

Situación México

Cuarto trimestre 2010

Análisis Económico

- Perspectivas globales: lento el Norte y rápido el Sur
- Inflación anclada y pausa monetaria aún más prolongada
- PIB potencial, más crecimiento con reformas o acostumbrarse a crecer menos
- Violencia y crecimiento: sí hay relación



Índice

1. En Resumen.....	2
2. Entorno global	5
3. México, resistencia a un entorno menos favorable.....	9
Recuadro 1: Requerimientos financieros externos y prima de riesgo.....	13
4. Perspectivas: maduración del ciclo	15
I 2010, año de la recuperación cíclica. 2011 año de la maduración del ciclo	15
Recuadro 2: PIB potencial, mejora con reformas.....	18
II Perspectivas de inflación más baja en 2011	20
III Política monetaria: pausa aún más prolongada.....	24
Recuadro 3: Política monetaria: tipo de cambio, inflación y bajada de fondeo.....	28
5. Crecimiento y violencia: sí hay relación	30
Recuadro 4: Violencia y crecimiento en Latinoamérica, un análisis de datos de panel.....	32
6. Previsiones	35

Fecha de cierre: 29 de octubre de 2010

1. En resumen

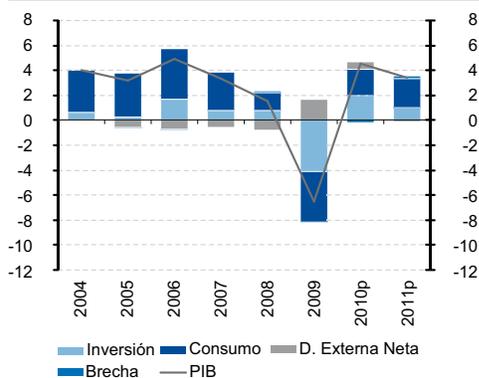
Si 2010 es el año de la recuperación, 2011 será el de la maduración del ciclo económico en México, con una contribución creciente de las fuentes domésticas de crecimiento.

En un entorno en el cual crecen las preocupaciones por la fortaleza del ciclo de crecimiento de EEUU y Europa sigue mostrando vulnerabilidades en el ámbito financiero, las economías emergentes crecen con fuerza, México confirma la continuidad de su recuperación siendo previsible un crecimiento en 2010 de entre el 4.5% y el 5%. Los datos más recientes reflejan que, al menos por ahora, la ralentización en EEUU no está impactando tan intensamente como se podía haber previsto a la economía mexicana y algunos indicadores del comportamiento de la demanda doméstica, y en particular el empleo, muestran una resistencia que permite esperar que continúen los recientes aumentos en el gasto de los hogares. Sin embargo, el freno al ingreso laboral de unos salarios que en términos reales no crecen y la elevada elasticidad de las importaciones al crecimiento doméstico, auguran la paulatina moderación del crecimiento hasta registrar en promedio un 3.4% en 2011.

El aislamiento de la economía mexicana de las tensiones financieras, un factor de soporte. Entre los factores más exógenos en los que se desenvuelve México, la desaceleración prevista en EEUU terminará suponiendo un menor crecimiento de las exportaciones de bienes, pero desde el lado del mercado laboral, la flexibilidad de los migrantes mexicanos en el país, que están aumentando su participación en el mercado laboral norteamericano, supone un soporte a la renta disponible en México. Desde un punto de vista más endógeno, aunque no exento de factores ajenos a la economía mexicana, el coste real de uso del capital podría estar cayendo. En lo que se refiere al sector público, como se ilustra a través de cálculo de una tasa de interés sintética de las emisiones del sector público mexicano, éste lo ha hecho en más de tres puntos porcentuales en los últimos dos años y, en cuanto a las empresas, el mercado de crédito está registrando niveles de emisiones máximos y mínimos de diferenciales. La abundancia global de liquidez y la búsqueda de rentabilidad son elementos que apoyan este fenómeno, pero el recorrido realizado también es resultado de la saludable situación financiera de los corporativos mexicanos.

Gráfica 1

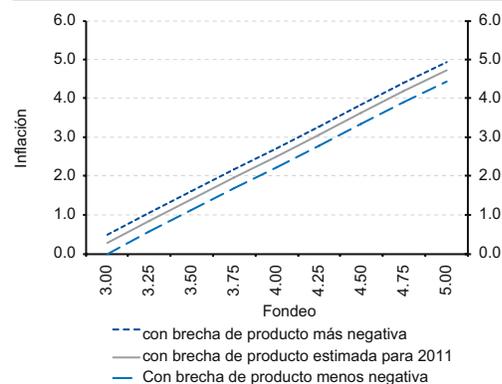
**PIB: componentes de demanda
(Var % a/a y contribución al crecimiento)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

Consistencia entre tasas de fondeo y niveles de inflación (%)



Fuente: BBVA Research

El intenso proceso desinflacionario de 2010 continuará en 2011. El comportamiento a la baja de la inflación ha sido la gran sorpresa de 2010, con una subida de impuestos que impactó mucho menos de lo previsto, una falta de presión de la demanda que llevó a un aumento de las rebajas y promociones y un tipo de cambio con tendencia de apreciación. Así, se revisa a la baja la previsión de inflación en 2011 hasta el 3.8% en promedio anual, tres décimas menos de lo estimado hace tres meses, en la anterior edición de esta publicación. Hay argumentos para esperar que el componente subyacente del INPC continúe en tasas históricamente bajas, incluso algo más en 2011 que en 2010. En primer lugar, la brecha de producto continuará siendo negativa en 2011, además de que los costes salariales seguirán reflejando también un mercado laboral con oferta abundante de trabajo. En segundo lugar pensamos que la segunda ronda de medidas de expansión monetaria cuantitativa por parte de la Reserva Federal seguirá favoreciendo la búsqueda de mayor rendimiento, de modo que la entrada de estos flujos externos favorecerá la apreciación del Peso al menos en la primera mitad del año. Finalmente consideramos que en general el mundo continuará experimentando una coyuntura de inflación muy contenida, por lo cual no se anticipan presiones inflacionarias externas.

