenario se prevé que las economías emergentes intensificarán el uso de políticas económicas en lo que queda de año, de forma que el crecimiento comenzará a repuntar en el segundo semestre. Ese repunte no compensará la debilidad del primer semestre, y el promedio de 2012, en general, será inferior al de 2011. Sin embargo, el mejor tono que esperamos se notará con mayor intensidad hacia 2013.

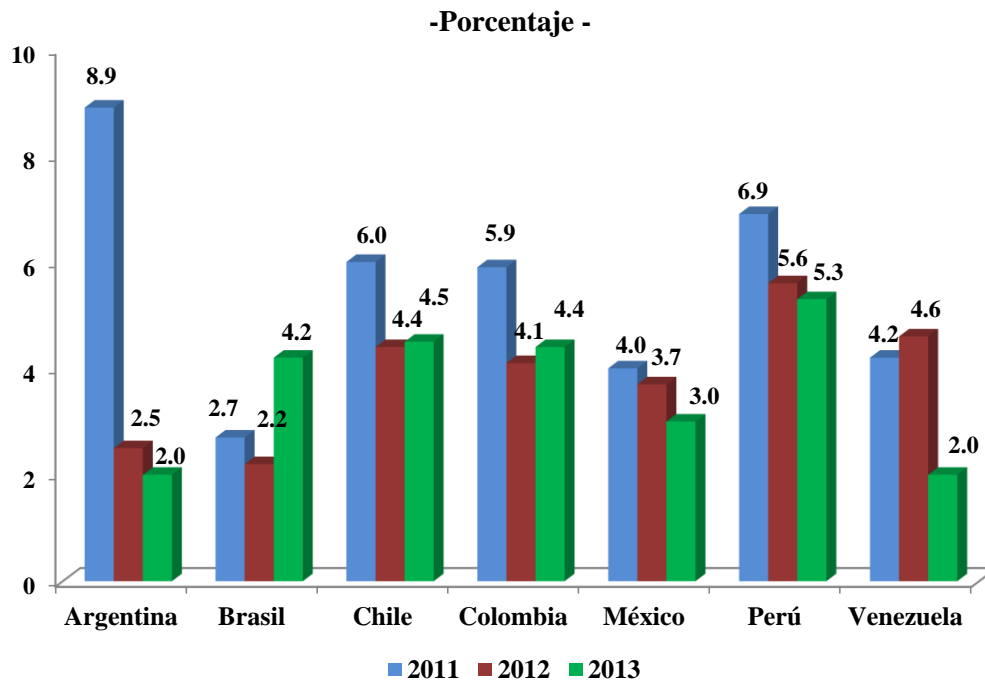
### CRECIMIENTO DEL PIB EN ECONOMÍAS EMERGENTES



(\*) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela

FUENTE: BBVA Research y FMI.

### CRECIMIENTO DEL PIB EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTE: BBVA Research y FMI.



**Latinoamérica camina hacia una ligera aceleración del crecimiento en 2013, pero con dudas sobre la fortaleza de Brasil**

En el caso de América Latina, las previsiones siguen apuntando a una desaceleración en 2012 un poco más pronunciada que la prevista hace tres meses (en especial, por el mayor lastre que supone el estancamiento de Brasil), pero que se revertiría en 2013, hacia tasas inferiores a las registradas en 2010-2011, pero más sostenibles y ya muy cercanas al crecimiento potencial de 4% para la región en su conjunto. Entre los riesgos sobre este escenario se encuentra el impacto que podría tener un evento sistémico en Europa, que impactaría en la región a través del aumento de la aversión al riesgo, disminución de la demanda externa y caída de precios de las materias primas.

Para los distintos países de Latinoamérica, las ligeras revisiones a la baja en el crecimiento esperado respecto a las estimaciones presentadas hace tres meses son generalizadas. Ahora bien, se mantienen las previsiones de México (3.7 y 3.0% respectivamente) dados los buenos datos de actividad del primer semestre de 2012, el sostenimiento de las favorables condiciones de financiamiento doméstico y el impulso de la competitividad externa. En Brasil, por el contrario, las previsiones de crecimiento han sido revisadas a la baja significativamente (hasta el 2.2% desde el 3.3% en 2012), tanto debido al impacto del entorno externo y los problemas domésticos, como por una cierta desaceleración en los mercados de crédito y el deterioro de competitividad. A pesar de que se espera que la actividad se recupere en los próximos trimestres tras la relajación sin precedentes de las condiciones monetarias, la reciente desaceleración advierte de las dudas sobre la sostenibilidad del actual modelo de crecimiento y su excesiva dependencia del consumo privado y de la expansión del crédito.

