

# Situación México

Segundo trimestre 2010

- Con el impulso de EEUU y a la espera de la recuperación de la demanda interna, México crecerá un 5%.
- Los cambios en la regulación de la competencia ayudarán a liberar cuellos de botella al crecimiento y mejorarán la dinámica de inflación.
- En un entorno de aversión al riesgo más controlada, la diferenciación de los mercados financieros hacia México será positiva.



# Índice

1. En resumen .....	2
2. Desafíos a la vista para una recuperación sostenida .....	5
3. Las mejores perspectivas de crecimiento de México se basan en el impulso cíclico del entorno externo .....	7
4. Mercado laboral, flexibilidad, salarios y gasto doméstico .....	12
5. Tipo de Cambio, perspectiva de apreciación .....	18
6. Inflación, presiones de oferta acotadas por la demanda .....	23
7. Tasas de interés, pausa monetaria prolongada .....	29
8. Previsiones .....	32

Fecha de cierre: 12 mayo 2010

## En resumen

### **Las mejores perspectivas de crecimiento de México se basan en el impulso cíclico del entorno externo**

En el último trimestre, las perspectivas de la economía mexicana han mejorado, de modo que ahora se prevé un crecimiento cercano al 5% para 2010, algo más de un punto porcentual por encima de lo estimado hace sólo tres meses.

En línea con lo esperado, la recuperación global se ha consolidado en las economías emergentes y, dentro de los países desarrollados, en EEUU. Europa, por su parte, ha confirmado un retraso cíclico que podría intensificarse como consecuencia del impacto, negativo en la confianza de los agentes y alcista en las primas de riesgo, del aumento del riesgo soberano en algunos países europeos. La recuperación de Estados Unidos comenzó con el impulso de las exportaciones hacia mercados emergentes y el efecto positivo de los programas fiscales de soporte de ingreso y gasto. Además de estos efectos, comienza a verse una mejora del ingreso disponible por un menor deterioro del empleo y un mayor gasto doméstico ante un menor ritmo en la reducción del apalancamiento de las familias respecto a lo esperado.

La mejora de la demanda externa del principal socio económico de México incide directamente en la actividad exportadora del país, lo que abre la puerta a efectos positivos adicionales cuando se consolide la recuperación del el mercado laboral, cuando aumenten las remesas de los emigrantes y cuando el entorno internacional repercuta en un aumento de la demanda de los servicios turísticos. México crecerá cerca del 5% en 2010. Los riesgos, sin embargo, son a la baja. Por un lado, el impacto que pudiera tener la generalización del contagio a otros mercados y activos de una crisis de deuda pública en Europa. Por otro lado, en lo doméstico, la capacidad del gasto de los hogares para acompañar el arrastre que viene dando a la actividad la demanda externa también supone un factor de incertidumbre.

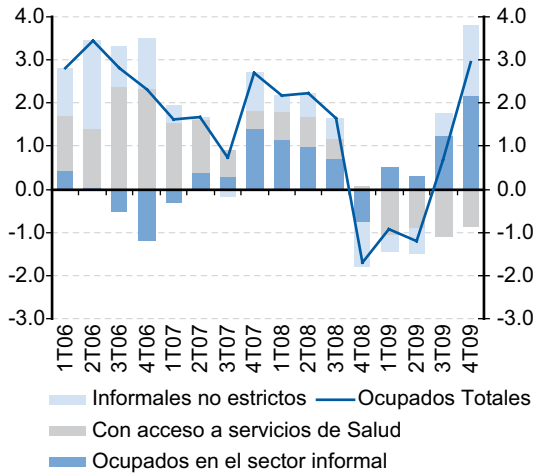
### **El gasto doméstico se ve limitado por un ingreso salarial relativamente bajo y volátil, resultado del peso del sector informal en la economía**

La coyuntura refleja una significativa brecha entre la confianza de la industria manufacturera mexicana y del consumidor, consecuencia de la mejora efectiva de la demanda externa que afronta la primera y del muy contenido ritmo de aumento del ingreso disponible del segundo. Este es el principal determinante del consumo de los hogares, variable que supone aproximadamente el 70% del PIB mexicano y que muestra en esta recuperación cíclica una evolución todavía muy contenida.

El empleo, uno de los determinantes del ingreso disponible de los hogares, crece desde el segundo trimestre de 2009, lo que refleja, en contra de las conclusiones de algunos análisis parciales, la flexibilidad del conjunto del mercado laboral mexicano ante cambios en el entorno y las perspectivas económicas. Ello es similar a lo que ocurre en economías más desarrolladas, en las que los cambios en la legislación laboral y el aumento de la importancia del empleo temporal han llevado a mercados laborales más flexibles. Sin embargo, en México, esa flexibilidad compensadora de una legislación laboral rígida, que no ha cambiado en los últimos 19 años se logra con un mercado segmentado, en el que el componente informal, sin ningún grado de protección por la propia falta de marco legal, compensa las rigideces y barreras del sector formal. En este, por su parte, se observa un peso reducido aunque creciente del empleo temporal que no suele venir acompañado por una mayor productividad. Como consecuencia de todo ello, los ingresos por el trabajo en el sector informal de la economía son relativamente volátiles –sometidos al ajuste de la oferta y la demanda, sin ninguna rigidez a la baja por la falta de regulación- y bajos, en coherencia con la menor productividad de las actividades realizadas en el ámbito informal. Si a ello se le añade el repunte de la inflación en 2010, la capacidad de gasto de los hogares parece que permanecerá relativamente constreñida, al menos en el corto plazo a pesar del repunte del empleo. De esta manera, la informalidad supone un freno a la consecución de un ingreso disponible más o menos estable, formada a partir de expectativas de ingresos presentes efectivos.

Gráfico 1

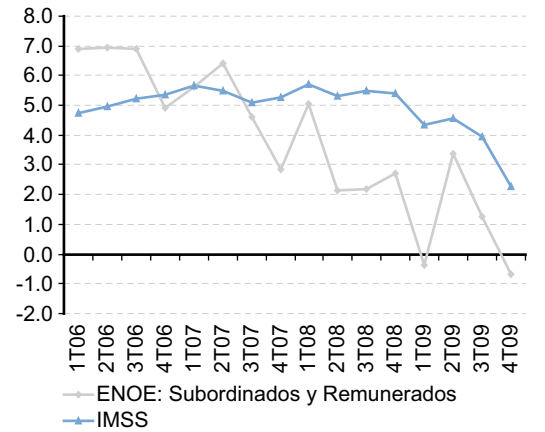
**Ocupados totales por estatus del trabajo (contribución y var % a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfico 2

**Salario (Var % a/a, nominal)**

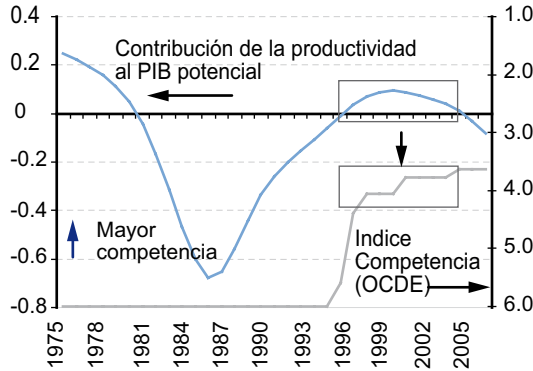


Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

**La reforma de la regulación de la competencia es necesaria para mejorar la eficiencia de la economía mexicana y el proceso de formación de precios**

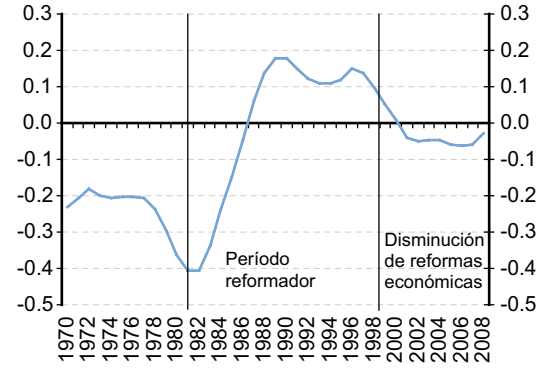
El ingreso disponible de los hogares en términos reales se ve afectado por el comportamiento de la inflación, que desde una perspectiva de medio plazo parece mostrar un comportamiento relativamente rígido a la baja y con rápidos ajustes alcistas frente a choques de costos que terminan teniendo efectos más perdurables. Esta dinámica da a entender la existencia de rigideces de mercado, relativamente mayores que en otras economías. Un avance en competencia económica en los mercados generaría beneficios asociados a una mayor productividad y precios de productos que tenderán a ser menores, lo cual implica un aumento de la renta de los consumidores en la economía (además, obviamente, de elevar el crecimiento potencial de la economía). Un modo de aproximar el margen de mejora existente en este asunto puede ser analizada la dinámica relativa de los precios de subíndices comparables de la canasta de consumo en México con la de otros países. El cotejo, aún considerando la diversidad de factores que inciden en el proceso de formación de precios, como el tipo de cambio, permite concluir que en aquellos mercados en los que el grado de competencia en el mercado es mayor, las divergencias en las evoluciones relativas de los precios son menores. Además, mayor competencia tendería a generar un mayor crecimiento económico. La reforma de la regulación de este asunto, en trámite de aprobación por el Poder Legislativo, trata de corregir estos problemas.

Gráfico 3  
**Competencia en México y contribución de la productividad al PIB potencial**



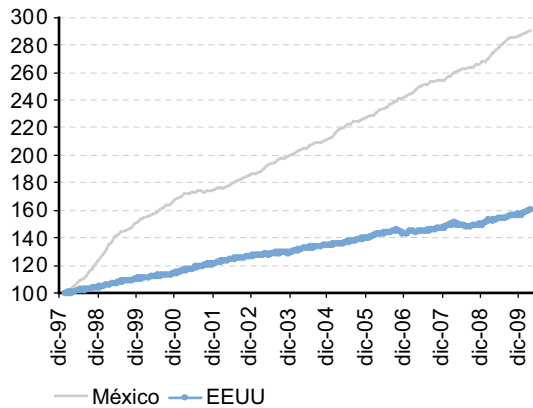
\* (6 = no competencia)  
Fuente: BBVA Research y OCDE

Gráfico 4  
**Eficiencia económica y reformas (cambio en la contribución de la eficiencia al crecimiento, pp)**



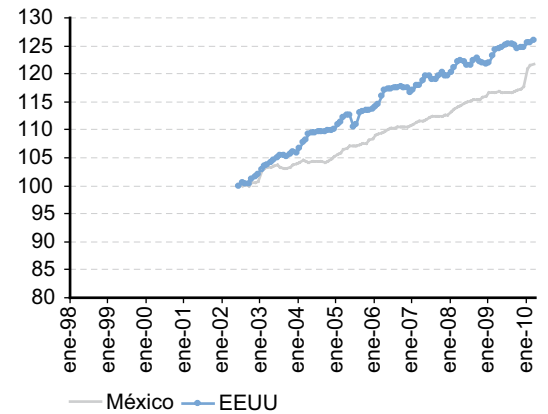
Eficiencia: Productividad Total de los Factores, crecimiento no explicado por la cantidad de capital y de empleo disponible.  
Fuente: BBVA Research, Banxico y BLS

Gráfico 5  
**Evolución relativa de precios desde estancamiento de competencia (índice 1998 = 100). Medicamentos**



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico y BLS

Gráfico 6  
**Evolución relativa de precios desde estancamiento de competencia (índice jun 2002 = 100). TV por cable**



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico y BLS

## Las variables financieras, al ritmo de los factores globales

Los mismos factores globales que contribuirán a determinar el sesgo que tenga finalmente el escenario de crecimiento incidirán en las variables financieras. Un ejemplo de ello es el tipo de cambio del peso, afectado por una diferenciación negativa frente a sus pares de otros mercados emergentes buena parte de 2009. Desde el último trimestre del año pasado y hasta muy recientemente, el impulso cíclico de EEUU, especialmente favorable para México, y la resolución de algunas incertidumbres domésticas – Presupuesto de 2010, calificación de la deuda pública- favorecieron una diferenciación positiva que se ha mantenido hasta las primeras semanas de abril, cuando se inició con la deuda griega un episodio de aversión al riesgo que alcanzó su máximo la primera semana de mayo. En todo caso, dado que no se vislumbran factores específicos de diferenciación negativa para la economía mexicana, el tipo de cambio y las tasas recogerán los fundamentales económicos de crecimiento e inflación conforme la aversión global al riesgo se disipe.

# Desafíos a la vista para una recuperación sostenida

**La economía global está dominada por dos fuerzas contrapuestas: por un lado, el impulso cíclico positivo procedente de las economías emergentes y de EE.UU. y, por otro, las elevadas primas de riesgo observadas en Europa. Si bien el plan de rescate de la UEM reduce la incertidumbre a corto plazo, los riesgos en el medio plazo continúan sesgados a la baja**

En los últimos trimestres la situación cíclica ha mejorado significativamente debido a la recuperación en las economías emergentes y en EE.UU. El comercio mundial está creciendo al 7% y nuestras previsiones apuntan hacia un crecimiento de la economía mundial del 4.2% en 2010. Ahora bien, al mismo tiempo existen dudas sobre la capacidad de la UEM para hacer frente al problema de los altos niveles de endeudamiento público de algunos países del área. Estas dudas han dado lugar a un incremento de los diferenciales soberanos y a una nueva fase de inestabilidad financiera. Esta situación puede afectar a la economía europea, pero también puede impactar sobre el resto del mundo. El momento y el alcance de estos impactos adversos dependerán crucialmente de la efectividad de los anuncios realizados por el Consejo Europeo el pasado 9 de mayo respecto a los paquetes de rescate acordados y las medidas excepcionales adoptadas por el BCE. Aún cuando estos paquetes consigan estabilizar en el corto plazo las condiciones del mercado, todavía persisten incertidumbres en tres frentes: i) el proceso de implementación del paquete de rescate en los próximos meses, sujeto a la condicionalidad del proceso de consolidación fiscal; ii) la credibilidad de una consolidación fiscal más intensa de lo considerado hasta ahora en algunos países de la UEM y iii) los avances en los mecanismos institucionales dentro del área del euro para asegurar la sustentabilidad de las cuentas públicas de los distintos países.

**Tras el impulso de corto plazo de las políticas fiscales y monetarias expansivas en todo el mundo, la sostenibilidad de la recuperación no está garantizada más allá de 2010, sobre todo en las economías desarrolladas**

Mientras que se generaliza la recuperación económica a comienzos de 2010, su intensidad varía significativamente entre países. Esto es consecuencia de los diferentes grados de utilización de las políticas fiscales y monetarias. Estas políticas han sido particularmente efectivas a la hora de impulsar el ciclo económico en China y EE.UU. Al mismo tiempo las economías emergentes se están beneficiando de la mayor fortaleza de su demanda doméstica y en esta región la recuperación se presenta mucho más consolidada. Por el contrario, en las economías desarrolladas, a medida que las políticas expansivas se diluyen, surgen dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación más allá de 2010.