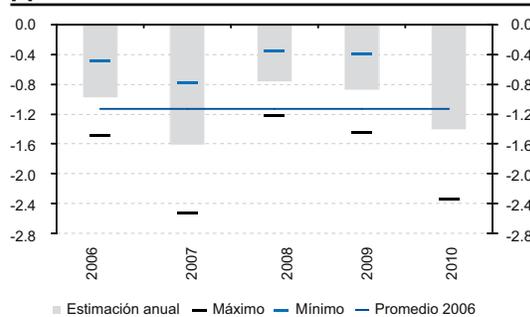
Banxico, que comenzará 2011 con un esquema renovado de comunicación, mantendrá la pausa monetaria al menos a lo largo de todo 2011 con probabilidad (reducida) de bajada. En el escenario central de crecimiento moderado –con brecha de producto negativa- e inflación contenida en el que se desenvolverá la economía mexicana en 2011, no hay necesidad de mover las tasas vigentes, lo que resulta consistente con el diagnóstico que proporcionan las reglas monetarias. Tomando en consideración además el comportamiento del tipo de cambio, las condiciones monetarias en las que se desenvuelve la economía mexicana son holgadamente acomodaticias, por lo que no existe tampoco ninguna prisa por bajar las tasas. De acuerdo a nuestros cálculos, se necesitaría una apreciación del tipo de cambio del peso desde los niveles actuales, cercanos a 12.5 ppp, hasta el entorno de 11.3, para que las condiciones monetarias fuesen incómodas para el balance de riesgos de Banxico. En términos de inflación, como se ilustra en la publicación, el umbral a partir del cual se puede plantear una bajada se aproxima al 3%, siempre que no haya riesgos significativos a la baja sobre el crecimiento. De acuerdo con nuestras previsiones, tasas ligeramente superiores al 3% son factibles en marzo de 2011, pero sólo en ese mes, iniciando un repunte a partir de entonces. Se necesitaría una apreciación del tipo de cambio algo más intensa de lo previsto o unas perspectivas económicas deprimidas para que el Banco de México se plantee reducir la tasa de fondeo. Sin ser ese el escenario central, sí que es el que tras el base, tiene una mayor probabilidad.

La percepción de que la violencia puede estar suponiendo un freno al desempeño económico de la economía mexicana es consistente con los análisis realizados y que presentamos en esta publicación, aunque la cuantificación del impacto es incierta, y dependiente de las variables y métodos de aproximación elegidos. La violencia impacta transversalmente en la economía aumentando los costos de producción y transacción y reduciendo la acumulación de capital físico y humano, y por lo tanto afecta tanto al crecimiento que se registra cada año como a la capacidad de crecer en el medio plazo. Los análisis realizados, tanto con series de tiempo para México como con datos de panel utilizando una muestra de países latinoamericanos, permiten concluir la existencia de un impacto negativo en el crecimiento como consecuencia del deterioro de la seguridad pública o del aumento de la tasa de homicidios, variables consideradas respectivamente en cada una de las metodologías. En todo caso, los impactos, siendo negativos son poco robustos a cambios en las especificaciones econométricas y tienen unos rangos de incertidumbre elevados. Adicionalmente, hay que señalar que la estimación presentada del costo de la violencia es un cálculo parcial en la medida en que no incorpora el valor presente del costo que a largo plazo supondría no atajar este problema. En este sentido, el flujo de entrada de Inversión Directa Extranjera en la economía Mexicana no difiere sustancialmente del que se registra en otras economías, lo que es un señal de confianza en México y en el manejo de este asunto.

Finalmente, en lo que se refiere a la capacidad de crecimiento de la economía mexicana, su aumento hasta el entorno del 4% requiere de la continuidad de un proceso decidido y amplio de reformas en el ámbito del imperio de la ley, la competencia y el sector público. En este número de Situación México se plantean dos escenarios de crecimiento potencial a mediados de la década actual en función del rendimiento conseguido del proceso reformador en términos de dotación de capital, trabajo y mejora de eficiencia. Un periodo continuado y decidido de implementación en los tres ejes señalados, llevaría a un salto en la eficiencia de los factores productivos comparable a lo que se consiguió a lo largo de la década de los 90's. Además, mejorarían las tasas de actividad y de empleo dado un mercado laboral que demanda más empleo por efecto de la reforma de sus instituciones, y con ello, aumenta la contribución del factor trabajo a la capacidad de crecimiento. Finalmente, una rentabilidad esperada del capital mayor en un entorno institucional más favorable para los negocios, elevaría también la contribución del capital al crecimiento. Con todo, agregando los tres factores, resulta factible llegar a tasas de crecimiento del PIB potencial cercanas al 4% (4.1%) a mediados de la década. Si se afrontan adecuada y decididamente los retos pendientes, claro está.

Gráfica 3

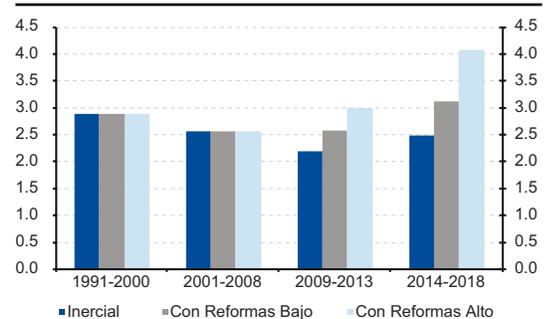
México, PIB. Impacto estimado en el crecimiento de la menor inversión por inseguridad pp



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4

México, crecimiento potencial % a/a



Fuente: BBVA Research

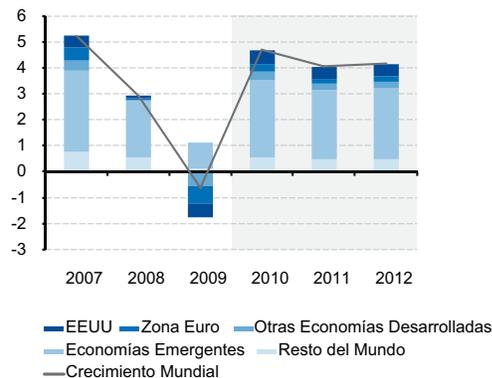
2. Entorno global: lento el Norte, rápido el Sur

La economía global sigue creciendo con fuerza, fundamentalmente en los países emergentes, mientras que las preocupaciones cíclicas y financieras predominan entre las economías avanzadas.

El crecimiento mundial sigue siendo fuerte y se espera que alcance el 4.7% en 2010 y el 4.1% en 2011 (Gráfica 5), permaneciendo prácticamente sin cambios con respecto a nuestras perspectivas de hace tres meses. Este buen comportamiento se debe fundamentalmente a la solidez de las economías emergentes, que se han visto menos afectadas por la crisis financiera y por tanto se han recuperado con mayor rapidez. Por el contrario, las renovadas preocupaciones por el ciclo en Estados Unidos se han unido a las preocupaciones financieras que siguen predominando en Europa, en donde los ajustes macroeconómicos y financieros aún siguen pendientes. En este sentido, las perspectivas para los próximos dos años siguen poniendo de manifiesto importantes brechas entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes (Gráfica 6), incluso aunque estas últimas estén iniciando una desaceleración controlada que disminuirá el riesgo de recalentamiento de sus economías.