## **En Asia se espera la puesta en marcha de planes de estímulo, especialmente en China**

Para el conjunto de la región Asia/pacífico esperamos un crecimiento en 2013 del 5.8%, casi medio punto superior al que prevemos en 2012. Aun así, eso supone una revisión a la baja frente a nuestras previsiones anteriores, de forma consistente con un escenario global más débil. En China, esperamos que la desaceleración empiece a estabilizarse a medida que aumenten las políticas de apoyo, en especial las referidas a un impulso fiscal, que si bien no será tan relevante como el que se puso en marcha para contrarrestar la caída de 2009 (por importe superior a 10 puntos del PIB en 2 años), sí será de suficiente magnitud como para levantar el crecimiento. El programa se concentra en medidas de impulso a la inversión: proyectos de infraestructuras públicas, de refuerzo de la capacidad productiva en algunos sectores, apoyo al sector vivienda y subsidios al consumo de algunos bienes duraderos. Ello garantiza que el crecimiento en China continúe en el horizonte de previsión en tasas de crecimiento de al menos 7% en 2012-13. Además de estos riesgos provenientes de Europa, también cabe destacar que existen otros riesgos domésticos (de menor probabilidad) relacionados con (i) un ajuste mayor al previsto en el mercado inmobiliario, que pueda restringir la inversión; (ii) un aumento de la morosidad e inestabilidad financiera, o (iii) el riesgo político derivado de la transición en el gobierno. En el resto de Asia también hay margen de actuación para las políticas económicas, pero existen riesgos a la baja, tanto por una caída más acusada de la demanda global como por una desaceleración continuada de China que pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

Entre el resto de economías emergentes, cabe destacar el caso de Turquía. Por una parte, porque se ha resentido intensamente en el primer semestre del año, dada su exposición a la economía de la zona euro. Así, en los tres primeros meses apenas creció en 2 décimas (3.2% interanual frente al 5.1% del trimestre anterior), y los datos más recientes no apuntan a un cambio de tendencia. Sin embargo, en ese mismo

período los desequilibrios, como el déficit por cuenta corriente, se han corregido intensamente. De igual forma, la inflación recientemente se ha comportado algo mejor de lo previsto por las autoridades, pero todavía se sitúa muy elevada (ligeramente por debajo del 9%). Nuestro escenario contempla que se siga avanzando hacia una corrección de los fuertes desequilibrios (especialmente el saldo exterior y el crecimiento del crédito) y hacia un escenario de aterrizaje más suave del previsto hace tres meses, con un crecimiento del 3.2% en 2012 y 4.1% en 2013.

### **Cambio de perspectivas entre las dos grandes economías latinoamericanas, México y Brasil**

Con una mirada más puesta en el largo plazo, cabe también señalar que están surgiendo dudas sobre la capacidad de las economías emergentes para volver a experimentar tasas de crecimiento tan elevadas como en el pasado, una vez que la economía global se recupere del bache en el que la crisis de endeudamiento excesivo la ha puesto. Nuestras estimaciones apuntan a que en general las economías emergentes continuarán registrando tasas de crecimiento elevadas, y que continuarán siendo los principales contribuidores al crecimiento global. Sin embargo, algunas de las economías emergentes han mostrado un modelo de crecimiento basado en factores no tan sostenibles, como el aumento de la deuda. Este parece el caso de Brasil. Aunque es probable que las medidas de estímulo recientes (monetarias y fiscales) puedan resultar efectivas en el corto plazo para recuperar la actividad, existe el riesgo de que el soporte a la actividad que suponía el incremento del crédito se haya agotado (por el sobreendeudamiento de las familias) y que produzca no sólo el riesgo de una sobreacción de las políticas para sostener el crecimiento, sino también la posibilidad de generar sobrecalentamiento y burbujas de precios de activos.