**Crecientes divergencias en las estrategias de salida de política monetaria: gradualismo en EE.UU.; dudas respecto al momento de la salida en la UEM; falta de una estrategia única en las economías emergentes**

Se prevé una senda gradual de alzas de tasas de interés por parte de la FED. Las primeras subidas de tasas se esperan en torno a comienzos de 2011, hasta alcanzar niveles ligeramente por encima del 1% a finales de ese año. Las diferencias existentes en los fundamentos económicos de EE.UU. y de la UEM llevarán a diferentes estrategias de salida monetaria en ambas áreas. Aunque el crecimiento económico pueda ser lento de 2010 en adelante, el riesgo de una reversión de la dinámica actual es bastante limitado en EE.UU. y las presiones inflacionistas son muy incipientes. Por el contrario, en la UEM, además de una situación financiera mucho más frágil, la mejora cíclica parece más incierta y no se vislumbran presiones inflacionistas. En cuanto a las políticas monetarias de las economías emergentes no hay duda sobre la necesidad de un endurecimiento monetario. Dadas las divergencias cíclicas en esta región, las estrategias de salida variarán entre países. Si en algunas economías el endurecimiento de la política monetaria y otras medidas no se implementan a tiempo, podrían generarse desequilibrios crecientes.

**Los mercados han puesto de manifiesto los límites de las políticas fiscales contracíclicas. Las economías con altos niveles de deuda pública y limitado desapalancamiento privado son altamente vulnerables a movimientos al alza de tasas de interés y mayores primas de riesgo**

En los periodos de mayor aversión al riesgo los mercados financieros tienden a poner en precio las inconsistencias existentes en las políticas macroeconómicas, que, normalmente pasan desapercibidas en tiempos de bonanza. Pese al importante paquete de rescate acordado en Europa<sup>1</sup> el pasado domingo día 9 de mayo, la información disponible y los retos por resolver en cuanto al gobierno fiscal en la UEM hacen pensar que persistirán significativas primas de riesgo en el mercado en medio de incertidumbres sobre las sendas de consolidación fiscal. El contagio a mercados y activos cada vez más alejados del mercado de deuda griega ha sido una clara evidencia de la fragilidad del escenario actual. La historia económica está plagada de ejemplos de “contagios infundados” de unos países a otros en momentos de crisis. En estos casos, la proximidad geográfica o las similitudes cíclicas importan más que las diferencias en los fundamentales económicos. De hecho, el episodio actual de contagio generalizado no se justifica ni por el canal financiero espoleado por el estallido de la crisis griega ni por similitud en los fundamentales. Aún siendo esto cierto en mayor o menor medida, existe una necesidad imperiosa por parte de algunos países de aumentar la credibilidad de sus políticas para hacer frente a las presiones de los inversores internacionales.

**La consolidación fiscal a largo plazo es el mayor desafío para los países desarrollados**

Existe una preocupación creciente sobre las consecuencias a largo plazo de los aumentos de la deuda pública. Esto inevitablemente dará lugar a presiones al alza sobre las tasas de interés reales y altas primas de riesgo durante un periodo prolongado. Aún cuando el contagio reciente se desvanezca gradualmente, persistirá una discriminación creciente entre países dependiendo de la credibilidad de su situación fiscal.

**La ausencia de una reestructuración profunda del sector financiero y la reforma regulatoria venidera podrían amenazar el ritmo de recuperación**

La incertidumbre procedente del sector financiero es fundamentalmente de dos tipos. Por una parte, la lenta reestructuración de la industria financiera, sobre todo en Europa, puesto que puede llevar a que la recuperación económica se vea frenada por la falta de crédito suficiente (*creditless recovery*). Esto constituye una preocupación creciente, ya que tanto la experiencia histórica como la evidencia empírica muestran la importancia del canal de crédito, sobre todo en las primeras etapas de la recuperación. Por otra parte, también existe incertidumbre respecto a la reforma regulatoria que finalmente se alcance y que ya se encuentra en marcha. El resultado más probable es un incremento significativo de los requisitos de capital y liquidez, lo cual podría limitar la capacidad del sector bancario para conceder crédito en los próximos años.

1: Las medidas aprobadas el domingo 9 de mayo fueron: i) 500.000 Mill euros en apoyo de países con dificultades; ii) 250.000 Mill del FMI; iii) capacidad del BCE de comprar deuda pública del área del euro; y iv) líneas de financiación en dólares con la FED.

# Las mejores perspectivas de crecimiento de México se basan en el impulso cíclico del entorno externo

## La más rápida e intensa mejora del ciclo en EEUU lleva a una revisión al alza de las perspectivas de crecimiento de la economía mexicana

Desde mediados de 2009 y de modo más intenso hacia finales de ese año, la economía mexicana fue intensificando paulatinamente un proceso de recuperación luego de la caída más aguda desde la Revolución Mexicana, (en 1932: -14.8%). La estructura de la economía mexicana, altamente integrada con EEUU implicó el año pasado una caída record de exportaciones, llegada de turistas y remesas de emigrantes. Igualmente, estos mismos vínculos actúan ya o lo harán a corto plazo, en sentido contrario, lo que implica una salida de la recesión relativamente más rápida que las otras economías menos expuestas al dinamismo cíclico de EEUU.

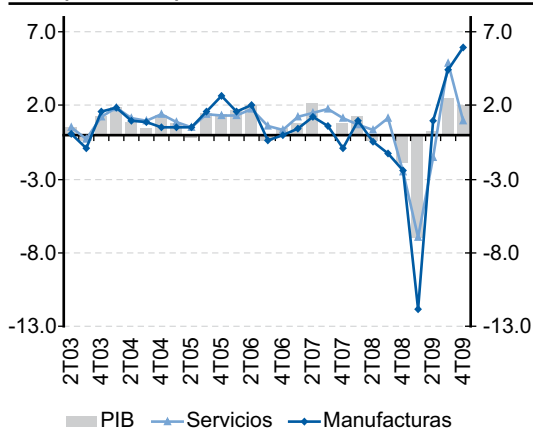
La recuperación de la economía mexicana fue mejor de lo esperado en los últimos meses de 2009 e inicios de 2010. Este mejor comportamiento ha llevado a revisar a la alza las perspectivas de crecimiento económico para 2010, y hacia delante desde el 3.8% estimado a comienzos de año hasta una tasa cercana al 5.0% previsto ahora, aunque con un balance de riesgos sesgado ligeramente a la baja, tanto en lo global como en lo doméstico. En lo global, como se señalaba en la sección anterior, por el impacto que finalmente tengan en las primas de riesgo las incertidumbres existentes sobre el necesario proceso de consolidación fiscal. En lo doméstico, por la capacidad de la demanda doméstica de acompañar el arrastre que viene dando a la actividad la demanda externa.

En esta recuperación, los dos componentes de la demanda; externa e interna, han mostrado dinámicas bien distintas. Por un lado, la demanda externa se ha caracterizado por una fuerte recuperación, lo que ha impulsado a las exportaciones, y con ello a la producción manufacturera, de forma acelerada durante los últimos meses de 2009. Cabe recordar que cerca del 80% de las exportaciones mexicanas tienen por destino Estados Unidos, y es en este sentido, particularmente relevante el consumo de bienes durables de aquel país: aparatos de televisión, aparatos eléctricos y electrónicos y especialmente vehículos automotores. Este proceso de mejora de la demanda externa se dio a lo largo del segundo semestre de 2009 y a partir del último trimestre de 2009 a un ritmo más intenso de lo esperado inicialmente.

En la revisión al escenario macroeconómico que aquí se expone, se ha considerado que los estímulos fiscales a la economía estadounidense tendrán éxito y continuarán contribuyendo a su recuperación. Con ello, la contribución de las exportaciones netas mexicanas (exportaciones menos importaciones) será más positiva que lo esperado inicialmente y aportarán de hecho poco más de 3 de los 5 puntos de crecimiento estimado para este año.

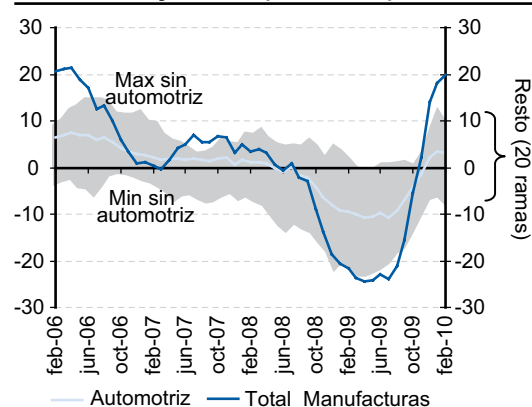


Gráfico 7  
**PIB (Var % t/t)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8  
**Producción manufacturera: ramas automotriz y resto<sup>1</sup> (Var % a/a)**



1: Con base en variaciones de los índices suavizados (PAM(7))  
Fuente: BBVA Research

En cuanto a la demanda interna, los datos disponibles al momento cuentan una historia distinta, y es que la recuperación del mercado interno si bien está en marcha, lo es a un ritmo más lento de lo que cabría esperar. El consumo privado por ejemplo, creció 0.5% en el último trimestre del año pasado luego de haber crecido 2.1% en el trimestre previo. Indicadores más oportunos del consumo de los mexicanos apunan en la misma dirección: las ventas al menudeo por ejemplo, apenas crecieron en tasa mensual en los primeros dos meses de este año (0.4%), por debajo de la expansión mensual del último bimestre de 2009 (1.3%).

Mención especial merece la dinámica de la inversión. Este componente es el más rezagado de la demanda interna, con continuadas caídas en tasa trimestral en los últimos seis trimestres (3T08 a 4T09). Este componente es muy relevante para asegurar una capacidad de crecimiento en los siguientes años. Con todo, consideramos que en la medida en que las condiciones financieras se mantengan más favorables que en 2008 y 2009, se vaya agotando la capacidad instalada ociosa y la recuperación estadounidense continúe, la formación de capital terminará creciendo aceleradamente.

## Un mercado laboral dual y unos ingresos bajos y volátiles, claves en el comportamiento de la demanda doméstica

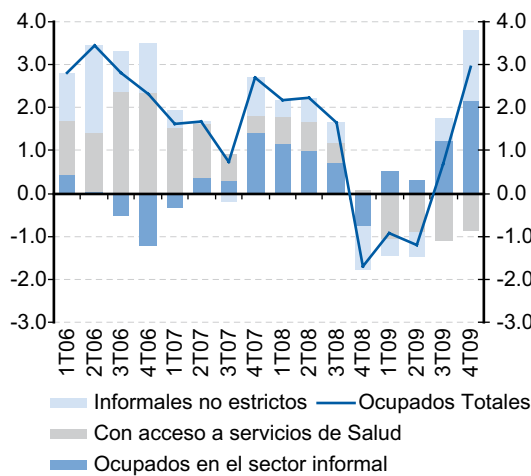
De acuerdo al escenario económico previsto, se espera una contribución de la demanda interna para 2010 de 1.8 puntos: 1.1 del consumo y apenas 0.7 de la inversión. La contribución del consumo es históricamente baja y recoge el papel que empleo y salarios, (determinantes del ingreso disponible y por lo tanto de la capacidad de gasto) han jugado en la reciente recesión y en próximos trimestres.

El empleo formal privado tuvo durante la crisis de 2009 una caída importante, pero limitada en intensidad y duración si se compara con la variación en el empleo en episodios recesivos anteriores. La falta de congruencia entre el relativamente buen comportamiento del empleo y la limitada expansión de la demanda interna registrada hasta ahora, lleva a planear las características del empleo en México. El IMSS aglutina a cerca de 14 millones de empleados, mientras que la población ocupada asciende a 44 millones de personas de acuerdo a la ENOE. Así, una de las características de parte de los nuevos empleos creados son los bajos niveles salariales que ofrecen y las escasas prestaciones laborales que los acompañan, parte de ellos en la economía informal. La dinámica del empleo y del desempleo, tomando como base medidas alternativas del mismo, apunta hacia características de "flexibilidad" en el segmento formal del mercado y de "rigidez" en el informal. Lo anterior genera incentivos a la informalidad y contribuye a explicar los bajos niveles de productividad y el limitado crecimiento del gasto doméstico.

En este mismo sentido, un limitante adicional a la capacidad de gasto doméstico lo constituyen estructuras de mercado poco competitivas, que contribuyen a drenar el ingreso disponible de los hogares con unos precios con rigideces a la baja y por lo tanto pudiendo implicar umbrales relativamente elevados a procesos desinflacionarios. Así, en relación a otras economías, México se ha caracterizado por alzas inflacionarias rápidas frente a choques de costos y ajustes a la baja más lentos, algo en lo que tiene que ver un grado de competencia menos intensa. El papel de las rigideces de mercado en el ajuste de la inflación es un asunto actual dada la propuesta de reforma de la política de competencia que se encuentra actualmente en proceso legislativo.

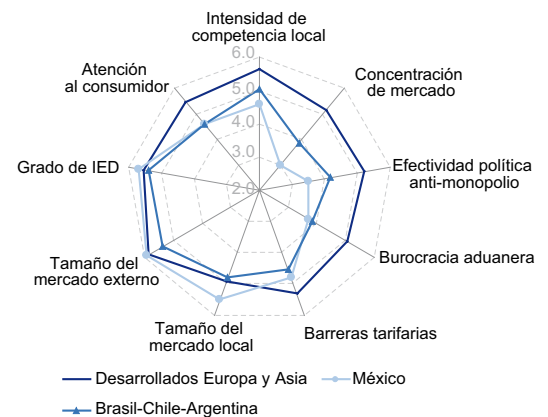
Durante 2009, factores tales como política de precios públicos, favorables cotizaciones en productos agrícolas y la elevada brecha del producto dada la recesión económica de ese año, influyeron en que la inflación iniciara un proceso de bajada continuo. Para 2010, los mismos factores que influyeron en el ajuste a la baja de la inflación actuarán en sentido contrario generando presiones a la alza más de oferta, (aumento de costos) que de demanda.

Gráfico 9  
**Ocupados totales por estatus del trabajo (contribución y Var % a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfico 10  
**Ranking de México en materia de competencia económica**



(6 = mejor situación)  
Fuente: BBVA Research con datos de WEF

Por una parte, es posible que continúen costos tributarios (IVA, IEPS e ISR) así como el ajuste de precios administrados (energéticos) para alinearlos a sus referencias internacionales. Cabe destacar, que estos efectos se han visto mitigados hasta ahora por la fortaleza cambiaria. Por su parte, los precios agropecuarios continuarán mostrando elevada volatilidad como en los primeros meses del año ha sido el caso, de forma tal que si tuviéramos la contribución de un “anómalo” promedio, el impulso a la inflación sería de 0.4pp. Finalmente, estimamos que la actividad económica estimamos que se mantenga durante buena parte de 2010 con una dinámica menor al potencial, la velocidad a la que se cierre la brecha del producto pudiera generar presiones hacia el final del año en la inflación. Con todo, estimamos una dinámica de la inflación que implique un cierre del año en torno a 5.6% para la inflación general, y 5.1% para la inflación subyacente.