Gráfica 5

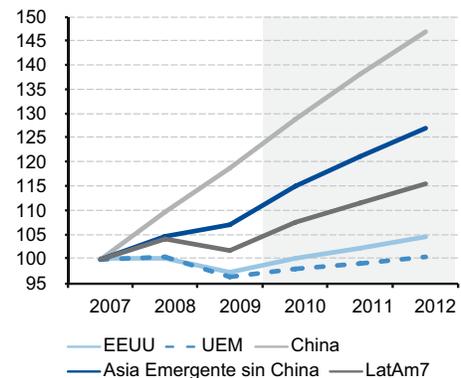
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6

Nivel del PIB: 2007=100



Fuente: BBVA Research y Datastream

Además, existen importantes diferencias en materia de políticas dentro de cada uno de estos grupos. En Estados Unidos está previsto que se intensifique la expansión monetaria en términos relativos con respecto a Europa (y a la mayoría del resto de países), lo que ha generado ya una depreciación del dólar frente al euro y complicado un poco más la recuperación en Europa. En las economías emergentes, continúa existiendo una fuerte asimetría entre las políticas cambiarias entre Asia y Latinoamérica, lo cual obliga a los países latinoamericanos a soportar (junto con el euro) una parte desproporcionada de la apreciación del tipo de cambio derivado de la renovada relajación de la política monetaria en Estados Unidos.

El crecimiento en Estados Unidos mantendrá su debilidad debido al proceso continuado de desapalancamiento de los hogares, si bien es muy improbable que se produzca una recaída en la recesión.

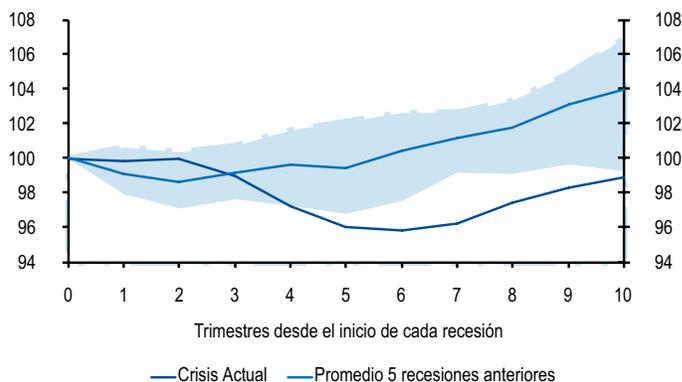
En el último trimestre, la existencia de indicadores de actividad económica relativamente débiles en Estados Unidos ha planteado la posibilidad de una recaída en una nueva fase de recesión. La debilidad observada en algunos sectores clave que se habían beneficiado directamente del apoyo fiscal proporcionado a través de incentivos para la compra (vivienda y bienes duraderos) constituye una señal relevante de que la demanda privada en Estados Unidos no puede recuperarse a un ritmo rápido. Y esto no es sino el resultado del proceso de desapalancamiento que actualmente están llevando a cabo los hogares, así como de la debilidad del mercado laboral. Ello seguirá favoreciendo la existencia de unos niveles de ahorro superiores a los observados desde la segunda mitad de la década de los 90. Si bien esta tendencia se sitúa en la dirección correcta para reequilibrar el modelo de crecimiento de Estados Unidos, también aumenta las preocupaciones cíclicas dado que el consumo (uno de los pilares de la recuperación en las anteriores recesiones y el principal componente del PIB desde el lado de la demanda) se mantendrá en niveles relativamente bajos, compensado sólo de manera parcial por un aumento de la inversión en equipo por parte de las empresas.

Las recientes preocupaciones sobre la situación del sector de la vivienda en EE.UU. son excesivas y la posibilidad de que se produzca una recaída en los precios de los inmuebles es muy escasa. Es evidente que siguen existiendo elementos preocupantes, como el aumento de la oferta disponible de vivienda, que puede incrementarse adicionalmente por nuevas ejecuciones hipotecarias (bien sean consecuencia del aumento de la morosidad o porque los propietarios desistan en los pagos ante un valor de las hipotecas superior al valor de la vivienda –negative equity-). Pero también existen elementos de soporte favorables, como la gran mejoría de los indicadores de accesibilidad desde que comenzara la crisis y, con perspectiva de medio plazo, unas tendencias demográficas que deberían contribuir a impulsar la demanda. Por tanto, el escenario más probable es que nos encontremos con un periodo relativamente estable de los precios de la vivienda, mientras se vayan reabsorbiendo los excesos anteriores. En todo caso, el sistema bancario debería ser capaz de asumir una caída moderada de los mismos.

En definitiva, los lastres existentes sobre el consumo y la baja probabilidad de que se produzcan nuevos estímulos fiscales –teniendo en cuenta las dimensiones actuales del déficit y especialmente si se produce un cambio en el equilibrio de poderes tras las elecciones al Congreso de noviembre – implican una salida de la crisis para Estados Unidos a un ritmo mucho menor al experimentado en ciclos anteriores (Gráfica 7), en línea con nuestras

Gráfica 7

PIB en EE. UU.: ciclo actual vs. recesiones anteriores*. Inicio de cada recesión=100.



* Zona sombreada: rango de PIB durante las últimas 5 recesiones
Fuente: BBVA Research y NBER

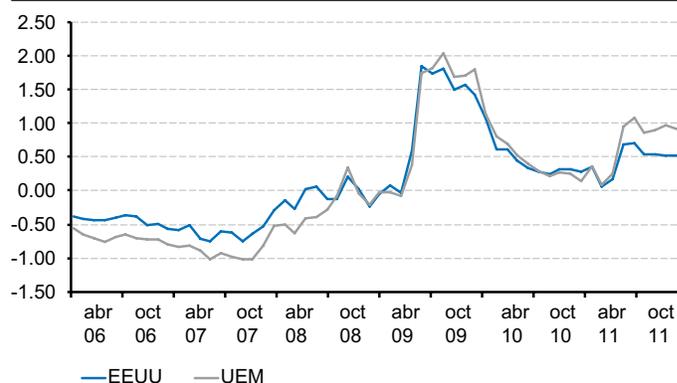
previsiones previas. La posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión en Estados Unidos es muy baja. En cualquier caso, la falta de solidez de la demanda interna inducirá a Estados Unidos a ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo (especialmente sobre los países con superávit por cuenta corriente) para aumentar su demanda y contribuir al necesario reequilibrio global. La renovada expansión monetaria de Estados Unidos puede interpretarse en este contexto como una fórmula para inducir parte de este ajuste sobre el resto del mundo.

Las tensiones financieras en Europa siguen siendo la principal fuente de preocupación, aunque el riesgo sistémico es menor que antes del verano. La consolidación fiscal sigue siendo fundamental para sostener la confianza y no tendrá un impacto negativo significativo sobre el crecimiento más allá del corto plazo.