Esto contrasta con el comportamiento de la otra gran economía latinoamericana, México. De hecho, en los últimos trimestres se está registrando un cambio de percepción en las perspectivas de las economías de Brasil y México, reflejado por

ejemplo en un consenso de crecimiento en 2012 de 3.8% para México, casi un punto más que el vigente para Brasil, y que de confirmarse supondría que 2012 sería el segundo año consecutivo en el que México crecería más que Brasil. Y es que la fortaleza de la demanda —no necesariamente de su capacidad de oferta— y el mayor dinamismo de sus socios comerciales han creado mejores perspectivas con respecto a Brasil en los últimos años. Las señales de agotamiento del modelo brasileño, excesivamente centrado en la expansión de la demanda, y las ganancias de competitividad de México con respecto a Brasil están contribuyendo a modificar la visión relativa de las dos economías, a favor de la economía mexicana.

## **5. Mercados financieros, al ritmo de la liquidez global y la crisis del euro**

### **La incertidumbre sobre el desenlace de la crisis del euro presiona a la baja los tipos de economías desarrolladas libres de riesgo y alienta el flujo de capitales a Latinoamérica**

El actual escenario financiero mundial está caracterizado por dos elementos: i) abundante liquidez, y ii) elevada incertidumbre respecto a los países de la periferia del área del euro con dificultades de acceso al mercado para financiarse. La activa política monetaria emprendida durante el último tiempo tanto por la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica como por el Banco Central Europeo (BCE) con el objetivo de generar estímulos que permitan reactivar sus economías, ha dado lugar a un significativo incremento de la liquidez internacional. Ambas instituciones llevaron sus tipos a mínimos históricos, a lo que la Reserva Federal sumó una significativa flexibilización cuantitativa mediante la compra de activos financieros para contribuir a mantener bajos los tipos de interés de largo plazo. Esta liquidez podría incrementarse aún más si se implementa una nueva ronda de estímulos monetarios como resultado de la percepción de un mayor riesgo de desaceleración de la actividad o en algunas economías de una profundización de la recesión. En este sentido, tanto la

Reserva Federal como el BCE mantienen abierta la posibilidad de tomar medidas adicionales si la situación lo requiriera.

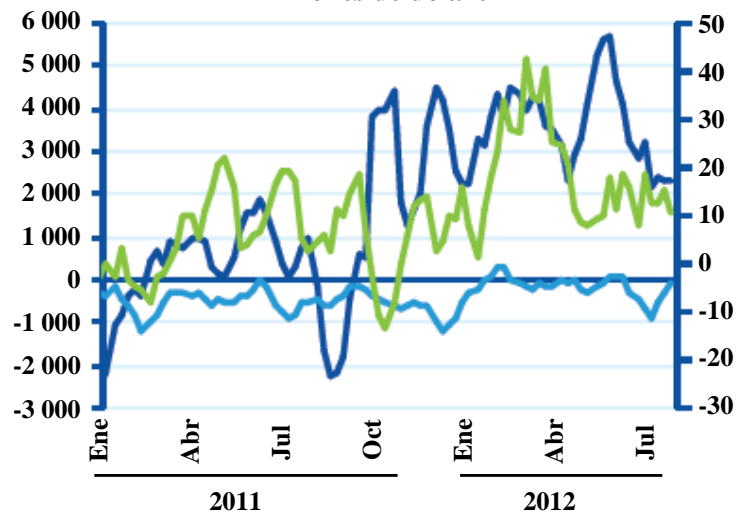
La carencia de acciones efectivas por parte de las autoridades del área del euro para solucionar la crisis sigue fragmentando el mercado financiero y dificultando el acceso al financiamiento de algunos países del área. La incertidumbre por parte de los inversores proviene de la percepción de que los incentivos entre política doméstica y supranacional en materia de resolución de crisis se encuentran poco alineados. Sin embargo, este incremento de las tensiones se concentra en la Europa periférica. En los meses recientes se observa una nueva polarización en relación con los diferenciales de tipos soberanos, como consecuencia de una discriminación por parte de los inversores basada principalmente en los niveles de desequilibrios (fiscal y externo) y los problemas presentados por el sistema financiero local. De esta forma, Francia y Bélgica ahora se consideran junto a Alemania, Holanda, Finlandia y Austria, dentro del grupo de economías con activos soberanos con tipos bajos, y en algunos casos hasta negativos. Al mismo tiempo que, Italia y España parece que se integran al grupo que exhibe altos niveles de spread.