## Las variables financieras mexicanas dejan atrás la diferenciación negativa de 2009, los factores globales dirigirán su evolución

Entre octubre de 2009 y abril de 2010, el peso mexicano se ha mantenido como una de las divisas de economías emergentes con una apreciación más intensa respecto al dólar, situándose en el promedio mensual de abril en el rango de lo que se puede considerar un tipo de cambio de equilibrio<sup>2</sup> de acuerdo a las estimaciones de BBVA Research. El contagio generalizado de la crisis de la deuda griega a los mercados financieros globales acontecido en la primera semana de mayo es un factor de riesgo sobre las perspectivas económicas y financieras globales. De persistir las dudas sobre la consolidación fiscal en los países desarrollados se elevarían tanto las primas de riesgo como el costo de financiamiento y la confianza de los agentes económicos se deterioraría. Con todo, parece razonable pensar que el contagio y la volatilidad deberían limitarse finalmente a aquellos mercados más afectados ya sea por su débil situación fiscal o por su mayor relación con el foco de la crisis. Es decir, a los países de la Europa emergente.

Se estima que el tipo de cambio promediará 12 ppd en el último trimestre de 2010. Tres elementos clave soportan nuestra expectativa de tipo de cambio fortalecido. El primero de estos factores es el diferencial de tasas: las economías desarrolladas han mantenido sus tasas de referencia en cero o muy bajas, con lo que el diferencial de tasas ajustadas por riesgo percibido en los mercados son considerablemente elevados. Un segundo factor en el que basamos nuestro estimadp de tipo de cambio es la elevada liquidez internacional que implica búsqueda de rendimiento de los inversionistas y que permite a su vez estrategias de carry-trade. Por último, hay que considerar que la diferenciación positiva del mercado mexicano se da en un contexto de recuperación cíclica en donde como ya se mencionó, México será de los países con un más rápido repunte luego de la última recesión.

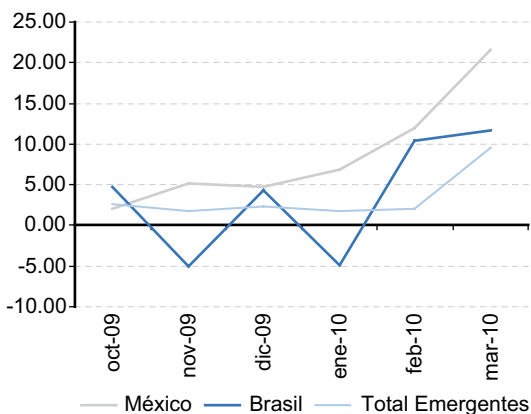
Conviene considerar que el escenario de tipo de cambio aquí planteado no está exento de riesgos y en particular está asociado a aquellos relacionados con una eventual intensificación del contagio de la crisis griega. En este eventual contexto, esperaríamos ver en vez de una diferenciación positiva hacia México, una postura neutral en cuanto al apetito por activos domésticos frente al de otras economías emergentes.

Más allá de las presiones internacionales en cuanto a flujos de capital, podríamos considerar al cierre de la brecha del producto como la variable fundamental que influya en las presiones inflacionarias y en la postura de Política Monetaria que adopte el Banco de México. En este sentido, consideramos que si bien es probable que las expectativas de inflación se mantengan ancladas, (apoyado esto en un peso fortalecido), el detonante del cambio en el rumbo monetario lo será la velocidad de cierre de la brecha de producto, por eventuales presiones inflacionarias. Consideramos que Banxico mantendrá la pausa monetaria ajustando la comunicación gradualmente hasta uno que se respalde la subida en la tasa de fondeo a finales de 2010.

<sup>2</sup>: Consistente con el comportamiento relativo de productividad, inflación y tasas de México y EEUU y que se sitúa entre 11.5 y 12.5 ppd aproximadamente.

Gráfico 11

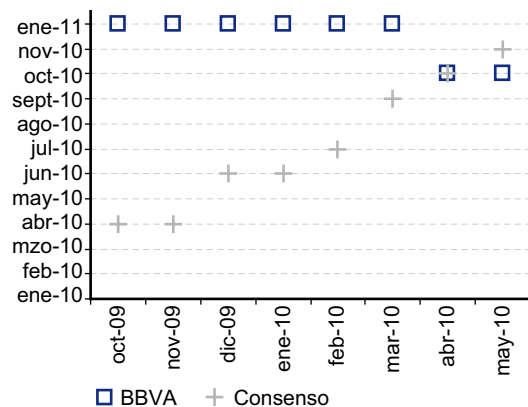
**Flujos de capital en bonos (participación en el mercado de cada país, %)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 12

**Primer aumento esperado en la tasa de fondeo: BBVA frente al consenso**



Fuente: Encuesta de Banamex

Un riesgo no descartable en este contexto es la eventual reversión de los flujos de capital a economías emergentes lo que constituiría un eventual riesgo alcista en inflación y podría llevar al ajuste de la política monetaria aquí considerada.

Por último, en el contexto de la elevada liquidez que ha caracterizado a los últimos meses, la curva se ha beneficiado de la importante entrada de flujos de capital, lo que ha impulsado a la baja el nivel de tasas de largo plazo de México. Como se planteó en el caso de tasas cortas, la recuperación del ciclo económico, así como la expectativa de política monetaria y la evolución de riesgos llevarán en nuestros estimados del M10 en torno a 7.5% al final del año. Esto, sin dejar de considerar que el rally presente podría verse limitado en caso de materializarse la incertidumbre sobre el contagio financiero de Grecia.

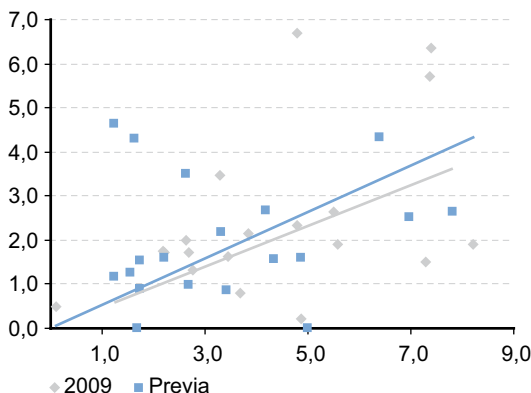
# Mercado laboral, flexibilidad, salarios y gasto doméstico

En esta sección se analiza la dinámica del mercado de trabajo mexicano, dado que la intensísima recesión registrada en 2009 no ha implicado un ajuste comparable en términos de caída del empleo o de subida de la tasa de desempleo, algo que sí ha ocurrido en muchos países. Se suele señalar que esta menor respuesta del mercado laboral a oscilaciones de la actividad puede ser indicativa de una relativa rigidez de éste, destacada para México por indicadores bien conocidos y de uso sistemático en los países de la OCDE. Sin embargo, en el caso de la economía mexicana, la clasificación de su mercado laboral como rígido contrasta con señales de gran flexibilidad. Así, la presencia de un importante sector informal, por definición totalmente flexible en lo relativo a la existencia de legislación protectora del empleo actúa como amortiguador del desempleo. Ello, con el costo de una asignación de recursos sesgada hacia actividades con baja productividad marginal y niveles de ingreso más bajo y volátil. Ello contribuye a su vez a explicar el retraso en la recuperación del gasto doméstico en la etapa cíclica actual.

## Un mercado laboral cada vez más sensible al crecimiento, ¿salvo en México?

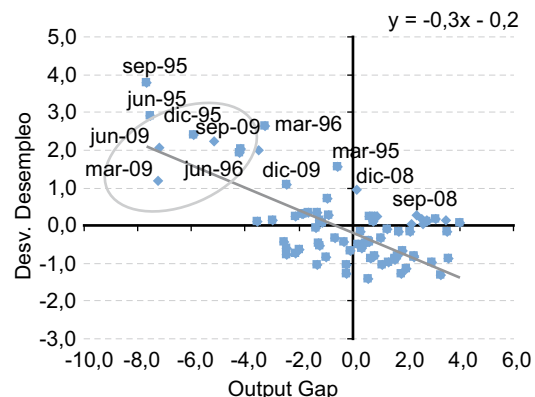
Si se compara el impacto que la caída del ingreso per cápita tiene en la subida del desempleo en esta recesión frente a recesiones previas, se encuentra evidencia de que, la respuesta en desempleo está siendo en general, más intensa en este episodio que en previos<sup>3</sup>. En promedio, en la muestra de países considerados, el desempleo ha tendido a reaccionar más a la recesión en este ciclo que en ciclos previos. Un modo de ilustrar este punto es el gráfico anexo, en el que se observa como la respuesta en términos de aumento del desempleo a la caída de la actividad es algo más elevada ahora que en la recesión previa. La pendiente más inclinada de la gráfica de dispersión que relaciona a los países así lo refleja<sup>4</sup>.

Gráfico 13  
**Caída del PIB y empleo (Var % a/a, recesión y variación en el empleo)**



Fuente: BBVA Research con datos de FMI (WEO, Abril 2010)

Gráfico 14  
**México: crecimiento y desempleo (desviaciones respecto a la tendencia, 1990-2009)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

3: Este punto se desarrolla en el capítulo 3 del WEO del IMF de Abril 2010.

4: Los países considerados y periodos considerados son: 2009 para "periodo actual" los respectivos años del "episodio anterior". Canadá (1991), Chipre (1993), Finlandia (1993), Alemania (1993), Grecia (1993), Hong Kong (1998), Islandia (1992), Irlanda (2008), Corea (1998), Luxemburgo (2008), Malta (2001), México (1995), Nueva Zelanda (1991), Singapur (2001), España (1993), Suecia (1993), Taiwan (2001), Inglaterra (1991) y Estados Unidos (1991).

En el caso de la economía mexicana, una caída de la actividad comparable a la de 1995, incluso algo más intensa, ha llevado parejo un repunte de desempleo relativamente menor, de sólo un punto porcentual a lo largo de 2009 frente a 2.5 puntos en 1995.<sup>5</sup>

Se puede formular la relación entre desempleo y actividad a través de la conocida Ley de Okun<sup>6</sup>, abundantemente estudiada en la literatura y que parece mostrar en el caso de México como la recesión sufrida ha implicado un comportamiento relativamente favorable del desempleo. Se considera aquí la relación en términos de desviaciones respecto al nivel de crecimiento del PIB de largo plazo y de la tasa de desempleo no inflacionaria (NAIRU<sup>7</sup>). De este análisis se concluye que si bien la brecha de producción observada frente al potencial es comparable en la recesión de 2009 con la de 1995, la subida de la tasa de desempleo es menor en el caso de la recesión reciente que en la de 1995. Para una caída comparable del PIB, el desempleo se alejó menos de su tendencia de largo plazo en esta recesión que en la crisis de 1995. Este comportamiento relativamente benigno se aprecia así mismo en otras medidas relativas al mercado laboral como el empleo formal privado: el diferencial entre la variación del PIB y del empleo fue de -0.4 puntos en 1995 y de -3.5 puntos en 2009.

## Medidas alternativas de desempleo y sensibilidad a cambios en la actividad

Si bien la tasa de desempleo se ajusta a estándares internacionales y es una buena medida del segmento de la población que no ha trabajado ni una hora a la semana pese a estar buscando trabajo, la realidad del mercado laboral mexicano no se refleja únicamente a través de esta medida. Medidas de desempleo alternativas a la tradicional dan señales complementarias del desempleo en México.

INEGI publica medidas alternativas de desempleo, entre las que se considera por su relevancia la "Tasa de Desocupación Parcial". Esta definición incluye además de la población desocupada que busca empleo, a aquella población ocupada que trabaja menos de 15 horas a la semana. Se considera que dada la dinámica y las características del empleo total, es esta medida de desempleo una herramienta útil ya que apunta a ser una aproximación a una medida de bienestar, en contraste con la medición tradicional que es sobre todo una medida de desequilibrio en el mercado laboral.

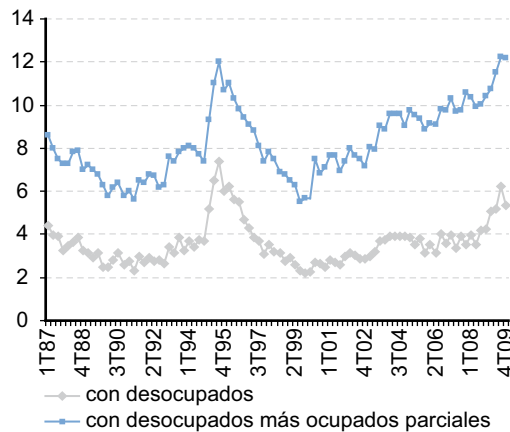
5: En promedio anual, el desempleo pasó del 4.0% de los activos en 2008 al 5.5% en 2009. En 1994 y 1995 los valores respectivos fueron 3.6% y 6.3%.

6: Una referencia reciente puede ser "Okun's Law and the Unemployment Surprise of 2009", FRBSF Economic Letter Marzo 2010. Con datos de EEUU se considera que una pérdida de PIB real en relación a su tendencia de 2% se relaciona con un aumento en la tasa de desempleo de en torno a un punto porcentual. Cabe considerar que esta Ley admite diversas formulaciones y se plantea tanto en términos de tasas de variación como en términos de desviación de las variables respecto a su tendencia. La especificación general se formula en términos de  $u_t - u_n = -\beta(\delta y_t - \delta y)$  donde el parámetro  $\beta$  mide la sensibilidad de la tasa de desempleo a variaciones en la producción;  $\delta y_t$  es el crecimiento en el año  $t$ ,  $\delta y$  el crecimiento tendencial y  $u_n$  la tendencia del desempleo. Esta formulación general admite también rezagos en las variables.

7: Se aproxima el PIB y la tasa de desempleo de largo plazo mediante el filtro de Hodrick-Prescott considerando proyecciones propias de ambas variables de acuerdo al escenario económico de BBVA Research.