Tras los decisivos avances experimentados en materia de consolidación fiscal, las medidas adoptadas para apoyar a los gobiernos con mayores dificultades y, sobre todo, tras las pruebas de resistencia del sector financiero, se ha producido un cambio cualitativo en la dinámica experimentada por la crisis en Europa. Por un lado, aún a pesar de que los diferenciales de deuda soberana se hayan mantenido relativamente estables, los mercados han comenzado a diferenciar entre los distintos activos soberanos, reduciendo así el riesgo de que se produzca un acontecimiento sistémico. Asimismo, los mercados financieros han comenzado a abrirse de manera selectiva y las nuevas emisiones de deuda son una señal evidente de la relajación de las tensiones.

A pesar de todo ello, la tensión de los mercados financieros en Europa sigue siendo la principal fuente de riesgo de la región (Gráfica 8), especialmente debido a la relación existente entre las preocupaciones por la deuda soberana y los riesgos del sector financiero. Asimismo, el reciente fortalecimiento del euro constituye un reto cíclico añadido dado que las economías que han experimentado un mejor comportamiento son las que se han visto respaldadas por la demanda externa. Esto implica que sea aún más importante abordar con decisión a corto plazo las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica de la región: la sostenibilidad fiscal y los desequilibrios externos, evitando además mayores retrasos en la reestructuración de las partes más débiles de los sistemas bancarios. La clave es seguir tomando medidas que contribuyan a restablecer la confianza y reducir así las tensiones en los mercados, contribuyendo a restituir la solidez y autonomía de la demanda del sector privado. Asimismo, para poder sostener el crecimiento a largo plazo, será fundamental llevar a cabo reformas, estructurales e institucionales y entre estas últimas, las especialmente orientadas a evitar y resolver potenciales desequilibrios fiscales en los países.

Gráfica 8

Índice de tensiones financieras

Fuente: BBVA Research

La política monetaria de las economías avanzadas será laxa durante mucho tiempo, añadiendo presión sobre los tipos de cambio en todo el mundo

Las perspectivas de crecimiento muy bajo y de unas débiles presiones inflacionarias en las economías avanzadas se traducirán en unas bajas tasas de interés durante un periodo prolongado de tiempo en las tres principales economías avanzadas (Estados Unidos, Europa y Japón). Sin embargo, en un contexto marcado por unas renovadas preocupaciones cíclicas y por el escaso espacio para estímulos fiscales adicionales, la atención de los mercados se centra en la nueva ronda de medidas no convencionales de expansión monetaria (habitualmente conocidas por su denominación en inglés como Quantitative Easing 2, o QE2). Las expectativas de este nuevo aumento de la liquidez han reducido el tipo de cambio del dólar de forma generalizada, incluso en relación con el euro. De cara al futuro, dado que la mayor parte de las medidas de expansión monetaria ya han sido descontadas por los mercados, los tipos de cambio deberían empezar a moverse en mayor medida con arreglo a los fundamentales de largo plazo, lo cual significa un fortalecimiento del dólar con respecto al euro por sus mejores perspectivas de crecimiento y una mayor entrada de flujos de inversión. Al mismo tiempo, se seguirán manteniendo las presiones alcistas sobre los tipos de cambio de las economías emergentes debido al aumento de la liquidez global, a la mayor solidez de sus fundamentos económicos y a los diferenciales positivos de rentabilidad que favorecen las nuevas entradas de flujos de capital.

Los mercados emergentes se enfrentan a dilemas cada vez mayores en materia de políticas derivados del sólido crecimiento experimentado, de la abundante liquidez mundial y de las intervenciones competitivas en los tipos de cambios.

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza y Asia se mantiene a la cabeza de la recuperación mundial. Tanto en Asia como en Latinoamérica, la demanda interna privada está sustituyendo a los estímulos inducidos por las políticas adoptadas como fuente principal de la recuperación. En adelante, el crecimiento se desacelerará en Asia a medida que los países traten de controlar el crecimiento crediticio interno, reduciendo así el riesgo de recalentamiento de la economía. Pero la región seguirá siendo el principal contribuyente al crecimiento mundial.

Tanto Asia como Latinoamérica se enfrentan a unos dilemas cada vez mayores en materia de política monetaria y cambiaria, al debatirse entre enfriar la fuerte demanda interna y evitar así las fuertes entradas de capital y mantener su competitividad con respecto a los mercados extranjeros. Algunos países han empezado a introducir medidas administrativas para desalentar la fuerte entrada de flujos de capital mientras que otros países han retrasado la prevista senda de endurecimiento de su política monetaria.

Teniendo en cuenta la falta de flexibilidad de los tipos de cambio en Asia (y en China en particular), Latinoamérica se enfrenta a tener que asumir una parte desproporcionada del ajuste, hasta el punto de que las futuras apreciaciones en los tipos de cambio podrían empezar a constituir un problema para el crecimiento. Por tanto, muchos países de la región están considerando nuevas intervenciones en los mercados cambiarios, aunque la experiencia demuestra que su efectividad es limitada, contribuyendo fundamentalmente a ralentizar la apreciación de los tipos de cambio, pero no a evitarla. Con todo, existe el riesgo de que el aumento de la intervención en los mercados de divisas termine por provocar represalias comerciales. Esto pone de manifiesto la importancia de aplicar una mayor flexibilidad en materia de tipos de cambio en Asia, con vistas a proporcionar un mayor margen de actuación en materia de políticas al resto del mundo.

3. México, resistencia en un entorno menos favorable

La moderación en la actividad en el tercer trimestre ha sido menos intensa de lo esperado. Con base en los datos conocidos del tercer trimestre, se puede concluir que si bien la moderación en la actividad económica continúa, esta no ha sido de la magnitud esperada a inicios del trimestre. Así, el Indicador de Estado de la economía mexicana de BBVA Research, síntesis de 23 indicadores de actividad, gasto y expectativas, refleja una situación mejor (marginalmente) de lo que apuntaban los datos de tres meses antes.

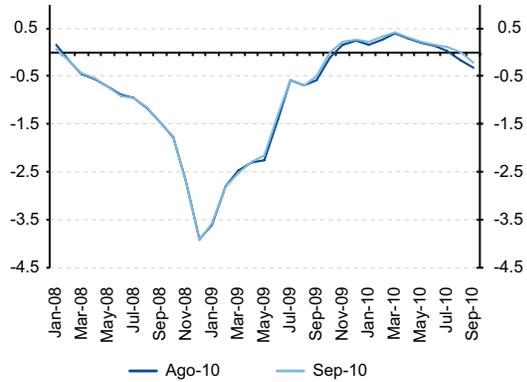
El menos favorable entorno externo no se refleja aún de manera clara en el desempeño de la economía mexicana. La estrechísima relación económica de México con Estados Unidos determina la evolución cíclica de nuestro país, fuertemente a la baja en 2008 y la primera parte de 2009 y al alza a continuación. En este sentido, las principales fuentes de ingreso externas: exportaciones, turismo e ingresos por remesas vienen mostrando en el tercer trimestre una dinámica mejor que en la primera mitad del año o menos desacelerada de lo previsto inicialmente, lo que ha contribuido a sorpresas positivas en los indicadores de actividad nacional.