De esta forma, en el corto plazo se mantendrá el escenario de elevadas primas de riesgo en la Europa periférica, bajos tipos de interés en Estados Unidos de Norteamérica y Europa central, y una presión a la baja en los tipos de algunos países latinoamericanos. Las tensiones en Europa periférica presionan a la baja a los tipos de largo plazo tanto de Estados Unidos de Norteamérica como del grupo de economías centrales del área del euro y de algunos mercados emergentes, sobre todo en Latinoamérica. Sin embargo, existe poco margen de caída adicional en los dos primeros casos, ya que se encuentran actualmente en niveles muy bajos, mientras que en el último los niveles son más elevados y el tono de las políticas monetarias puede relajarse aún más en caso de ser necesario. Este escenario se mantendría a corto plazo, para más adelante dar lugar a una lenta disminución de las tensiones financieras en la

periferia del área del euro al ritmo de los avances en supervisión bancaria, planes de unidad fiscal y credibilidad de la implementación de los instrumentos de ayuda financiera. Con ello, la desaparición de la prima de riesgo de supervivencia del área del euro llevaría también a un paulatino incremento de los mismos en Estados Unidos de Norteamérica y el grupo de economías centrales del área del euro hasta alcanzar niveles más cercanos a los consistentes con unas expectativas de crecimiento moderado pero positivo.

El escenario vigente favorece los flujos financieros a países emergentes, principalmente a países de Latinoamérica. Ello resulta de la disminución de los rendimientos en los principales mercados de deuda de economías desarrolladas (Estados Unidos de Norteamérica y el área del euro central), a la vez que la menor fortaleza cíclica de Estados Unidos de Norteamérica evidenciada a partir de mayo, hace apostar por una nueva ronda de liquidez por parte de su banco central. Así, los activos domésticos de economías latinoamericanas muestran características interesantes para ser depositarios de inversiones en cartera. En primer lugar, sus crecimientos potenciales en términos relativos les permiten ofrecer rendimientos más elevados, a pesar de que la mayor volatilidad de los mismos juega un efecto negativo. En segundo lugar, exhiben mejores fundamentales económicos, principalmente en indicadores de liquidez y solvencia financiera, como resultado de los ajustes que se vieron obligados a hacer y que les llevó a una etapa de desapalancamiento desde finales de los años '90. A esto se le suma la percepción por parte de los mercados de una menor probabilidad de contagio directo por estar alejados del actual foco de incertidumbre (el área del euro) y un mayor margen de maniobra en materia de política económica (de demanda, fiscal y monetaria).

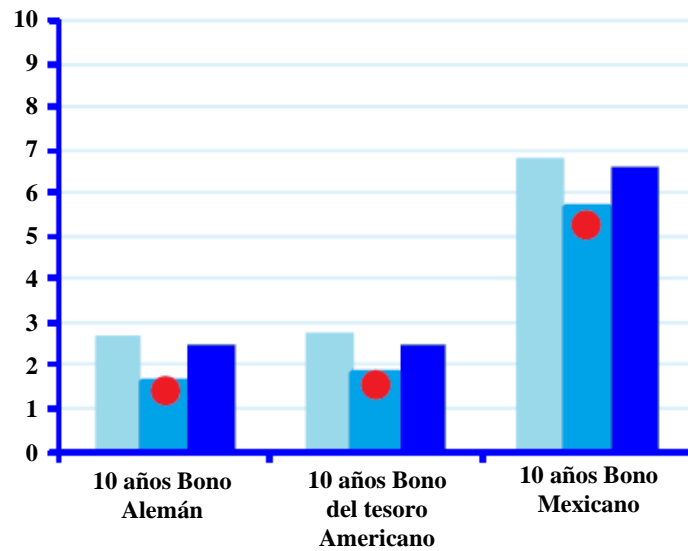
**FLUJOS A DEUDA SOBERANA**  
- Millones de dólares -



- Estados Unidos de Norteamérica (Eje izquierda)
- Europa Occidental (Eje izquierda)
- Latinoamérica (Eje derecha)

FUENTE: BBVA Research y datos EPFR.