Gráfico 15

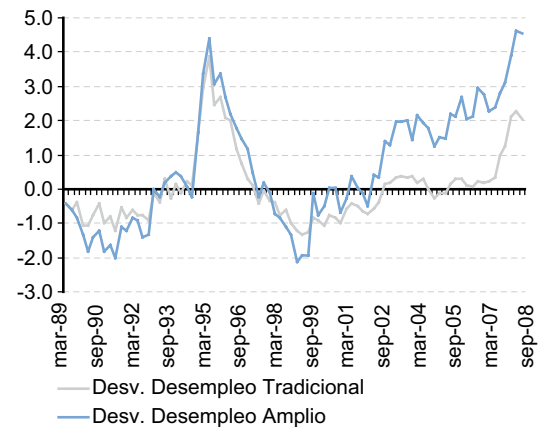
**Tasa de desempleo, medidas alternativas (%)**



\* Desocup. Parciales = (Desocupados + Ocupados que trabajaron menos de 15 hrs) / PEA  
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfico 16

**Desempleo, desviación respecto al promedio\***



\* Se considera la desviación de la correspondiente medida de desempleo respecto al promedio hasta 2001, por ser a partir de este año cuando la medida alternativa se inició una tendencia creciente continua, en contraste con la medida tradicional de desempleo  
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

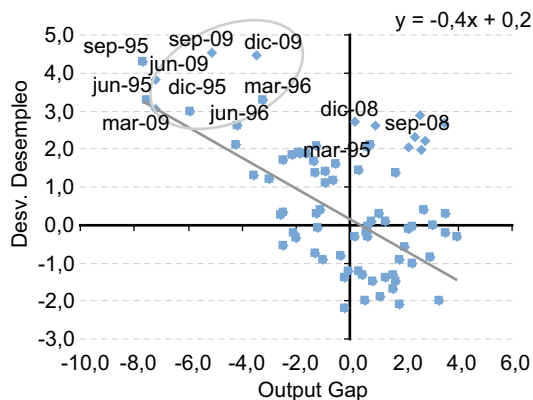
El contraste de la relación de Okun al considerar esta medida alternativa de desempleo es claro, ya que la sensibilidad del desempleo (alternativo) en el último periodo recesivo no se diferencia de dicha sensibilidad en el periodo recesivo previo (1995), la pendiente de la línea de mejor ajuste es más inclinada y todos los trimestres de 2009 están a la derecha de esta. Conviene notar que los trabajadores que ofrecieron menos de 15 horas a la semana de trabajo han crecido como porcentaje de la PEA, consistentemente desde el año 2001<sup>8</sup>.

El análisis de series de tiempo la relación entre desempleo y actividad es consistente con lo anterior. Dividiendo la muestra en dos secciones, al inicio de los años 90s y al final de la primera década de este siglo, se obtiene un coeficiente de  $\beta_1$  (en  $(u-un)_t = a + \beta_1(brecha)_t + \beta_2(u-un)_{t-1} + \beta$ ) de -0.2 y -0.1 en las dos muestras respectivamente para la medida tradicional del desempleo, y de -0.1 y -0.1 para la medida alternativa en los dos periodos considerados. Es decir, la sensibilidad de la desviación del desempleo respecto a su nivel tendencial es menor ahora que en el pasado con la medida tradicional de desempleo, pero igual que en el pasado con la medida alternativa.

8: Hay que señalar que los datos no permiten distinguir si se trabaja menos de 15 horas a la semana por la falta de demanda o por decisión de la oferta, pero en todo caso a lo largo del periodo analizado no ha cambiado la regulación del trabajo a tiempo parcial, como ninguna otra regulación laboral.

Gráfico 17

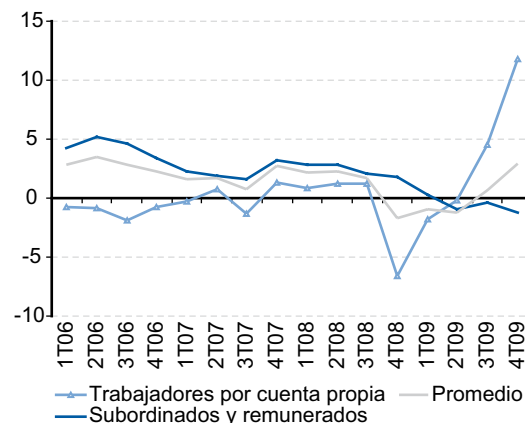
### Crecimiento y desempleo amplio (desviaciones respecto a la tendencia 1990-2009)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 18

### Trabajadores por posición en el trabajo (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

## El sector informal del mercado laboral, amortiguador de los ajustes de la actividad

El contraste entre la medida de desempleo tradicional y una alternativa como la aquí presentada en cuanto a su relación con la actividad, lleva a analizar con más detalle la estructura del empleo<sup>9</sup>. La población ocupada bajo esquemas de empleo remunerado y subordinado, que representa el grueso de los ocupados (en torno a 65%), cayó en términos absolutos desde el último trimestre de 2008<sup>10</sup>, igual que lo ha hecho en anteriores periodos recesivos. Dentro de este grupo se encuentran los trabajadores con prestaciones sanitarias y condiciones laborales sometidas de modo efectivo a la legislación protectora del trabajo, además de al pago de impuestos. En contraste, la variación anual en el número de trabajadores independientes (agrupando aquí empleadores, trabajadores por cuenta propia y trabajadores no remunerados) muestra un comportamiento contracíclico, aumenta con la caída de la actividad y tiende a disminuir con su crecimiento. Dentro de este grupo de empleos se encuentran en buena medida los ocupados en el sector informal, los que no cuentan con prestaciones laborales tales como seguridad social y mantienen condiciones laborales en general precarias en muchos casos simplemente por inexistentes mediante un acuerdo escrito<sup>11</sup>. Ello evidencia la existencia de flexibilidad en el ajuste de la cantidad de empleo que proporciona el mercado laboral, lo que contrasta con comparaciones internacionales de legislación de protección al empleo, en las que México se ubica entre los países con mayor grado de regulación formal del trabajo<sup>12</sup>. Ambas evidencias son coherentes si se considera el ámbito limitado de actuación de la legislación al empleo formal. Adicionalmente, indicadores de nivel salarial (o ingreso por hora), más bajo y volátil entre los trabajadores por cuenta propia muestran el grado de flexibilidad existente en el mercado de trabajo mexicano.

9: Si bien no se cuenta con series suficientemente largas como para hacer comparaciones frente a la recesión de 1995 del empleo considerando factores como número de horas trabajadas, número de empleados por nivel de ingreso o por posición en el trabajo de los empleados, sí que se dispone de información detallada a partir de 2005.

10: En comparación anual, el número de trabajadores subordinados y remunerados fue 1.3% menor en el último trimestre de 2009 respecto al mismo periodo de 2008.

11: La clasificación como formal o informal no se ajusta necesariamente a los ocupados por la posición en el empleo. El primer criterio se basa en las características constitutivas de la unidad económica –prácticas contables- mientras que la posición del trabajador en el empleo no está en función del tipo de establecimiento. Dicho esto, parece razonable pensar que el grueso de los trabajadores informales son ocupados independientes en calidad de empleadores, trabajadores por cuenta propia o incluso trabajadores no remunerados.

12: De acuerdo a las estadísticas de la OCDE, el mercado laboral mexicano se encuentra en un nivel de 3.13 en la rigidez de su mercado laboral por el grado de protección al empleo. Este nivel es relativamente alto, superior al promedio de los países de la OCDE, que es 1.93.



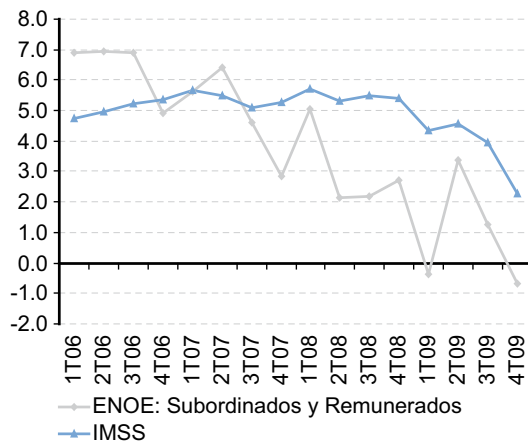
## Flexibilidad salarial, ingreso y consumo privado

El principal determinante del consumo de los hogares es su perspectiva de ingreso permanente, resultado del ingreso presente efectivo y de las expectativas futuras del mismo. Ello se suele aproximar con el primer componente, el efectivamente registrado, ya que las perspectivas se asume que son, en mayor o menor medida, resultado de él<sup>13</sup>.

La ENOE permite conocer el número de ocupados en la economía clasificado de acuerdo a su nivel de ingreso. Llama la atención el mayor número de ocupados que descendieron en su nivel de ingreso a partir de 2009, particularmente aquellos que reciben hasta dos salarios mínimos que suman ya cerca de 15 millones de trabajadores: la tasa de crecimiento entre estos ocupados en 2009 fue de 11%, que contrasta con la caída en promedio anual de (-)2.8% entre 2006 y 2008. Y a la par, destaca el aumento en los trabajadores en condición de subocupación que se concentran en actividades como comercio y servicios diversos. Cabe recordar que en este ingreso se incluyen todo tipo de percepciones: sueldos, comisiones y propinas y horas extra, lo que hace que una buena parte de los trabajadores, especialmente los de niveles más bajos en sus ingresos, los tengan sometidos a una elevada volatilidad y por lo tanto incertidumbre<sup>14</sup>. Así, al comparar la variación que ha experimentado el ingreso total de los trabajadores asalariados y remunerados de la ENOE con el ingreso de los trabajadores afiliados al IMSS, los grupos más parecidos entre ambas estadísticas, se tiene que en ambos casos la medida de ingresos/salario en términos reales ha tenido tendencia decreciente y negativa, pero más intensa y volátil en el caso de la ENOE.

Gráfico 19

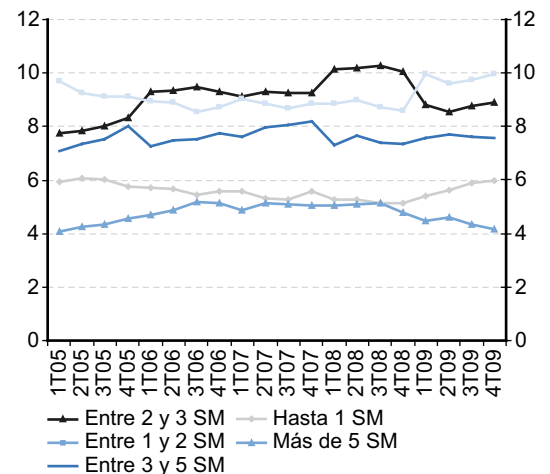
### Salario trabajadores subordinados y remunerados (Var % a/a, términos nominales)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI e IMSS

Gráfico 20

### Ocupados por nivel de ingresos (millones)



Fuente: BBVA Research con datos de IMSS

13: Se ha de considerar además la dificultad de no disponer de información actual, de frecuencia elevada y acorde con los criterios de las Cuentas Nacionales sobre el saldo de transferencias monetarias y no monetarias que los hogares reciben del sector público, del pago por los factores productivos en sus manos –dividendos, intereses por sus depósitos o activos financieros o de la carga financiera que afrontan por su endeudamiento.

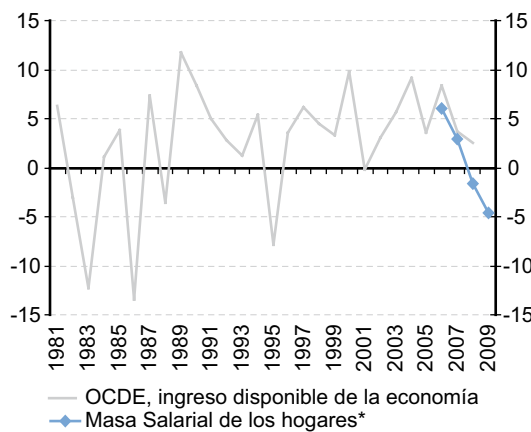
14: Con ello, cabría pensar que el componente de expectativas del ingreso permanente contribuye a frenarlo o en todo caso a no aumentarlo.

Dada la información del total de trabajadores, es posible combinar datos de ingresos con el número de ocupados para detener medidas de masa salarial por segmentos de trabajadores: subordinados, empleadores y trabajadores por cuenta propia. En esta distinción se destaca que el único grupo donde la masa salarial ha tenido variación real positiva, es el grupo de trabajadores por cuenta propia, y esto únicamente en los últimos dos trimestres de 2009 y lo ha sido por aumento en el número de trabajadores, ya que al igual que el resto de los grupos, la variación del ingreso en término real ha sido negativa.

El uso de la masa salarial total de la economía como proxy del ingreso disponible se relaciona estrechamente con el consumo privado, principal componente de la demanda interna. La dinámica decreciente de la masa salarial construida con base en información del total de los ocupados (ENOE) ayuda a entender la fuerte caída del consumo privado en la pasada recesión a pesar de que ya desde el segundo trimestre de 2009 se dan aumentos del empleo.

Gráfico 21

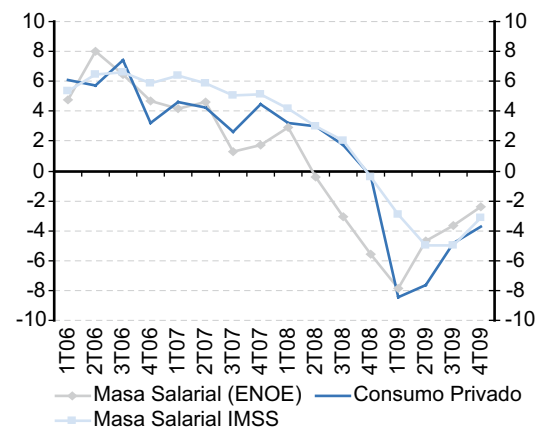
**Ingreso disponible, medidas alternativas (Var % a/a)**



\* Masa Salarial=Ingreso por hora trabajada\* número de horas trabajadas a la semana\* número de ocupados, con base en datos de la ENOE  
Fuente: BBVA Research con datos de OCDE e INEGI

Gráfico 22

**Masa salarial y consumo privado (Var % a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI e IMSS

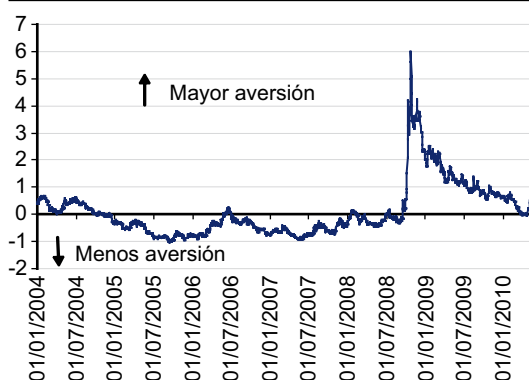
# Tipo de Cambio, perspectiva de apreciación

## El comportamiento de las variables financieras domésticas ya no refleja la diferenciación negativa frente a otras economías emergentes observada durante 2009: la recuperación económica y favorable coyuntura fiscal, el sustento

Los mercados financieros en México han presentado un mejor desempeño relativo frente al del promedio de economías emergentes entre octubre de 2009 y abril de 2010. Respecto al contagio reciente proveniente de la intensificación de los temores por la crisis de deuda de Grecia, en una primera etapa, se limitó al mercado de deuda de otros países europeos que enfrentan retos fiscales. Esta situación no provocó una disminución en el apetito por riesgo fuera de Europa dado que las perspectivas de recuperación cíclica en EEUU y la búsqueda de rentabilidad ante la continuación de las condiciones de elevada liquidez en los mercados se mantuvieron como un soporte para los activos financieros de las economías emergentes<sup>15</sup>.