Las exportaciones, con suave moderación a mitad de año. El principal determinante de las exportaciones de bienes y en particular las manufactureras es el comportamiento del mercado externo, más que el del tipo de cambio real, y en particular del comprador de cerca del 80% de las manufacturas mexicanas, EEUU. En términos trimestrales, luego de la fuerte caída del 4T08, y del periodo de mejora trimestral durante 2009, en 2010, su crecimiento ha pasado del 0.9% t/t en el 1T10 a 0.4% en el 2T10 y se espera que para el 3T haya conservado una evolución similar (el pronóstico del PIB estadounidense del 3T10 es 0.4%). Con ello, las exportaciones han moderado ligeramente su crecimiento. Por otro lado, un indicador relevante para nuestras exportaciones es la cuota de mercado en EEUU de los bienes manufacturados mexicanos: esta cuota se ha mantenido constante en torno a 10.5%, manteniéndose México como el tercer vendedor de manufacturas a EEUU, después de China con 17.3% y Canadá con 15.4% (todas, cifras al 2T10).

Así, las principales exportaciones manufactureras de México -máquinas eléctricas, vehículos automotores y aparatos mecánicos- han aumentado su participación en el PIB y están por arriba ya del nivel como % del PIB previo a la recesión. En este sentido, conviene destacar que las exportaciones manufactureras mexicanas han crecido en equipos relacionados con la media y alta tecnología, en buena medida vinculados al componente productivo del PIB estadounidense: como proporción de las importaciones estadounidenses de bienes de alta tecnología, la cuota de mercado de México es de cerca de 13% en bienes de alta tecnología y de 11% en el total de manufacturas, proporciones que se mantuvieron prácticamente sin cambios durante la recesión. Esta especialización de las exportaciones en producción en parte ligada a la formación de capital estadounidense es relevante dada la evolución esperada de los componentes del PIB de aquel país, donde la principal fuente de crecimiento será la inversión, de lo que México será una de las economías más beneficiadas.

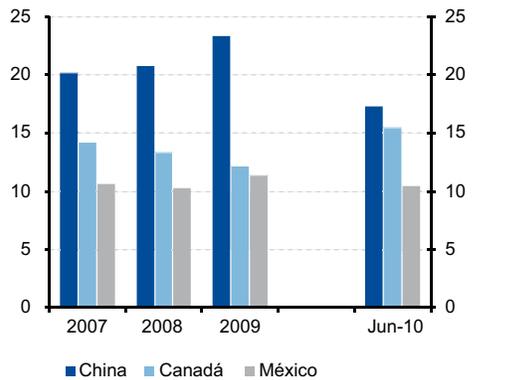
Por su parte, la estabilización en el número de barriles exportados de petróleo en torno a 1,370 (miles de barriles diarios) ha implicado un incremento de cerca de 12% respecto al volumen vendido en 2009, y junto con un precio promedio en torno a 69 dls por barril, si bien por debajo de los trimestres anteriores pero 19% mejor que el promedio de 2009, explican la estabilización en los ingresos provenientes de las exportaciones petroleras en el año. La exportación de los tres tipos de manufacturas mencionados, junto con las petroleras agrupan en torno al 70% de las exportaciones mexicanas y aportan cerca del 25% del PIB del país,

Gráfica 9
Indicador de Estado de la Economía Mexicana (Estandarizado)



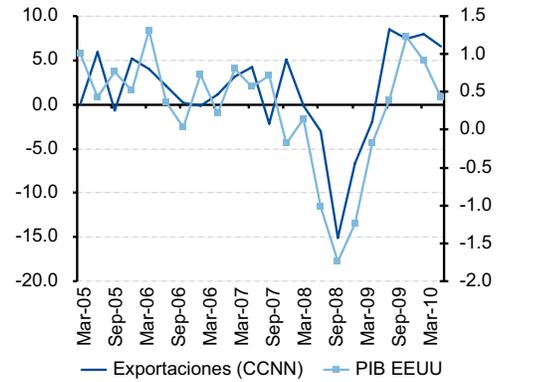
Fuente: BBVA Research

Gráfica 11
México: cuota de las exportaciones manufactureras en el mercado estadounidense (como % del total de importaciones)



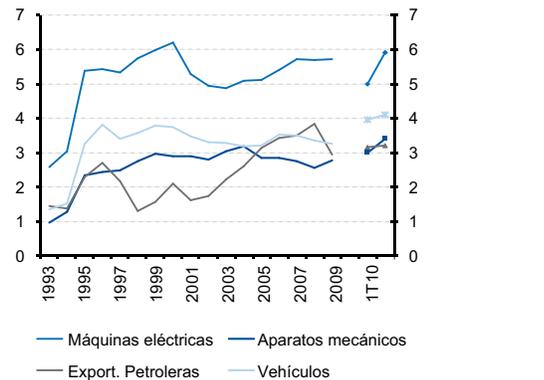
Fuente: BBVA Research, con datos de US Department of Commerce

Gráfica 10
Exportaciones México y PIB EEUU (Var % t/t)



Fuente: BBVA Research, con datos del INEGI y Bloomberg.

Gráfica 12
Principales Exportaciones México (como % del PIB)



Fuente: BBVA Research, con datos de INEGI

proporción que ha crecido consistentemente en lo que va del año: de 22.2 a 24.2 y cerca de 25% en los tres trimestres de 2010, respectivamente¹.