**PROYECCIONES DE TIPOS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO**  
-Promedio -



- 2011
- 2012
- 2013
- Observado (3-Ago-2012)

FUENTE: BBVA Research.

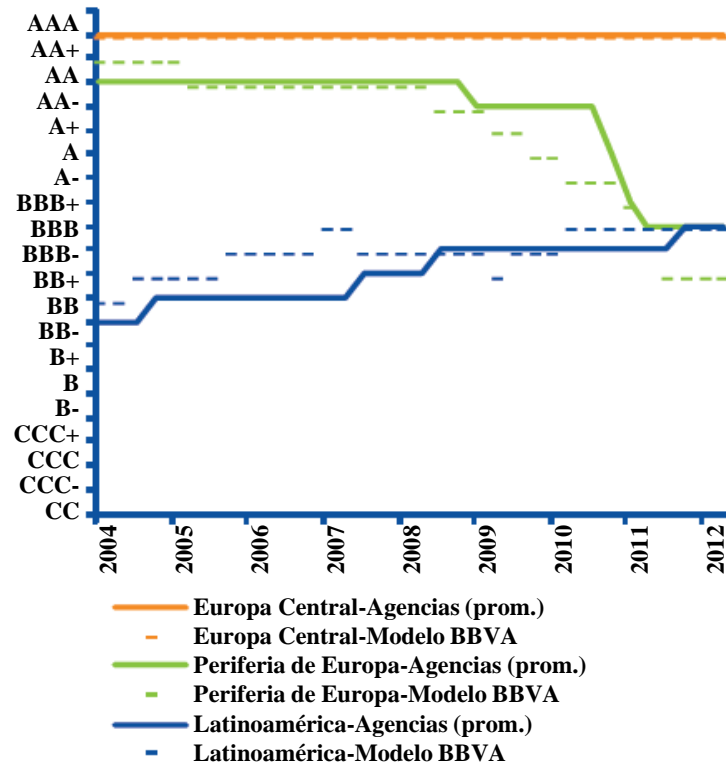
**A pesar de lo comentado es difícil esperar que los inversores consideren a los activos de Latinoamérica como nuevos activos seguros**

En este contexto surge la pregunta de si estamos asistiendo a un cambio no transitorio respecto al carácter de los activos gubernamentales de ciertas regiones. Activos que anteriormente eran considerados seguros, como los de las economías de la periferia del euro, actualmente es más difícil continuar valorándolos de la misma forma, al tiempo que activos que anteriormente eran calificados de riesgo, como los de algunos países de Latinoamérica, hoy comienzan a percibirse como activos refugio.

La respuesta creemos que es negativa, un evento de riesgo sistémico arrastraría también a este tipo de activos al grupo de riesgo. Parece razonable pensar que un evento sistémico que suponga un cambio de configuración del área del euro o una ayuda a alguna de las economías periféricas que lleve aparejada su salida del mercado contagie a las economías emergentes revertiendo unos flujos de capital que finalmente terminen dirigiéndose, sobre todo a los activos de renta fija de Estados Unidos de Norteamérica. Las principales razones por las que resulta difícil que los activos de las economías emergentes sean percibidos como activos refugio son de tamaño y volatilidad. El reducido tamaño de unas economías con una elevada capacidad de crecimiento y de generar ingresos fiscales hace que su volatilidad sea también mayor. Lo mismo pasa con sus mercados financieros que exhiben una profundidad financiera, tamaño de mercado y liquidez, estructuralmente baja. Estos factores hacen que ante una situación de riesgo se produzca una mayor discriminación por parte de los inversores, calificando de atractivos aquellos activos de economías –y mercados- de tamaño suficiente, que no exhiban excesivos desequilibrios externos y que cuenten con moneda propia y bancos centrales con capacidad efectiva de prestamista de última instancia.