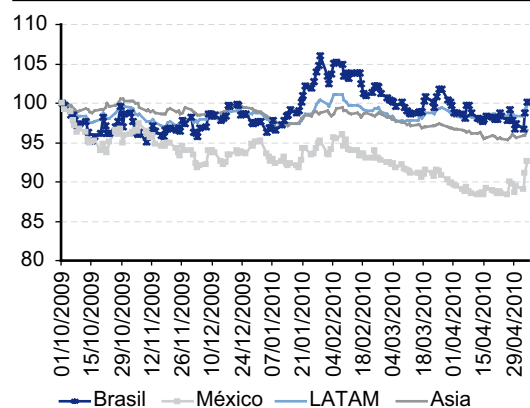
La continuidad del apetito por riesgo y de la búsqueda de rentabilidad a la vez que se desarrollaba la crisis de la deuda griega en esta primera etapa (hasta los últimos días de abril), se muestra claramente a través de distintos indicadores: i) el promedio del spread del EMBI+ de Emergentes durante abril (239pb) se ubicó en el menor nivel desde diciembre de 2007 (233pb); ii) el índice de volatilidad VIX mantuvo su tendencia de baja –que incluso se acentuó en los últimos dos meses en contraste con los mayores temores percibidos en la periferia europea– y en abril se ubicó en su menor nivel (15.6) desde junio de 2007 (15.0); y iii) las divisas de emergentes continuaron fortaleciéndose frente al dólar, aunque se aprecia una diferenciación de las monedas en función del crecimiento (i.e. las que se aprecian más son aquellas pertenecientes a las economías que parecen tener mejores perspectivas económicas).

Gráfico 22  
**Índice de Aversión al Riesgo México**



\* Componentes Principales entre Embi+, pendiente de la curva, swap spread, volatilidad implícita del peso, VIX, volatilidad observada del peso.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 23  
**Tipo de cambio (divisas vs dólar, oct09=100)**



Promedio no ponderado para las regiones  
Fuente: BBVA Research

15: La perspectiva de continuidad de estas condiciones de abundancia de liquidez se apoya en la extensión en el tiempo, a lo largo de lo que resta de 2010, por lo menos, de las políticas monetarias acomodaticias en los países más desarrollados, como se detalla en la sección dedicada al entorno global de esta publicación.

Desde una perspectiva doméstica, el indicador de aversión al riesgo ha disminuido considerablemente desde inicios de 2009, y esta tendencia se acentuó en los primeros meses de 2010. Los factores globales señalados más arriba explican parte de este comportamiento, pero el impacto diferencial del ciclo de recuperación de EEUU frente a Europa y la certidumbre sobre la situación fiscal en México, también han apoyado esta tendencia. Así, en general, desde octubre de 2009 se registró un mejor desempeño de variables financieras domésticas frente a las de otras economías emergentes.

En una segunda etapa de la crisis fiscal y de confianza de Grecia (primeros días de mayo) en la cual, después de que otros mercados europeos comenzaron a ser fuertemente afectados ante la falta de acuerdos sobre el esquema de rescate financiero, se desató rápidamente un contagio financiero generalizado que reflejó el súbito aumento de la aversión al riesgo global, y la venta de activos de mayor riesgo. Durante este periodo, las variables financieras domésticas tuvieron un desempeño bastante desfavorable y, en contraste con las semanas previas, tanto el tipo de cambio como activos de deuda ya no fueron diferenciados positivamente, y fluctuaron en línea con el aumento global de aversión al riesgo.

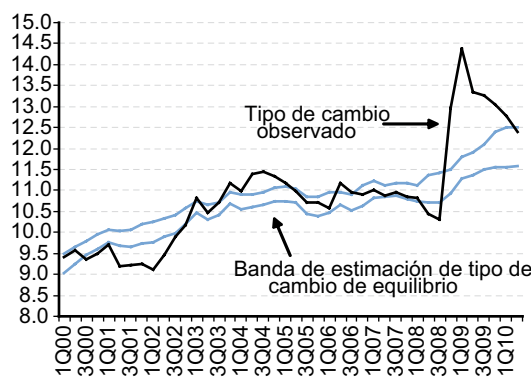
Este contagio generalizado acontecido en la primera semana de mayo, de persistir, podría constituirse en un factor de riesgo sobre las perspectivas económicas y financieras globales, y por lo tanto domésticas. Sin embargo, parece razonable pensar que el contagio y la volatilidad deberían reducirse, o en cualquier caso limitarse finalmente a aquellos mercados más afectados bien por su débil situación fiscal o por su mayor relación con el foco de la crisis. Por tanto estimamos que las primeras dos semanas de mayo han marcado la pauta que delinearé el posible desempeño del tipo de cambio y tasas de interés en México. En un contexto de contagio financiero, las variables domésticas responderán al nivel de aversión global en línea con la tendencia de emergentes, pero ya no siendo discriminadas. Y en un contexto de normalización de los mercados (nuestro escenario central), sigue habiendo espacio de diferenciación positiva de los mercados en México.

### El peso se mantiene como una de las divisas con mejor desempeño relativo en los últimos meses

Durante el 4T09, el tipo de cambio peso por dólar ha sido de las divisas más fortalecidas, no sólo de la región LATAM sino entre las monedas más líquidas del mundo. En los primeros cuatro meses de 2010, el tipo de cambio del peso frente al dólar se ha apreciado un 6.0% y desde octubre de 2009 al final de la primera semana de mayo, en 9.4% (en torno a 11.5% si consideramos el nivel mínimo previo al contagio financiero Griego). La cotización del peso a comienzos de mayo se encuentra ya dentro del rango de equilibrio de largo plazo estimado por el BBVA Research, próximo a su límite superior, y en todo caso, si se considera el límite inferior, subvaluado entre el 7% y el 8%.

Gráfico 23

#### Tipo de cambio de equilibrio estimado y tipo de cambio observado (ppd)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 24

#### Indicador Carry-Trade



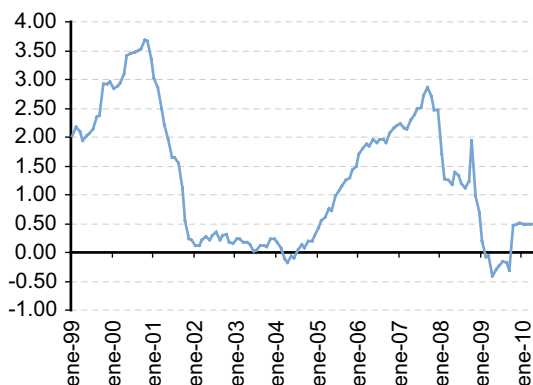
Spread de tasas de interés ponderado por riesgos de mercado  
Fuente: BBVA Research

Esta banda es el resultado de elegir el promedio de las estimaciones más elevadas y más bajas de un conjunto de modelos del tipo de cambio de equilibrio. Los modelos contemplados incluyen variables que se consideran determinantes del tipo de cambio de largo plazo, como PPP (diferencial de precios) ajustados por diferencias en los niveles de productividad, diferencial de crecimiento potencial de las economías, diferencial de tasas de interés de equilibrio reales, así como modelos que vinculan estructuralmente la relación de flujos comerciales y de capitales con el crecimiento potencial de la economía. Como se observa en el gráfico adjunto, el tipo de cambio consistente con los fundamentos económicos de la economía mexicana mantiene una deriva de largo plazo depreciatoria que resulta, básicamente, de un diferencial de inflación positivo y de capacidad de crecimiento en el largo plazo negativo respecto a EEUU. Sobre estos factores de largo plazo, las expectativas de diferenciales de tasas o los flujos financieros previstos actúan como factores reguladores de mediano plazo que moderan o intensifican la tendencia secular señalada.

Con datos hasta el 12 de mayo, los mercados han empezado a normalizarse y, con ello, la volatilidad de la divisas; no obstante, prevalece la incertidumbre sobre el alcance y efectividad de los anuncios realizados por el Consejo Europeo el pasado 9 de mayo, respecto a los paquetes de rescate acordados y las medidas excepcionales adoptadas por el BCE para enfrentar la crisis de confianza y credibilidad en Grecia y algunos otros países Europeos<sup>16</sup>.

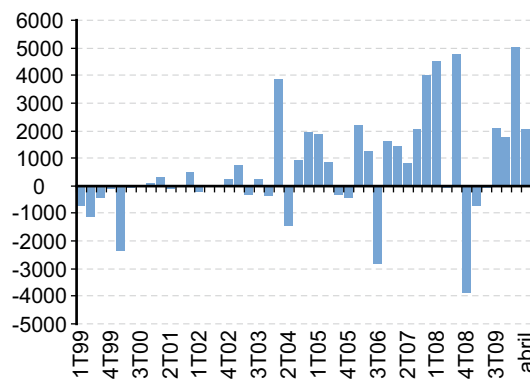
Si bien el plan de garantías acordado en Europa reduce la incertidumbre a corto plazo, los riesgos en el medio plazo se mantienen. En este contexto de elevada incertidumbre, nuestro escenario contempla un proceso con volatilidad, pero de normalización gradual de las primas de riesgo financieras. En este contexto estimamos que paulatinamente, deberán volver a prevalecer los factores que han propiciado el favorable desempeño relativo de las variables financieras domésticas. Lo anterior debería normalizar el comportamiento de los flujos de capital, los cuales hasta abril, estaban entrando a mercados emergentes con bastante fuerza, principalmente a los mercados de deuda. Se prevé un tipo de cambio de 12.0 ppp en promedio en el último trimestre de 2010, nivel consistente con la conjugación de distintos factores que volverán a complementarse y apoyarán la fortaleza coyuntural del peso. El primero es el de diferencial de tasas de interés. A pesar de que el Banco de México también ha implementado una política monetaria laxa, consistente con el balance de riesgos sobre inflación y crecimiento, las economías más desarrolladas mantienen sus tasas de interés de referencia en cero o muy cercanas a cero. Así, los diferenciales de tasas son considerablemente elevados aún si se ajustan por el riesgo percibido en los mercados.

Gráfico 24  
**Tasa de interés real economías avanzadas (%)**



Promedio ponderado entre las tasa reales en EEUU, zona Euro, y Japón  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 25  
**Flujos de capital extranjeros al mercado de deuda pública en México (Bonos + Cetes, millones de dólares)**



Fuente: BBVA Research y Banxico

16: Ver sección Global de este documento

Un segundo elemento de apoyo a la cotización del peso es la búsqueda de rendimiento de los inversionistas como resultado de la elevada liquidez internacional, lo que junto con el diferencial de tasas mencionado permite las estrategias de carry-trade (arbitraje de tasas). Esta liquidez, podría mantenerse ante las perspectivas de extensión de las políticas monetarias laxas en los países más desarrollados al menos en lo que resta del año. Esta mayor liquidez, junto a la crisis de la deuda griega (previo a la caída del apetito por activos de mayor riesgo), ha incrementado los flujos de capital a otros mercados emergentes, lo que ha tendido a beneficiar al mercado mexicano. Dicho de otra manera, en un entorno de estabilización financiera en Europa, pero con los riesgos innatos del proceso de consolidación fiscal en esos países, otras economías emergentes podrían seguir beneficiándose de flujos en búsqueda de una mejor relación riesgo- rendimiento.

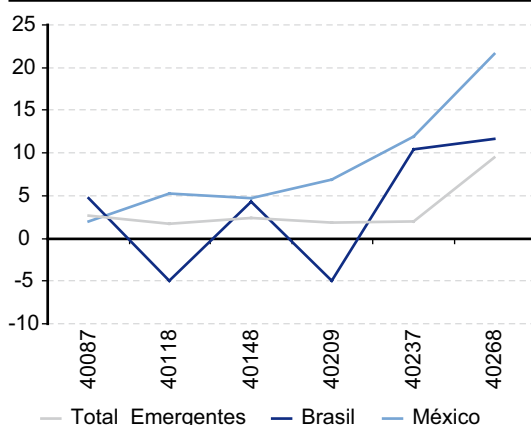
En particular, los flujos de capital extranjeros al mercado de bonos mexicano han registrado una recuperación paulatina desde el 3T09, pero que se ha acelerado desde inicios del presente año. La participación del capital extranjero en el mercado de bonos gubernamentales ha pasado de 20.8% (promedio hasta antes de la crisis financiera en septiembre de 2008) a 25.5% del valor total de los bonos domésticos en circulación. Este mayor flujo al mercado de deuda ha propiciado una ligera mejoría en la liquidez en el mercado secundario, la cual continúa por debajo de su promedio, y ha sido uno de los principales factores en el aplanamiento de la curva de los últimos meses.

Por otra parte, los flujos de extranjeros al mercado de deuda doméstico derivados de las estrategias de carry-trade también están creciendo significativamente en la parte corta de la curva. En especial, la tenencia de Cetes por parte de extranjeros se ha disparado de 11,500 mdp a inicios de año a 61,900 mdp en abril de 2010. Esta tenencia representa ahora 11.5% (frente al 2.2% que representaba a inicios de año) y en torno al 15% del total de la inversión extranjera en instrumentos de deuda pública en pesos. Es previsible que este comportamiento se mantenga en un escenario sin aumentos de la aversión global al riesgo.

El impulso observado recientemente de los flujos de capital extranjeros al mercado de bonos es fruto además de cambios estructurales no repetibles. Así ocurre con la inclusión de los bonos "M" de México en el World Government Bond Index (WGBI) de Citigroup<sup>17</sup>, que puede implicar la entrada de flujos de capital extranjero al mercado de deuda doméstico por parte de fondos internacionales que siguen y replican este índice. A este respecto, México es el primer país de América Latina en ser incluido en este índice.

Gráfico 26

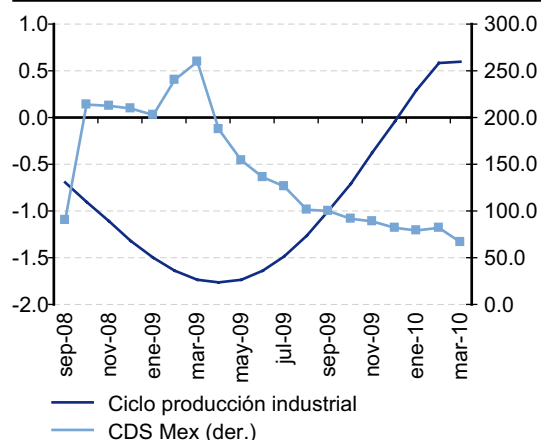
**Flujos de capital a mercado de bonos (como porcentaje del saldo de inversión extranjera en cada mercado, o region)**



Fuente: BBVA Research & EPFR

Gráfico 27

**Ciclo de producción Industrial\* México e índice de CDS 5 años MX (sep09=100)\*\***



\* HP de Producción Industrial México

\*\* Relación entre la salida de la recesión, y mejor desempeño

de indicadores de riesgo  
Fuente: BBVA Research

17: Este índice mide el rendimiento compuesto de los principales mercados de bonos y se calcula al ponderar el rendimiento total de bonos públicos de los principales mercados del mundo por la capitalización de cada mercado respectivamente. En estos momentos, México es un candidato a ser incluido en el próximo mes de octubre.

Un tercer factor, complementario del diferencial de tasas y de la búsqueda global de rentabilidad, que apoya las perspectivas del tipo de cambio es la diferenciación positiva del mercado doméstico frente a otros emergentes en un contexto de recuperación cíclica<sup>18</sup>. Las distintas medidas de aversión al riesgo financiero, tanto globales como domésticas, han mejorado significativamente a raíz de que se empezara a consolidar la recuperación económica en EEUU, y en consecuencia, mejoraran las perspectivas de crecimiento y fiscales en México<sup>18b</sup>.