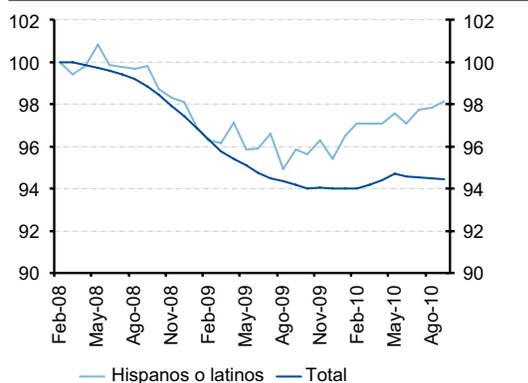
Un impulso externo que mejora su impacto sobre el PIB mexicano son las entradas de remesas de emigrantes. Por su participación en el PIB, la segunda fuente de ingresos externo a México son las remesas (transferencias del exterior). Como porcentaje del PIB, las remesas llegaron a ser el 2.7% del PIB en 2006 para luego iniciar un proceso de moderación. En 2010 sin embargo, la participación de esta fuente de ingresos ha sido creciente dada la mejora en el empleo de personas de origen latino (en torno al 65% de ellos, mexicanos) en EEUU. Como se ha mencionado en publicaciones anteriores (ver Situación Migración México), los hispanos tienden a beneficiarse en mayor medida que el resto de la población en la etapa expansiva del ciclo, esto como resultado de la flexibilidad laboral de los mexicanos en EEUU, lo que ha sido el caso también en este ciclo.

¹ Estimado para el 3T10.

Debido a la relativa recuperación del empleo de origen mexicano en EEUU, las remesas detuvieron su caída y en términos de PIB incluso han crecido ligeramente. Dadas las fuentes de empleo de estos trabajadores en EEUU, será crucial la dinámica de los sectores de la construcción, comercio y manufacturas. En este sentido, una variable relevante es el inicio de casas nuevas, donde la tendencia de recuperación que venía mostrando la variable desde finales de 2009 parece haberse detenido, con lo que la perspectiva para las remesas, considerando el efecto rezagado de esta variable, es de ligero ajuste. Con esto, pese a la recuperación iniciada, se prevé que los niveles máximos previos a la crisis (en 2007) no se alcanzarán sino hasta 2012 o 2013.

Gráfica 13

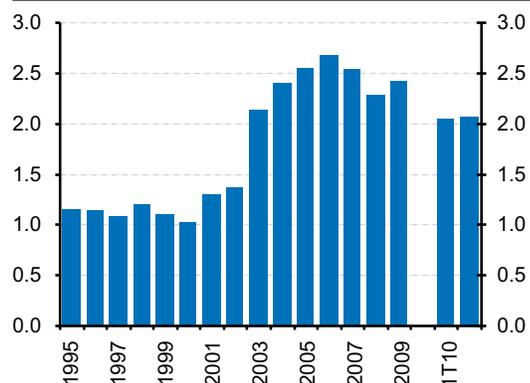
Dinámica del Empleo: EEUU (100 = mes de inicio de la recesión)



Fuente: BBVA Research, con datos de US Bureau of Labor Statistics

Gráfica 14

Ingresos por Remesas (como % del PIB)



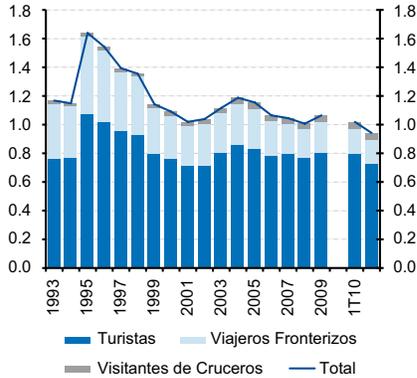
Fuente: BBVA Research, con datos de INEGI

La entrada de turistas y el gasto turístico foráneo en México, en vías de estabilización durante el 3T10. Por su participación dentro del PIB, la tercera fuente de recursos externos al país es el ingreso de recursos vía viajeros del exterior. El turismo extranjero, predominantemente norteamericano (61% del total), responde fuertemente al ingreso disponible en términos reales que en dicho país se ha estabilizado en torno a 3% anual en crecimiento anual (bimestre julio-agosto), lo que supone un ligero incremento respecto a la variación anual del trimestre previo de 2.2%.

La demanda por servicios turísticos, se ha estabilizado a su vez en torno a 1% del PIB aunque la tendencia a la moderación persiste desde 2004. En este sentido, conviene señalar como un posible factor detrás de la tendencial moderación en el ingreso de viajeros del exterior, la percepción de la inseguridad en el país: si bien no se cuenta con una serie histórica de dicha percepción levantada entre turistas, se puede considerar como variable representativa la respuesta en la encuesta levantada por Banxico entre analistas del sector privado sobre la percepción de problemas de inseguridad como principal factor que pudiese limitar el ritmo de recuperación de la actividad económica. Se observa que el repunte en esta variable a partir de 2005 coincide con la menor percepción de ingresos por turismo. Esta coincidencia no tiene por qué señalar causalidad, pero desde luego sí que parece razonable considerar un entorno percibido como más inseguro como un freno al desarrollo turístico. En el capítulo 5 de este ejemplar de Situación México se aborda el tema en tanto su vinculación con el crecimiento y en particular con la inversión privada.

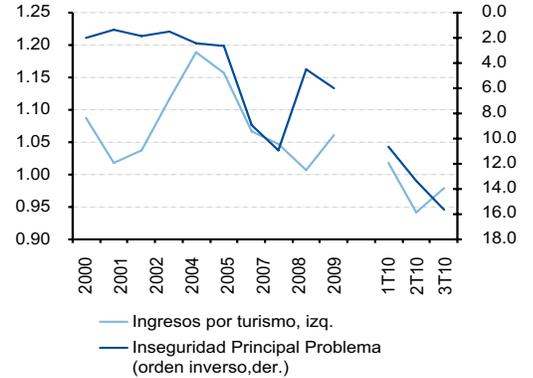
Desde un punto de vista menos exógeno a la economía mexicana, no dado totalmente por el entorno global, factores como el costo de uso del capital y del trabajo han sido favorables para el crecimiento y deberían seguir siéndolo en el horizonte de previsión.

Gráfica 15
**Ingresos por Viajeros del Exterior
(como % del PIB)**



Fuente: BBVA Research, con datos de INEGI

Gráfica 16
**Ingresos por turismo y percepción de la
inseguridad
(% del PIB y % de respuestas*)**

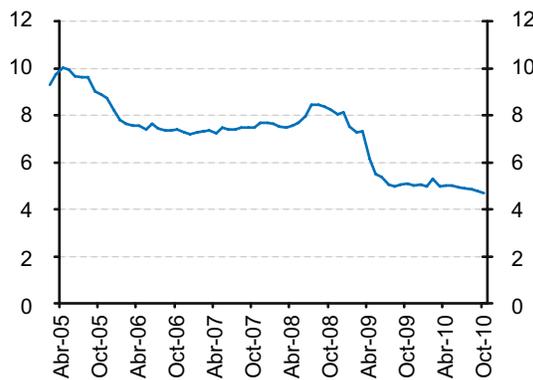


Fuente: BBVA Research, con datos de INEGI y Banxico *Encuesta entre especialistas en economía levantada por Banxico

El costo real de uso del capital apoya el dinamismo de la actividad, El precio que ha de pagar el sector público por la deuda que emite es cada vez menor, como consecuencia de la combinación de una preferencia global en un entorno de búsqueda de rentabilidad y de una política doméstica comprometida con la consolidación fiscal. Como resultado de todo ello, la tasa que ha de pagar el Estado mexicano por su deuda, ha pasado desde el 8.5% en promedio al comienzo de la crisis financiera en 2008, al 4.7% en promedio en la actualidad, lo que supone un “suelo” al costo de financiamiento que afrontan los hogares y las empresas mexicanas². En este sentido, además, **los spreads de financiamiento corporativo han mantenido su tendencia a la baja** hasta acercarse a los mínimos históricos previos a la crisis del 3T08, haciendo más rentables los proyectos de inversión.