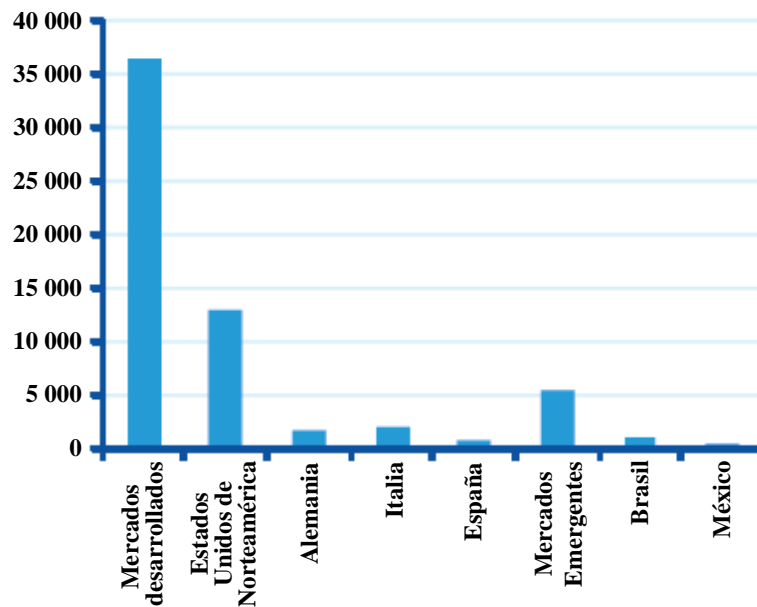


**RATING SOBERANO: AGENCIAS DE RATING VS MODELO BBVA**



FUENTE: Standard & Poors, Moody's, Fitch y BBVA Research.

**DEUDA GUBERNAMENTAL  
-Miles de millones de dólares-**



FUENTE: BBVA Research y BIS.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: PRODUCTO INTERNO BRUTO****-Tasas interanuales, porcentaje-**

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos de Norteamérica	-3.1	2.4	1.8	2.1	1.8
Unión Económica y Monetaria (UEM)	-4.4	1.9	1.5	-0.3	0.3
Alemania	-5.1	3.6	3.1	0.9	1.4
Francia	-3.1	1.6	1.7	0.2	0.7
Italia	-5.5	1.8	0.5	-1.8	-0.1
España	-3.7	-0.1	0.7	-1.4	-1.4
Reino Unido	-4.0	1.8	0.8	-0.4	1.3
América Latina *	-0.6	6.6	4.5	2.9	3.8
México	-6.1	5.4	4.0	3.7	3.0
EAGLES **	4.0	8.4	6.6	5.4	6.1
Turquía	-4.9	9.2	8.5	3.2	4.1
Asia-Pacífico	4.2	8.1	5.7	5.4	5.8
China	9.2	10.4	9.2	7.8	8.3
Asia (excluida China)	1.0	6.5	3.4	3.8	4.1
Mundo	-0.6	5.1	3.9	3.4	3.7

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

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

Fecha cierre de previsiones (2012 y 2013): 3 de agosto de 2012.

FUENTE: BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN (PROMEDIO)****-Tasas interanuales, porcentaje-**

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos de Norteamérica	-0.4	1.6	3.1	2.0	1.9
UEM	0.3	1.6	2.7	2.3	1.4
Alemania	0.2	1.2	2.5	2.0	1.4
Francia	0.1	1.7	2.3	2.3	1.5
Italia	0.8	1.6	2.9	3.3	1.9
España	-0.3	1.8	3.2	2.1	1.5
Reino Unido	2.2	3.3	4.5	2.5	2.0
América Latina *	10.6	8.5	9.1	10.1	8.9
México	5.3	4.2	3.4	4.1	3.5
EAGLES **	2.8	5.3	6.0	4.3	4.4
Turquía	6.3	8.6	6.5	8.8	5.3
Asia-Pacífico	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
China	-0.8	3.3	5.4	3.0	3.6
Asia (excluida China)	1.1	3.8	4.3	3.4	3.2
Mundo	2.2	3.8	5.1	4.2	3.9

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

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

Fecha cierre de previsiones (2012 y 2013): 3 de agosto de 2012.