La estabilidad financiera y fiscal que genera el actual entorno de recuperación económica hace pensar que mientras continúe éste, con todo lo demás constante, prevalecerá una percepción relativamente más positiva de la economía y mercados domésticos frente al de otros emergentes. Los mercados mexicanos fueron de los más afectados durante la recesión en EEUU, al ser su economía la más vinculada a esta desaceleración y al deteriorarse en consecuencia la coyuntura de sus finanzas públicas. Ahora, durante la recuperación y ante riesgos nulos sobre la capacidad de pago de su deuda, los mercados en México enfrentan un contexto opuesto al de hace un año, el cual ha permitido que tanto el tipo de cambio como otras variables financieras se desempeñen, en términos relativos, mejor que el de la mayoría de mercados emergentes.

Esta diferenciación positiva en los mercados domésticos se acentuó durante la crisis de deuda en Grecia en su primera etapa (ausencia de contagio global), pero ya se presentaba desde octubre de 2009. En los últimos meses, en episodios de tensión, el peso ha interrumpido su tendencia de apreciación mientras que en momentos en los que mejora el sentimiento de los mercados ha sido de las divisas que más se ha fortalecido. Esto contrasta con lo sucedido durante 1T-3T09 cuando cuando ocurrió lo contrario: en momentos en los que aumentaba la percepción de riesgo el peso se debilitaba, mientras que en episodios de mayor apetito por éste, el peso no tendía a revalorizarse como lo hacían el promedio de las divisas de emergentes.

En suma, consideramos que existen condiciones tanto domésticas como globales que apoyarán un tipo de cambio de 12.0 ppd hacia el cierre de 2010 (con un sesgo hacia niveles por debajo de 12.0, si se reduce fuertemente la incertidumbre inherente a la situación financiera en Europa). Hacia finales de 2011, esperamos un tipo de cambio en 12.4 ppd en un contexto de retiro paulatino de las condiciones monetarias laxas, pero un entorno de recuperación económica global y en México.

---

18: Ello fortalece las principales fuentes de liquidez de dólares en México. Así la acumulación de Reservas Internacionales está siendo apoyada por el elevado precio del petróleo y la consecuente venta de dólares por parte de Pemex a Banxico. Además, conforme se recupere el mercado laboral de EEUU es previsible un aumento de la entrada de remesas, que ya han dejado de caer. Este entorno favorable ha permitido que la Comisión de Cambios haya suspendido la subasta de venta diaria de dólares a precio mínimo, aunque con un enfoque precautorio se haya renovado durante un año más la Línea de Crédito Flexible (LCF) con el FMI por 48 mil mdd). 18b: El Banco de México viene implementando desde febrero una subasta mensual de venta de opciones de dólares que da el derecho durante el mes posterior a los tenedores de estas opciones a vender dólares al banco central al tipo de cambio interbancario de referencia (Fix) del día hábil inmediato anterior cuando el precio no sea más depreciado que el promedio de los veinte días hábiles inmediatos anteriores. El plan no busca fijar un objetivo para el tipo de cambio, no afecta a la libre flotación de la moneda ya que tiene reglas claras definidas ex ante para anular posibles discrecionalidades. El objetivo es acelerar el ritmo de acumulación de reservas internacionales (RI) para mejorar el perfil crediticio. El monto mensual de opciones a subastar es de 600 millones de dólares, de modo que la subasta difícilmente predeterminará el tipo de cambio. En este sentido, la Comisión de Cambios estima que la acumulación de RI será cercana a 20 mil mdd para el periodo 2010-2011 que, sin embargo, es "conveniente" complementar con el mecanismo descrito. Este mecanismo no es nuevo, fue implementado entre agosto de 1996 y Junio de 2001-, permitiendo acumular 12,200 mdd de RI. Esta cantidad equivale a 75% del total de las opciones subastadas y contribuyó con cerca del 30% del incremento total de las reservas en ese periodo. Hasta el momento se han subastado 1,800 mdd y se han ejercido 1,200 millones (el 66.6%). Si se ejercitase un porcentaje similar de opciones al ejecutado entre 1996 y 2001, de los 13,800 mdd que Banxico podría potencialmente comprar durante 2010-2011 se podrían acumular RI por cerca de 10,500 mdd. La reanudación de este mecanismo de acumulación de RI no impactará la trayectoria esperada del tipo de cambio. No obstante, una intervención con estas características sí podría limitar el impulso inicial de apreciación que pudiera presentar el peso, aunque al no influir en la tendencia, únicamente propiciaría un comportamiento menos volátil en su proceso de apreciación.



# Inflación, presiones de la oferta acotadas por la demanda

## **Inflación, aumento por presiones de oferta (energéticas y fiscales) con impacto mitigado por el ciclo de baja demanda y la apreciación del tipo de cambio**

A pesar de la intensa depreciación del peso a finales de 2008, que llegó a ser del 47% en algún momento, la inflación tuvo un proceso de bajada a lo largo de 2009 que se apoyó en: el congelamiento de precios públicos (energéticos), cotizaciones favorables de productos agropecuarios y una ampliación de la brecha de producto tras la severa contracción económica. De esta forma, la inflación general se redujo de 6.5% a finales de 2008 a 3.6% en diciembre de 2009.

Para 2010 estos mismos factores seguirán siendo relevantes en la dinámica inflacionaria aunque en sentido opuesto y etimamos en distinta magnitud. Durante el primer trimestre del año, se registraron presiones inflacionarias tras la reforma fiscal —que implica alzas en precios energéticos— las cuales se presentaron bajo un entorno de elevada volatilidad en cotizaciones de productos agropecuarios, de fortaleza en la paridad cambiaria y en una actividad económica en gradual recuperación, pero aún por debajo de su potencial. En este contexto la trayectoria de la inflación ha sido próxima a la esperada —tanto por el Banco de México como por nosotros— al llegar en marzo pasado al 5% anual, con un promedio del 4.8% en el primer trimestre del año.

A inicios del segundo trimestre, la inflación está teniendo registros muy favorables sustentados tanto en factores volátiles de oferta como en las condiciones de contención de la demanda interna de la economía. Si bien, esta reciente evolución alentó un mayor optimismo entre analistas sobre su marcha futura, las presiones inflacionarias siguen vigentes y ameritan un análisis más detallado sobre el balance de riesgos que pudiera prevalecer en los próximos trimestres, ya que enmarcará el rumbo de la política monetaria en el país.

## **Las presiones de alza inflacionaria continúan vigentes aunque se han matizado con el dato de abril**

Las presiones inflacionarias en relación a 2009 se concentran, por lado de la oferta, en: (i) mayores costos tributarios al consumo (IVA) y a la producción (IEPS e ISR); (ii) mayor ritmo de incrementos en precios administrados (energéticos) para alinearlos a sus referencias internacionales; y (iii) una mayor contribución inflacionaria de componentes agropecuarios.

En relación a los mayores costos tributarios (IVA, IEPS e ISR), su evolución ha sido próxima a la que esperábamos a principios de año<sup>19</sup>. Cabe resaltar que a la fecha los efectos de mayores impuestos sobre la inflación han sido mitigados por una mayor fortaleza en el tipo de cambio y por una demanda doméstica aún débil. De acuerdo a lo que ha apuntado Banxico, la probabilidad de observar una mayor contaminación de precios finales por costos tributarios se va reduciendo en el tiempo; sin embargo, no debe descartarse como factor de riesgo la posibilidad de que los oferentes en la economía busquen posponer el traspaso de sus costos fiscales a momentos de un mayor dinamismo en su demanda.

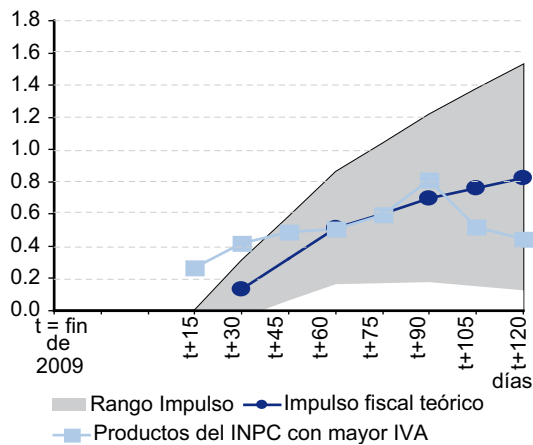
19: Mientras Banxico estimaba una contribución de la reforma tributaria a la inflación anual de 0.5 pp, mientras que nuestros estimados a inicios de año se ubicaban entre 0.4 y 0.7 pp.



En relación a los precios de agropecuarios se ha observado una elevada volatilidad de forma tal que en el primer trimestre se incrementaron las cotizaciones de frutas y verduras en 24% anual (vs. -1.1% en diciembre de 2009). Si bien, durante abril se corrigieron favorablemente estos precios por factores estacionales (situación que pudiera prolongarse hasta julio), las inusualmente bajas cotizaciones de agropecuarios y la posibilidad de un mal año para estos productos por factores climáticos (ver gráfica) hace que el riesgo de presiones inflacionarias para cierre de año sean mayores. En caso de observarse una variación de precios en estos rubros próxima al promedio de un “año malo”, la contribución a la inflación de fin de 2010 podría ascender a 0.4 pp.

Gráfico 28

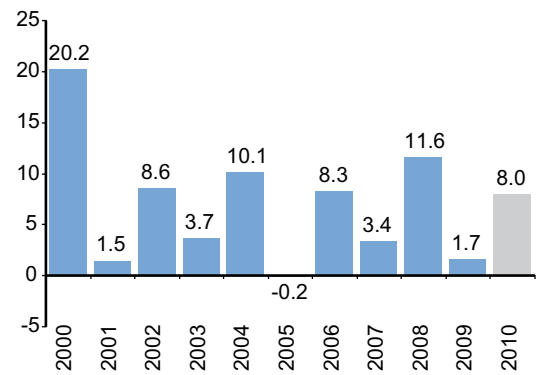
**Impulso inflacionario del IVA y dinámica de corto plazo del INPC: observado vs estimado en 2009 (variación acumulada %)**



Fuente: BBVA Research y Banxico

Gráfico 29

**Agropecuarios: “Año bueno” y “Año malo” (inflación % anual, diciembres)**

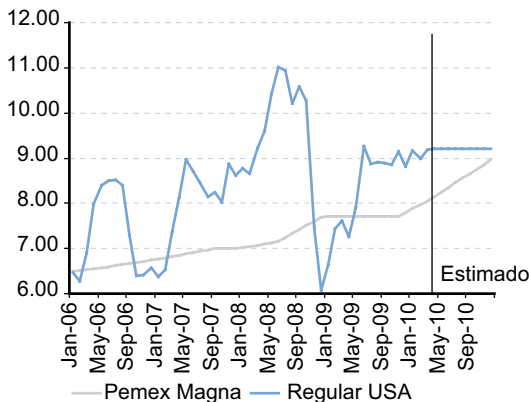


Fuente: BBVA Research y Banxico

En cuanto a los precios de energéticos (gasolinas, gas natural y electricidad) su tendencia será acorde a los incrementos programados y a sus referencias internacionales (que dependen de precios de hidrocarburos y paridad cambiaria). Para gasolinas sobresale que a pesar de la fortaleza cambiaria, los precios internos administrados se mantienen aproximadamente 11% más bajos que sus referencias en EEUU. Si consideramos que los precios del petróleo se ubiquen próximos a niveles actuales, la contribución de precios administrados energéticos para la inflación de final de año pudiera ser cercana a 0.84 pp<sup>20</sup>.

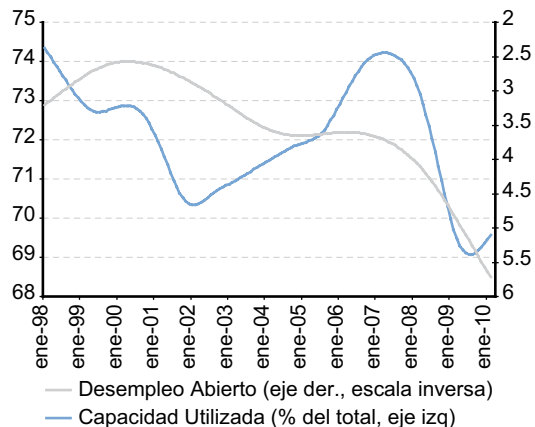
20: Esta cifra es prudente si consideramos que Banxico estimó —a finales de 2009— que la contribución de dichos precios pudiera ascender a 1.2 pp de inflación.

Gráfico 30  
**Subsidio implícito en gasolina regular (precio Pemex vs EE.UU. pesos por litro)**



Fuente: Banxico, IEA

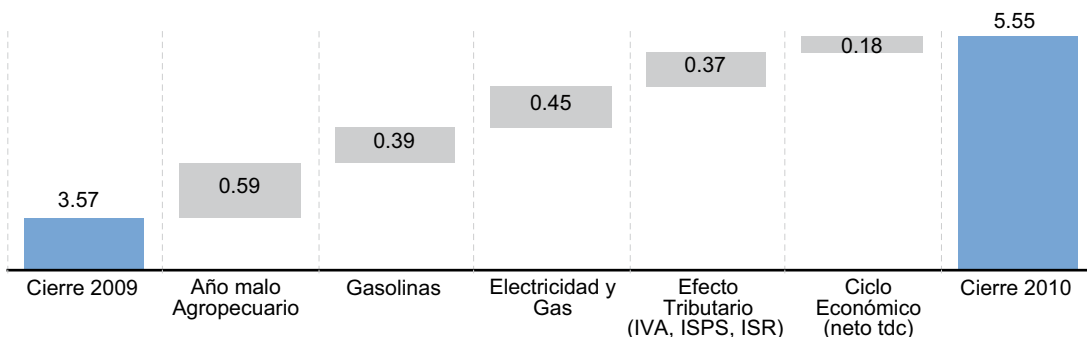
Gráfico 31  
**México: Utilización de factores de producción (índice capacidad utilizada y TDA %)**



Nota: Serie de tendencias (Hodrick-Prescott con lambda=500)  
Fuente: BBVA Research

Por el lado de la demanda, la actividad económica seguirá por debajo de su potencial lo cual ha sido un factor positivo a lo largo de 2009 y primer trimestre de 2010. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento para este año implican una paulatina reducción de la brecha de producción, lo cual pudiera generar presiones para la inflación conforme vaya avanzando el año. Estas serán más presentes en la medida en que se consolide la recuperación del mercado laboral, del ingreso disponible y con ello de la demanda interna. Con todo, es previsible que el impulso inflacionario en el ciclo actual pudiera no ser tan vigoroso como otros previos debido al lento proceso de activación de la demanda doméstica en un entorno de tipo de cambio estabilizado.