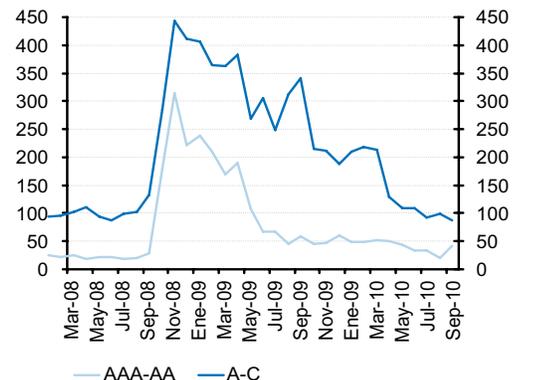
Por otro lado, otro costo que no está generando tensiones adicionales para las empresas es el laboral. Desde finales de 2008, las variaciones en el salario nominal promedio de los trabajadores empleados en el sector formal de la economía han sido menores a los incrementos en la inflación, con lo que el coste laboral real cae. Ello alivia las cuentas de resultados, pero también es el reflejo de una evolución de la productividad, la principal fuente de crecimiento en el medio plazo ciertamente no muy positiva.

Gráfica 17
**Tasa Promedio Ponderada en Emisiones
Primarias de Deuda del Gobierno (%)**



Fuente: BBVA Research, con datos de Banxico

Gráfica 18
**Spreads Deuda Corporativa Corto Plazo
(pb)**



Fuente: BBVA Research, con datos de Bloomberg y Banxico

² Se calcula una tasa de interés ponderada por instrumentos y plazos de las emisiones primarias de la deuda del gobierno. Cabe mencionar que esta medida es sensible en la demanda de los instrumentos por parte de los agentes.

Recuadro 1: Requerimientos financieros externos y prima de riesgo

La segunda ronda de medidas de expansión monetaria cuantitativa por parte de la Reserva Federal en EEUU inyectará liquidez al mercado de bonos gubernamentales en ese país reduciendo su rentabilidad e impulsando a los inversionistas a buscar mayor rendimiento en activos con más riesgo tanto en EEUU como en economías emergentes. México cumple con las características necesarias para la entrada de esos flujos, con una política de gestión de la deuda pública que la llevó en su momento a obtener grado de inversión y a ir alargando su duración y aumentando el peso de la deuda interna frente a la externa. Resultado de todo ello es que la deuda gubernamental denominada en pesos se incluya en el índice de referencia WGBI de Citi Group. En lo que se refiere al sector corporativo mexicano ha seguido un camino paralelo al gubernamental, con una saneada situación financiera en términos generales.

Diversos factores fundamentales inciden en la captación de recursos externos de las economías emergentes, que van desde el crecimiento del país hasta variables institucionales a las que los inversionistas asignan distinta ponderación. Debemos aclarar que si bien estos flujos de capitales hacia las economías emergentes son en principio favorables al ampliar la oferta de recursos y abaratar el costo a que estos se financian, pueden suponer dificultados en determinadas coyunturas. Así, cuando estos flujos son demasiado grandes y súbitos pueden apreciar abruptamente las monedas, afectando a la competitividad precio de las exportaciones de estos países. Además, pueden complicar la adecuada implementación de la política monetaria ya que la entrada masiva de recursos externos ha de ser esterilizada¹ por los bancos centrales para evitar expansiones monetarias no planeadas, que pudieran generar inflación.

Uno de los factores relevantes para los inversores a la hora de orientar los flujos de recursos, son los requerimientos financieros externos de la economía -los cuales definiremos aquí como la suma del saldo por cuenta

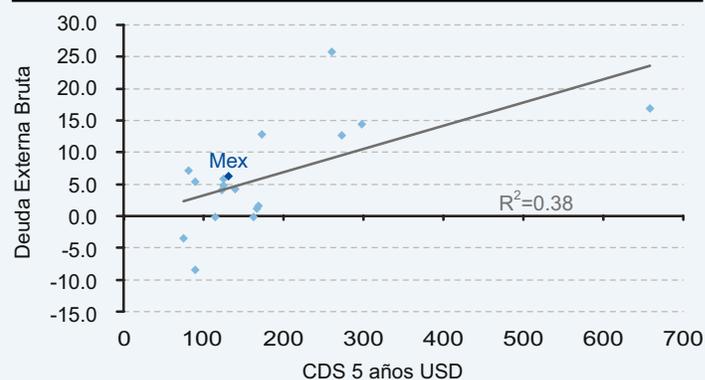
corriente más el servicio de la deuda para un año determinado- pues son determinantes de la capacidad de pago de la economía en cuestión, lo que influye en la demanda de rentabilidad por parte de los tenedores de los activos, y a su vez en el nivel de los seguros contra el incumplimiento ó Credit Default Swaps (CDS), los cuales se cotizan como un spread sobre el valor nominal del principal del bono correspondiente. Pero, ¿se puede mostrar la existencia de una relación entre los requerimientos financieros de una economía o sus niveles de deuda y medidas de riesgo como los CDS?

Para buscar esta relación construimos los requerimientos financieros de corto plazo para un grupo de países² emergentes -incluido México-, con datos del IIF. Las variables consideradas son la deuda externa bruta (pública y privada), las amortizaciones e intereses pagados en el periodo sobre la deuda y el saldo de la cuenta corriente (cambiado de signo), todo ello en % del PIB³.

La primera relación que se muestra es la de requerimientos

Gráfica 19

Relación entre requerimientos financieros externos en USD y CDS de 5 años (% del PIB y pb)



Fuente: IIF y BBVA Research

¹ La esterilización es un conjunto de acciones que los Bancos Centrales realizan para compensar faltantes ó excedentes de liquidez, los cuales impactan las cuentas corrientes que los bancos tienen, con el instituto central. Esto generalmente se lleva a cabo con operaciones de mercado aunque existen otros instrumentos.

² Los países analizados son: Brasil, Chile China, Colombia Malasia, Polonia, Rumania, Rusia, Perú, Bulgaria, República Checa, Hungría, Turquía, Ucrania, Indonesia, Filipinas, y Tailandia.