FUENTE: BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: CUENTA CORRIENTE**  
**-Porcentaje del PIB-**

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos de Norteamérica	-2.7	-3.1	-3.1	-3.0	-3.1
UEM	-0.3	-0.1	0.0	0.9	1.4
Alemania	5.9	6.1	5.8	5.4	5.5
Francia	-1.5	-1.7	-2.2	-1.9	-1.7
Italia	-2.0	-3.5	-3.2	-2.2	-1.7
España	-4.8	-4.5	-3.5	-1.2	0.7
Reino Unido	-1.7	-3.3	-1.9	-2.2	-1.3
América Latina *	-0.1	-0.9	-0.8	-1.6	-1.8
México	-0.7	-0.3	-0.8	-1.1	-1.4
EAGLES **	2.6	1.6	0.9	0.5	0.4
Turquía	-2.3	-6.4	-10.0	-7.5	-7.4
Asia-Pacífico	3.5	3.3	1.8	1.4	1.6
China	5.2	4.0	2.8	2.5	2.8
Asia (excluida China)	2.3	2.0	1.1	0.7	0.9

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

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

Fecha cierre de previsiones (2012 y 2013): 3 de agosto de 2012.

FUENTE: BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: DÉFICIT PÚBLICO**  
**-Porcentaje del PIB-**

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos de Norteamérica	-9.9	-8.9	-8.7	-7.7	-5.0
UEM	-6.4	-6.2	-4.1	-3.1	-2.3
Alemania	-3.2	-4.3	-1.0	-0.6	-0.5
Francia	-7.6	-7.1	-5.2	-4.6	-3.3
Italia	-5.4	-4.5	-3.8	-1.9	-0.9
España	-11.2	-9.3	-8.9	-6.3	-5.0
Reino Unido	-11.5	-10.1	-8.2	-8.4	-6.7
América Latina *	-3.1	-2.0	-2.1	-1.8	-1.1
México	-2.6	-3.5	-3.0	-2.7	-2.6
EAGLES **	-3.8	-2.5	-2.3	-2.1	-1.9
Turquía	-5.5	-3.6	-1.4	-1.8	-1.6
Asia-Pacífico	-4.8	-3.6	-3.7	-3.7	-3.4
China	-2.8	-2.5	-1.1	-1.8	-1.8
Asia (excluida China)	-6.1	-4.5	-5.5	-4.9	-4.4

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

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

Fecha cierre de previsiones (2012 y 2013): 3 de agosto de 2012

FUENTE: BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: TIPO DE INTERÉS A 10 AÑOS****-Promedio-**

	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Estados Unidos de Norteamérica	3.2	3.2	2.8	1.8	2.5
UEM	3.3	2.8	2.6	1.6	2.5

Fecha cierre de previsiones (2012 y 2013): 3 de agosto de 2012

FUENTE: BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO****-Promedio-**

<b>Dólares americanos por moneda nacional</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Estados Unidos de Norteamérica (euros por dólares americanos)	0.72	0.76	0.72	0.79	0.77
UEM	1.39	1.33	1.39	1.27	1.30
Reino Unido	1.56	1.55	1.60	1.58	1.66
China	6.83	6.77	6.46	6.31	6.18

Fecha cierre de previsiones (2012 y 2013): 3 de agosto de 2012

FUENTE: BBVA Research.

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES****-Final período-**

	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Estados Unidos de Norteamérica	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
UEM	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75
China	5.31	5.81	6.56	5.75	6.00

Fecha cierre de previsiones (2012 y 2013): 3 de agosto de 2012

FUENTE: BBVA Research.

**Fuente de información:**

[http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1208\\_Situacion\\_Global\\_tcm346-351328.pdf?ts=1082012](http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1208_Situacion_Global_tcm346-351328.pdf?ts=1082012)

## **Previsiones de crecimiento de la economía mundial (Economy Weblog)**

El 18 de agosto de 2012, el sitio electrónico *Economy Weblog* publicó: *Previsiones de crecimiento de la economía mundial*. A continuación se presenta la información.

La recesión en el sur de Europa es cada vez más severa, especialmente en España, Italia y Chipre. En 2012, se espera que estos países registren un crecimiento negativo del 2, 1.8 y 1.3% respectivamente.