Gráfico 32  
**Contribuciones al incremento inflacionario de 2009 a 2010 (pp y % anual, fdp)**



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

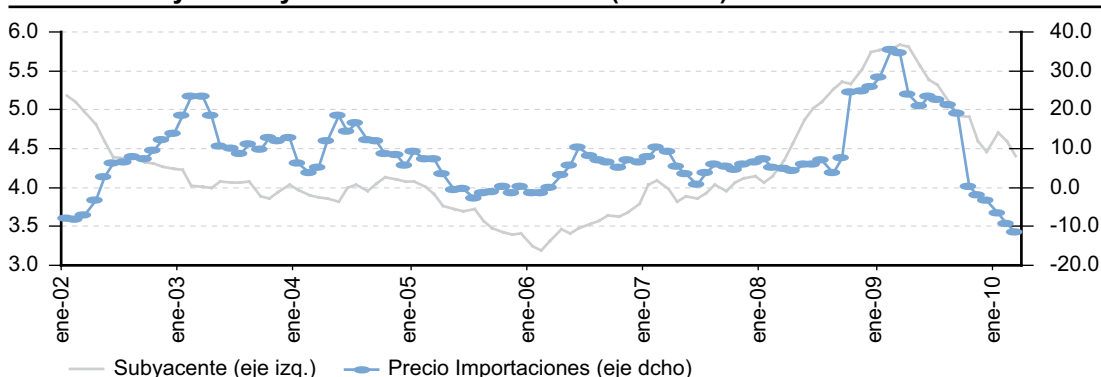
## Fortaleza cambiaria, incrementos salariales moderados y contención de expectativas mitigan las presiones inflacionarias y ofrecen riesgos balanceados en torno al estimado central

En lo que va del año, los precios de bienes importados en México (denominados en pesos) se han reducido de forma considerable: su inflación anual ascendió a -11.4% en marzo lo cual contrasta con el -3.4% y 25.8% a finales de 2009 y 2010 respectivamente. Dicha evolución se explica primordialmente por la apreciación cambiaria observada en el primer trimestre del año (-11% promedio anual).

La fortaleza en el mercado cambiario ha facilitado que la inflación subyacente se haya estabilizado en torno a 4.4% anual y haya observado en abril una disminución. Los precios que más se han beneficiado de esta dinámica son los pertenecientes a “otras mercancías” (v.gr. artículos personales, electrodomésticos, ropa, etc) cuya dinámica se encuentra más vinculada a los precios de bienes comerciables (pasaron de 5.4% en diciembre de 2009 a 4.8% en marzo de 2010). Cabe resaltar que la influencia del costo cambiario ha sido un tanto menor en alimentos procesados (baja de 5.7 a 5.5%) toda vez que su determinación también se ve influenciada por productos del campo altamente volátiles.

Gráfico 33

### Inflación subyacente y de bienes comerciables (% anual)



Nota: índices de comerciales están en pesos  
Fuente: Banxico

Si bien los riesgos sobre el mercado cambiario podrían resurgir si el incierto panorama financiero global de las últimas semanas se mantiene, nuestro escenario no lo contempla. De acuerdo a nuestras previsiones es más probable que se observe para finales de 2010 una apreciación cercana al 8% anual, lo cual ayudará a mitigar las presiones inflacionarias expuestas.

Bajo este contexto, consideramos que el balance de riesgos de alza y de baja en la inflación para finales de año, se encuentra equilibrado en torno al estimado central de 5.55% anual para la inflación general y 5.1% para la subyacente. En todo caso, para los próximos meses habría que monitorear el grado de variación de precios agropecuarios volátiles, la velocidad con que se cierra la brecha de producto en el país y la extensión de la apreciación cambiaria. En estos momentos permitirán ir calibrando los posibles cambios en el escenario de riesgo.

## Rigideces en el mercado doméstico tienden a frenar el proceso de caída de la inflación

En relación a otras economías, la evolución de los precios al consumidor en México se ha caracterizado por un rápido ajuste de alza frente a choques de costos (v.gr. encarecimiento de insumos de alimentos), con efectos más perdurables y un proceso de bajada inflacionaria más lento. Esta dinámica da a entender la existencia de rigideces de mercado que afectan el proceso de determinación de precios en la economía

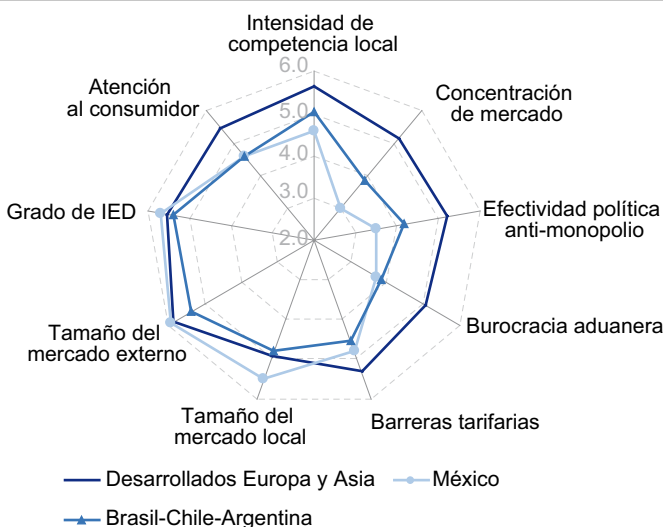
Entre las rigideces que pueden explicar esta dinámica se destaca: (1) la presencia de una elevada incertidumbre en la determinación de costos de los vendedores (v.gr. primas de riesgo en crédito, costos de la seguridad pública, provisión de insumos públicos como electricidad, agua, infraestructura, etc); y (2) la prevalencia de estructuras de mercado poco competitivas en donde el oferente mantiene un elevado poder de fijación de precios que le permite mayores márgenes de ganancia.

Si bien, es razonable pensar que todos los elementos anteriores se encuentren presentes en la economía mexicana, posiblemente el que más influye en la dinámica de precios y consecuentemente en el bienestar de los consumidores es la existencia de estructuras de mercado poco competitivas. Así, atendiendo a estudios de organismos internacionales como el WEF, en lo relativo a su estructura de competencia, la economía mexicana se caracteriza por tener un gran tamaño de mercado —interno y externo—; sin embargo, dicho mercado parece estar “cautivo” por pocos oferentes de bienes y servicios, los cuales compiten pobremente entre sí y en donde la competencia externa se frena por burocracias transaccionales (v.gr. aduanas).

En particular destaca que México es una de las economías con mayor concentración de oferta en el mundo (posición 116 de 134 según WEF) y en donde la implementación de la política anti-monopolios es poco efectiva. De ahí la importancia de las recientes propuestas de reforma a la Ley Federal de Competencia Económica.

Gráfico 34

**Ranking de México en materia de competencia económica**

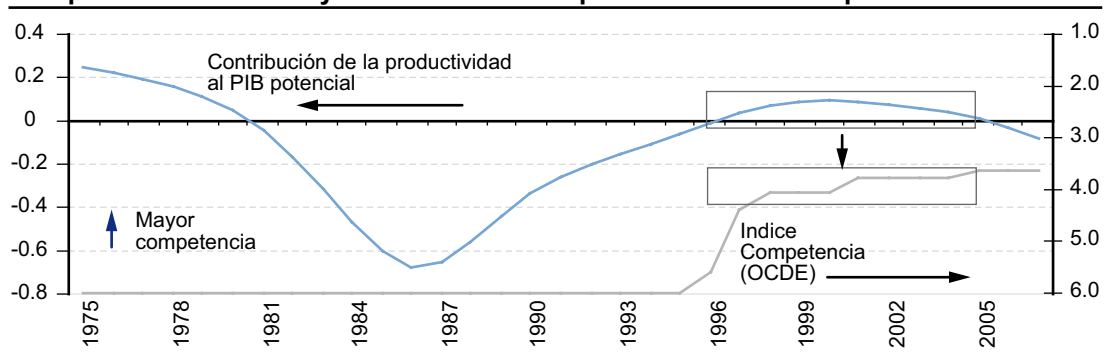


(6 = mejor situación)  
Fuente: WEF

La falta de mercados competitivos afecta el bienestar de la población de diversas formas: primero, la existencia de rentas monopólicas le resta incentivos a los oferentes para incrementar su productividad ya que sus márgenes de ganancia se asocian a la imposición de sobre-precios. La falta de productividad, limita el crecimiento potencial en la economía y dificulta la expansión salarial. La relación entre competencia económica y mayor productividad fue latente en la década de los 1990’s tras los procesos de privatización y desregulación de mercados (v.gr. eliminación de barreras legales a la inversión); sin embargo la expansión de la productividad en México se estancó en la medida en que no continuaron los avances en materia de competencia económica (ver gráfica).

Gráfico 35

**Competencia en México y contribución de la productividad al PIB potencial**



(6 = no competencia)  
Fuente: BBVA Research y OCDE

Un avance en competencia económica en los mercados se generaría beneficios asociados a una mayor productividad y precios de productos que tenderán a ser menores, lo cual implica un enriquecimiento neto de los compradores en la economía.

# Tasas de interés, pausa monetaria prolongada

La pausa monetaria continuará con un balance de riesgos sin cambios importantes; no obstante, el estímulo monetario actual no se justificará más adelante, con una brecha de producto cada vez menos negativa.

A lo largo de su comunicación más reciente, el Banco de México (Banxico) ha incrementado el peso relativo del ciclo económico en su balance de riesgos sobre la inflación y por lo tanto sobre el nivel de la tasa de interés de fondeo, variable instrumental de la política monetaria. Así, si bien para el banco central las presiones sobre la inflación han sido congruentes con lo previsto y por lo tanto mantiene sin cambios la trayectoria pronosticada, progresivamente ha hecho mención a la importancia que tendrá en el retiro del estímulo monetario la rapidez con la que se desvanezcan las condiciones de holgura económica en los próximos trimestres; al indicar que éstas podrían desvanecerse más rápido de lo previsto anteriormente (“pudiera tornarse positiva en el primer semestre de 2011”<sup>21</sup>), implícitamente están inclinando un poco más el balance de riesgos hacia los de mayor inflación. Con todo, sigue esperando que el incremento en inflación sea transitorio y, en una valoración reciente más positiva, el banco central destaca que ha disminuido el riesgo de efectos de segundo orden. En este sentido, la menor holgura sería el detonante del inicio del retiro gradual de la política de estímulo monetario.

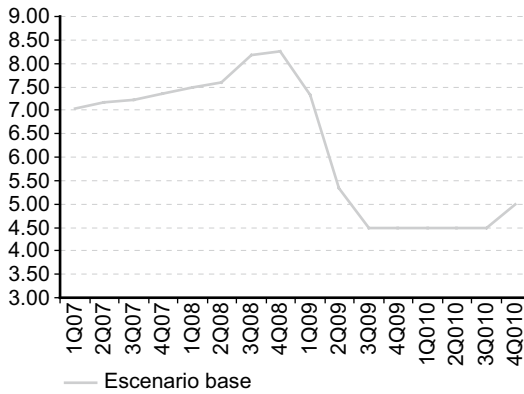
En este contexto, la estrategia de comunicación de Banxico ha venido mostrando que aunque no tiene prisa en subir la tasa de referencia, el estímulo monetario actual no se justificará más adelante, con una brecha de producto menos negativa. Desde febrero, en la comunicación se había enfatizado el papel de “la holgura en la brecha del producto” para atenuar el efecto sobre precios del cambio en impuestos y precios públicos. En el más reciente comunicado de política monetaria, de abril, se había dado un peso relativo cada vez más importante a la “velocidad con la cual se cerrará la brecha del producto” hasta incluir dicha referencia en el párrafo de política monetaria. En el último Informe trimestral sobre la Inflación, dado que es muy probable que las expectativas de inflación se mantengan ancladas por la ausencia de presiones de demanda y por la continuación de salarios reales negativos, Banxico deja claro que el detonante del inicio de un ciclo de subida para que converja gradualmente la tasa de referencia con su nivel neutral será dicha velocidad.

Por todo ello, es previsible: i) que Banxico mantenga la pausa monetaria en los próximos meses, dada la evolución congruente de la inflación con la trayectoria prevista; y ii) que el banco central continúe ajustando gradualmente la comunicación –como lo han hecho desde hace tres reuniones de política monetaria y en el último Informe Trimestral de Inflación– a un escenario que respalde una subida del fondeo hacia el final de 2010, de acuerdo a nuestras previsiones. Banxico seguirá indicando de manera clara que la “velocidad con la cual se cerrará la brecha del producto” dictará el inicio del retiro de la política monetaria acomodaticia. Valoraciones positivas en inflación –aunque atentos a las presiones por los precios de frutas y verduras– suponen que la pausa se mantendrá durante el 2T y 3T10. Sin embargo, es probable el inicio de un ciclo de subidas en el 4T10 dado que el balance de riesgos que justifica el relajamiento monetario seguirá inclinándose paulatinamente hacia los de mayor inflación. En dicho trimestre, de acuerdo a los pronósticos del escenario de BBVA Research es previsible que la inflación se ubique por arriba del límite superior del rango estimado por Banxico. Asimismo, la brecha del producto se aproximará a cero.

21: Informe sobre la Inflación Enero - Marzo 2010

Gráfico 36

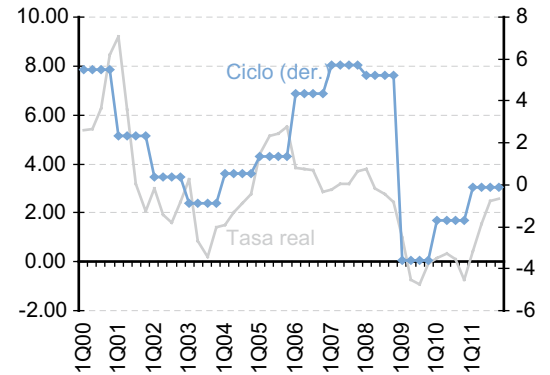
**Fondeo estimado: (% , prom. trimestral)**



Nota: para el componente de brecha de inflación consideramos el límite máximo del objetivo de Banxico como el objetivo de inflación para 2010-2011.  
Fuente: BBVA Research con estimaciones propias del PIB, PIB potencial e inflación

Gráfico 37

**Tasa de interés real ex-post vs ciclo económico\***



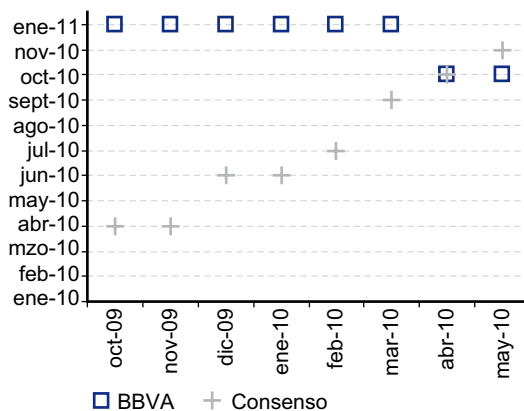
Fuente: BBVA Research

Además, los acontecimientos más recientes (i.e. el reciente contagio a todos los activos financieros de riesgo de la crisis de la deuda en algunos países europeos) sugieren que hacia delante existe el riesgo de una reversión de los flujos de capital que han entrado a los mercados emergentes –mismo que Banxico ha señalado como uno de los principales riesgos alcistas en inflación: “una reversión repentina en los flujos de capital podría conducir a un ajuste cambiario abrupto y súbito”. En suma, consideramos que los cambios que se irán dando en el balance de riesgo vuelven necesario este pequeño ajuste al momento de inicio del retiro gradual de la política monetaria acomodaticia (a octubre de 2010 frente a enero 2011 anticipado previamente). Con todo, se mantiene la posibilidad de que la primera subida no ocurra finalmente hasta principios de 2011 si la fortaleza del peso se intensificara y con ella las presiones al alza sobre la inflación subyacente se atenuaran.

Cabe destacar que tanto las expectativas de analistas como las descontadas por el mercado se han ido acercando gradualmente al escenario que el SEE BBVA ha mantenido desde el año anterior y que anticipaba una pausa mucho más prolongada.

Gráfico 38

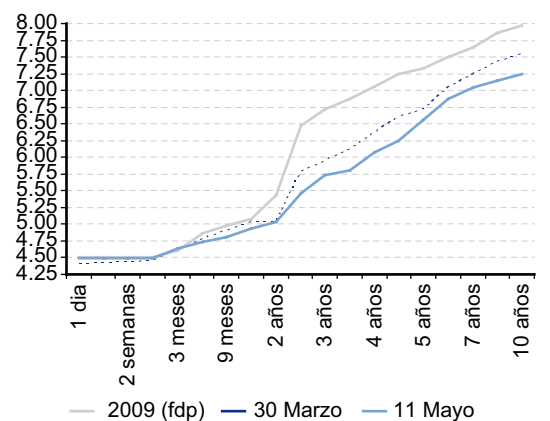
**Primer aumento esperado en la tasa de fondeo: BBVA frente al consenso**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 39

**Curva de rendimientos (%)**



Fuente: Valmer

Las expectativas de política monetaria descontadas por el mercado para el cierre de 2010 en la curva IRS han venido ajustándose a la baja. El fondeo bancario implícito para diciembre de este año ajustado por primas de riesgo<sup>22</sup> fluctúa en torno a 4.76% frente a 5.0% a comienzos de abril y a 5.25% a inicios de 2010. Es decir, a lo largo del año, tanto el mercado como los analistas se han ido ajustando hasta acercarse a nuestra expectativa de política monetaria de continuación de la pausa hasta finales de 2010 o comienzos de 2011.

**La curva de rendimientos ha prolongado el rally, pero el margen de bajada en los tramos medios y largos es reducido dadas las subidas anticipadas en los tramos más cortos y, más recientemente, el impacto de la aversión al riesgo de la crisis de la deuda griega**

En promedio, la curva ha caído en torno a 30 pb desde comienzos de marzo. Uno de los factores detrás de este rally es el anuncio de la SHCP de que se ha iniciado el proceso de incorporación al World Government Bond Index (WGBI) de Citigroup de los bonos gubernamentales mexicanos. México sería el primer país de Latam en ser incorporado al WGBI. Se estima que el peso aproximado de México en el índice sería de 0.6%, lo que resulta consistente con entradas significativas de flujos al mercado local.

En general, la curva se ha beneficiado de la fuerte entrada de flujos de capital en los últimos meses, en una estrategia de inversión que favorece la estabilidad del tipo de cambio, complementándose con las apuestas a favor del peso en los mercados de futuros. Lo anterior, en un entorno de búsqueda de rentabilidad que favorece las estrategias de carry-trade. Este mayor apetito por bonos domésticos ha incrementado ligeramente los niveles de liquidez en el mercado secundario, principalmente en el último mes, aunque aún se encuentran por debajo de su promedio histórico. Estos flujos en un entorno de abundante liquidez que aceleró el apetito por activos de mayor riesgo, impulsó a la baja el nivel de tasas largas en México. No obstante, algunos factores como el reciente contagio financiero limitarán el rally (e incluso podrían revertirlo parcialmente) en el próximo trimestre, dependiendo de la resolución que finalmente tenga la crisis de la deuda pública en el área del euro. Otros factores que irán ganando peso en el segundo semestre del año, juegan al alza en la curva: recuperación del ciclo económico, expectativa de postura monetaria doméstica e internacional y, en general, la evolución de riesgos inflacionarios. Así, se estima que el M10 podría cerrar 2010 en torno a 7.5%, por encima de los niveles actuales, aunque el sesgo, de retornar la calma y el apetito por riesgo en los mercados, al igual que con el tipo de cambio, es hacia niveles algo más bajos.

22: Para mayor detalle sobre el cálculo de las expectativas de tasas descontadas por el mercado financiero una vez descontadas las primas de riesgo correspondientes, ver el Observatorio Económico "Expectativas de política monetaria de los mercados financieros", disponible en la página web de BBVA Research.



## Anexo

Tabla 1

## Indicadores y Pronósticos México

	2008	2009	2010	2011	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10
Actividad Económica												
PIB (series desestacionalizadas)												
Variación % real anual	1.5	-6.6	<b>5.0</b>	<b>3.8</b>	-9.1	-8.5	-6.1	-2.4	5.8	6.6	4.7	2.9
Por habitante en dólares	10,306	8,144	<b>9,576</b>	<b>10,259</b>	7,502	7,991	8,318	8,763	9,243	9,738	9,570	9,754
Miles de millones de dólares	1,099	876	<b>1,038</b>	<b>1,121</b>	807	859	895	942	1,002	1,056	1,037	1,057
Inflación (% , prom.)												
General	5.1	5.3	<b>5.1</b>	<b>4.4</b>	6.2	6.0	5.1	4.0	4.8	4.9	5.1	5.6
Subyacente <sup>1</sup>	4.9	5.3	<b>4.7</b>	<b>4.5</b>	5.8	5.6	5.1	4.6	4.6	4.4	4.7	5.2
Mercados Financieros (% , fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	8.3	4.5	<b>5.0</b>	<b>6.5</b>	6.8	4.8	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	5.0
Cetes 28 días	8.0	4.5	<b>5.1</b>	<b>6.5</b>	7.0	5.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.6	5.1
TIIE 28 días	8.7	4.9	<b>5.4</b>	<b>6.8</b>	7.7	5.3	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	5.4
Bono 10 años (% , prom.)	8.4	8.0	<b>7.6</b>	<b>7.8</b>	8.0	7.9	8.1	8.0	7.8	7.5	7.5	7.6
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	11.1	13.5	<b>12.3</b>	<b>12.4</b>	14.4	13.3	13.3	13.1	12.8	12.2	12.2	12.0
Finanzas Públicas*												
RFSP (% del PIB)	-2.1	-3.2	<b>-3.6</b>	<b>-3.3</b>	--	--	--	-3.2	--	--	--	-3.6
Sector Externo <sup>2</sup>												
Balanza comercial (mmd)	-17.3	-4.7	<b>-6.0</b>	<b>-11.9</b>	-2.0	0.8	-3.1	-0.3	0.6	0.1	-4.2	-2.5
Cuenta corriente (mmd)	-15.9	-5.2	<b>-7.4</b>	<b>-19.9</b>	-1.2	0.4	-3.7	-0.7	1.4	-0.4	-3.0	-5.4
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.6	-0.6	<b>-0.7</b>	<b>-1.7</b>	-0.6	0.2	-1.7	-0.3	0.5	-0.2	-1.1	-2.0
Petróleo (mezcla mexicana, dpb, fdp)	84.4	57.6	<b>66.1</b>	<b>71.8</b>	39.4	56.2	64.3	70.3	67.0	64.9	64.5	67.9
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	2.0	-3.1	<b>2.8</b>	<b>3.9</b>	-2.3	-3.8	-3.9	-2.2	1.3	2.9	3.5	3.4
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.0	5.5	<b>5.0</b>	<b>4.2</b>	4.8	5.7	5.8	5.6	5.4	5.1	4.9	4.7
Demanda Agregada <sup>3</sup> (Var % anual, desestacionalizada)												
Demanda Agregada Total	1.9	-9.6	<b>5.5</b>	<b>5.0</b>	-13.2	-13.5	-9.4	-1.8	7.3	8.4	3.9	2.7
Demanda interna												
Consumo	1.8	-5.1	<b>1.3</b>	<b>2.2</b>	-6.8	-6.5	-3.9	-3.0	3.9	3.3	-1.0	-0.8
Privado	1.9	-6.2	<b>1.5</b>	<b>2.3</b>	-8.4	-7.6	-4.8	-3.7	4.7	3.3	-1.1	-0.8
Público	0.9	2.3	<b>0.2</b>	<b>1.8</b>	4.2	1.4	2.2	1.4	-1.1	2.8	-0.4	-0.3
Inversión	3.9	-9.9	<b>0.9</b>	<b>7.1</b>	-7.2	-11.2	-11.5	-9.6	-5.2	1.9	1.7	5.5
Privado	2.9	-15.4	<b>0.5</b>	<b>10.2</b>	-12.5	-17.8	-17.1	-13.8	-9.2	0.7	2.7	8.5
Público	7.9	10.8	<b>2.2</b>	<b>-1.5</b>	14.6	16.2	9.1	4.2	7.3	5.5	-1.2	-2.5
Demanda Externa	0.8	-15.2	<b>19.4</b>	<b>10.0</b>	-23.3	-24.4	-15.7	6.6	19.4	26.5	18.9	13.5
Importaciones	3.1	-18.5	<b>7.3</b>	<b>8.9</b>	-25.0	-27.5	-18.6	-0.1	12.5	14.5	1.4	2.2

Continúa en la página siguiente

Tabla 1 (continuación)

**Indicadores y Pronósticos México**

	2008	2009	2010	2011	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	1.1	1.8	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	1.2	2.5	1.5	2.0	5.4	1.7	2.0	1.5
Secundario	-0.6	-7.3	<b>6.7</b>	<b>3.0</b>	-11.6	-9.0	-6.3	-2.1	5.8	8.4	7.6	5.2
Minería	-1.4	1.0	<b>1.0</b>	<b>-0.1</b>	-1.1	1.2	2.4	1.3	3.9	0.1	0.2	0.1
Electricidad	-2.2	1.1	<b>2.8</b>	<b>3.2</b>	-2.5	-0.1	4.0	3.3	1.4	3.3	3.4	3.2
Construcción	0.6	-7.5	<b>4.9</b>	<b>5.4</b>	-9.8	-6.1	-7.1	-6.9	-3.8	3.6	9.6	10.3
Manufactura	-0.6	-10.2	<b>9.6</b>	<b>2.9</b>	-15.4	-14.2	-9.3	-1.6	10.7	13.5	9.5	5.1
Terciario	3.1	-6.7	<b>4.6</b>	<b>3.4</b>	-7.9	-9.6	-6.2	-2.9	5.5	6.6	3.8	2.7
Comercio	2.3	-14.7	<b>8.7</b>	<b>4.4</b>	-19.1	-18.8	-16.1	-3.8	15.6	12.0	5.3	2.5
Transporte, correos y almacenamiento	0.2	-8.2	<b>7.5</b>	<b>3.3</b>	-11.5	-11.9	-7.5	-1.3	12.6	9.1	5.5	3.2
Información en medios masivos	8.0	1.6	<b>9.7</b>	<b>5.6</b>	-0.6	1.6	1.9	3.4	9.0	9.2	10.6	10.1
Serv. financieros y de seguros	18.7	-3.8	<b>1.8</b>	<b>7.7</b>	-0.8	-5.5	-2.3	-6.4	-1.2	2.7	2.7	2.8
Serv. inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles	3.2	-5.3	<b>2.8</b>	<b>3.1</b>	-8.5	-6.4	-3.4	-2.7	3.8	2.3	2.6	2.4
Serv. profesionales, científicos y técnicos	3.1	-5.3	<b>-1.2</b>	<b>2.4</b>	-2.7	-3.4	-5.7	-9.2	-3.7	-1.8	-1.5	2.3
Dirección de corporativos y empresas	-2.9	-3.5	<b>-2.1</b>	<b>0.8</b>	0.1	-1.2	-3.9	-8.9	-4.5	-2.5	-2.3	1.2
Serv. de apoyo a los negocios, serv. de remediación	1.8	-5.2	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	-2.7	-5.7	-5.8	-6.8	-1.5	3.7	4.2	3.0
Serv. educativos	1.6	-4.5	<b>6.6</b>	<b>2.0</b>	0.1	-16.6	-0.7	-0.8	1.4	21.9	3.1	2.7
Serv. de salud y de asistencia social	-1.2	-0.1	<b>0.0</b>	<b>0.7</b>	-2.2	3.8	-1.0	-1.2	1.7	-3.3	1.3	0.5
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	1.3	-2.4	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	-3.0	-3.4	-2.5	-0.5	0.3	2.6	3.1	2.0
Serv. de alojamiento temporal y Prep. de alim. y beb.	0.8	-9.6	<b>5.6</b>	<b>2.7</b>	-7.9	-17.0	-8.4	-5.0	-0.2	14.2	5.1	4.3
Otros Serv. excepto actividades del gobierno	0.6	-2.6	<b>3.3</b>	<b>2.0</b>	-2.0	-4.5	-1.7	-2.3	1.8	3.4	3.5	4.5
Actividades del gobierno	1.2	3.7	<b>-2.4</b>	<b>0.8</b>	5.7	5.8	2.2	1.1	-3.7	-2.0	-0.2	-3.8

fdp: fin de periodo

mmd: miles de millones de dólares

dpb: dólares por barril

1: índice subyacente que no incluye educación

2: acumulado, últimos 12 meses

3: 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.

\*: a partir de 2009 cambia la definición de Balance Fiscal, por lo tanto la serie no es comparable.

RFSP: requerimientos Financieros del Sector Público

nd: no disponible

Nota: pronóstico aparece con negritas

Fuente: BBVA Research con datos de Banxico, INEGI y SHCP

**Consejo Editorial**

**Adolfo Albo**  
**Julián Cubero**  
**Jorge Sicilia**

**Han elaborado esta publicación**

*Editor*

**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

**Jorge Rodríguez Vález**  
jorge.rv@grupobbva.com

**Ociel Hernández**  
o.hernandez@bbva.bancomer.com

**Pedro Uriz**  
pedro.uriz2@bbva.bancomer.com

**Javier Amador**  
javier.amador@bbva.bancomer.com

**Octavio Gutiérrez**  
o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

**Cecilia Posadas**  
c.posadas@bbva.bancomer.com

*Diseño*  
**Fernando Tamayo**  
fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

**Liliana Castilleja**  
liliana.castilleja@bbva.bancomer.com

**BBVA Research**

*Economista Jefe del Grupo*  
**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*  
**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com  
Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com  
Escenarios Económicos  
Regulación

*España y Europa:*  
**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com  
Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

*Economías Emergentes:*  
**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com  
Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com  
Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hj  
Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbva.cl

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com  
Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com  
Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*Estados Unidos y Mexico:*  
**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@compassbank.com  
México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar  
Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl  
Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co  
Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe  
Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe,** por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**