La crisis de deuda soberana de la Eurozona está afectando a los mercados emergentes donde se está registrando una ralentización de su crecimiento. Es importante señalar la marcha del mercado brasileño, que debe servir de motor a empresas europeas en los próximos cuatro años, gracias a la celebración del mundial de fútbol y las próximas olimpiadas y que se encuentra entorno a crecimientos del 2% del Producto Interno Bruto (PIB) frente al 7% de hace dos años.

¿Podrán las economías emergentes mantener su nivel de crecimiento si permanece el estancamiento en Europa y Estados Unidos de Norteamérica?

## PREVISIONES DE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

País/región	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 <sup>g/</sup>	2012 <sup>g/</sup>
Producción Mundial	2.1	2.7	4.1	3.7	4.3	4.2	1.9	-1.8	4.4	3.1	2.7
Países Avanzados	1.4	1.8	2.9	2.4	2.8	2.4	0.0	-3.9	2.7	1.3	1.1
Estados Unidos de Norteamérica	1.8	2.5	3.5	3.1	2.7	1.9	-0.3	-3.5	3.0	1.7	2.0
Japón	0.3	1.4	2.7	1.9	2.0	2.4	-1.2	-5.2	4.0	-0.7	1.8
Eurozona	1.2	0.8	2.2	1.7	3.1	2.7	0.3	-4.2	2.0	1.5	-0.4
Alemania	0.0	-0.2	1.2	0.8	3.4	2.7	1.0	-4.7	3.7	3.1	0.9
Reino Unido	2.1	2.8	3.0	2.2	2.8	2.7	0.1	-4.4	1.8	0.7	0.2
Francia	1.0	1.1	2.5	1.8	2.5	2.3	-0.1	-3.1	1.7	1.7	0.3
Italia	0.5	0.0	1.7	0.9	2.2	1.5	-1.2	-5.5	1.8	0.4	-1.8
España			3.3	3.6	4.0	3.5	0.9	-3.7	-0.1	0.7	-2.0
Países Emergentes	4.4	5.6	7.4	6.8	7.7	7.9	5.5	2.0	7.0	5.6	4.9
Asia Emergente	6.5	7.1	7.9	8.3	9.2	10.1	6.8	6.2	9.1	7.2	6.7
América Latina	0.6	2.0	5.9	4.5	5.6	5.6	4.2	-1.9	6.2	4.0	3.3
Europa Emergente	4.0	4.6	6.9	6.0	6.6	5.7	3.0	-3.9	4.4	4.6	1.9
Medio Oriente	2.5	6.3	7.4	6.4	6.3	5.0	4.8	1.9	4.0	3.8	3.4
África	6.3	6.3	9.7	5.6	6.7	6.8	5.5	2.4	4.9	4.4	4.2
China	9.1	10.0	10.1	11.3	12.7	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	8.0
India	3.8	8.5	7.5	9.5	9.6	9.3	6.7	8.4	8.4	6.5	6.5
Brasil	2.7	1.2	5.7	3.0	4.0	5.7	5.2	-0.6	7.5	2.7	2.2
Rusia	4.7	7.3	7.2	6.4	7.4	8.1	5.6	-7.9	4.0	4.3	3.5

g/ Estimado.

p/ Pronóstico

FUENTE: Elaboración de la fuente.

**Fuente de información:**

<http://economy.blogs.ie.edu/archives/2012/08/previsiones-de-crecimiento-de-la-economia-mundial.php>

---

---

## VII. ASALARIADOS COTIZANTES Y EMPLEO. SALARIOS, NEGOCIACIONES

---

---

### EMPLEO

#### Asalariados cotizantes<sup>1</sup>

El total de trabajadores asalariados que en julio de 2012 cotizaron al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) ascendió a 15 millones 864 mil 572, cantidad que superó a la registrada un año antes en 5.5%, es decir, en 823 mil 883 cotizantes. Si se compara julio de 2012 con respecto a diciembre de 2011, se aprecia un incremento acumulado de 4.0%, lo que significa 604 mil 204 trabajadores más.

---

<sup>1</sup> El término de cotizantes de carácter asalariado del IMSS se refiere a las siguientes modalidades de aseguramiento: 10: esquema ordinario urbano; 17: esquema de reversión de cuotas por subrogación de servicios y 13: asalariados del campo. No incluye a los trabajadores del IMSS.