³ Los datos corresponden al esperado para 2010 por el IIF, pues consideramos que aún antes de la segunda ronda de relajamiento cuantitativo, la política monetaria a lo largo de los países desarrollados ha sido tan expansiva que ya existe mucha liquidez en los mercados, y, que a diferencia de 2009, -salvo por periodos relativamente pequeños- la aversión al riesgo ha disminuido

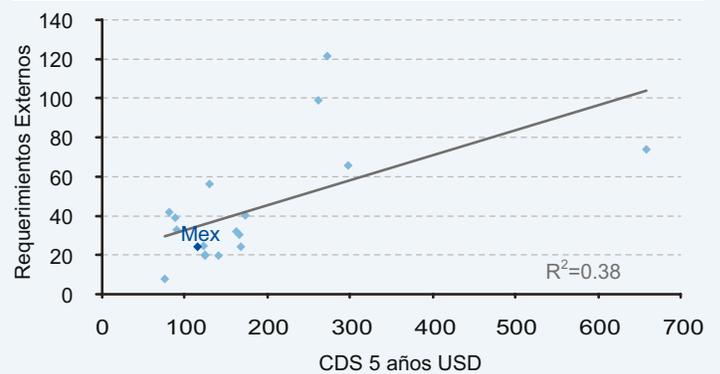
externos y el costo del CDS en puntos base. Esta nos dice que sí que parece existir una relación en el grupo de países analizados entre la prima por incumplimiento y las necesidades de financiamiento externo del año. México se encuentra por debajo del promedio en ambas variables. Como muestra la gráfica, los países de Latinoamérica, parecen agruparse, y en buena medida ser de los más cercanos a la media, mientras que los asiáticos parecen ser claramente los que gozan de mejores condiciones y los europeos los más vulnerables. En este sentido, si se eliminase Ucrania del grupo de países por su situación relativa claramente alejada del resto, la capacidad explicativa de la relación pasaría del 38% al 52%

Si el análisis se hace sobre el nivel de deuda externa bruta del país, los resultados son similares a los obtenidos con los requerimientos, aunque con una capacidad explicativa algo inferior, lo que puede deberse a las diferencias en gestión de la deuda y a la reputación de los países. Para esta relación la dispersión es menor, tanto los países latinoamericanos como los asiáticos parecen enfrentar condiciones similares mientras que los europeos parecen ser más castigados. De la misma manera que en el caso anterior, si eliminamos a Ucrania la capacidad explicativa aumenta de 0.34% a 0.58%.

En conclusión, y en lo que se refiere a México, parece que si bien los requerimientos financieros y la deuda externa de nuestro país no suponen un problema, los inversionistas parecen agruparlo muy cerca de otros países de América latina, sin que parezca que nuestra relativamente buena posición externa nos esté ayudando a diferenciarnos positivamente en esta coyuntura en términos del CDS.

Gráfica 20

Relación entre deuda externa bruta en USD y CDS de 5 años (% del PIB y pb)



Fuente: IIF y BBVA Research

4. Perspectivas: maduración del ciclo

I Si 2010 es el año de la recuperación cíclica, nuestra perspectiva es que 2011 sea el año de la maduración

Como fue descrito en el primer capítulo de esta revista, la economía global atraviesa un nuevo periodo de incertidumbre donde las dudas sobre la fortaleza de la recuperación continúan. Hasta ahora los indicadores conocidos y la evolución esperada de las variables de ingreso y gasto de la economía estadounidense apuntan a que la recuperación observada en el presente año, además de ser menor a lo esperado a finales del año pasado, se moderará en 2011. Para el presente año esperamos un crecimiento en aquel país del orden de 2.8%, mientras que para 2011 consideramos que éste bajará cinco décimas hasta el 2.3%.

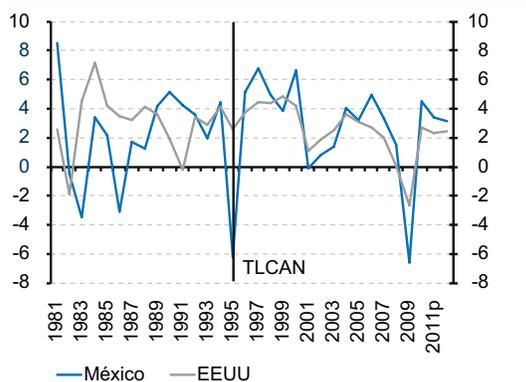
La integración económica de México con Estados Unidos implicará que la recuperación de 2010 en la que estimamos que el crecimiento de nuestro país se ubique en torno a 4.5% a/a (aunque no descartamos que pueda ser mayor), se modere hasta el entorno de 3.4% el próximo año.

De demanda externa a la demanda doméstica. Durante 2010 la recuperación de la demanda se viene basando en el incremento de las ventas al exterior de bienes y servicios, que conllevan a su vez un aumento de las importaciones. En la recuperación de las compras al exterior interviene no sólo nutrir el proceso productivo exportador, sino también la demanda más doméstica de consumo e inversión. Si cerca del 70% de las importaciones se relacionan con bienes intermedios, lo que ha contribuido fuertemente al crecimiento de las importaciones (5.5% en promedio trimestral en los primeros seis meses del año), la otra parte de las importaciones sin embargo, se relaciona con la demanda interna, que se está dilatando más en volver a los niveles previos a la recesión. Con estas relaciones, consideramos que las exportaciones netas aporten cerca de 0.6 puntos del crecimiento estimado para el año corriente. Por su parte, la demanda interna habrá de recuperar parte de la dinámica perdida en 2009 aunque los niveles previos a la crisis no se habrán recuperado todavía.

Para 2011, señales de maduración del ciclo, con expansión del consumo. Más allá de que la actividad en su conjunto se desacelerará en 2011 por la ya citada moderación en la

Gráfica 21

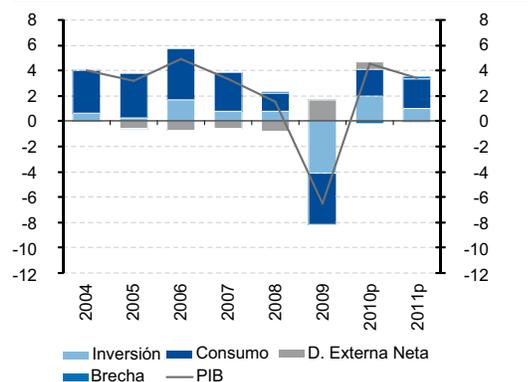
PIB: México y EEUU (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 22

PIB: componentes de demanda (Var % a/a y contribución al crecimiento)



Fuente: BBVA Research

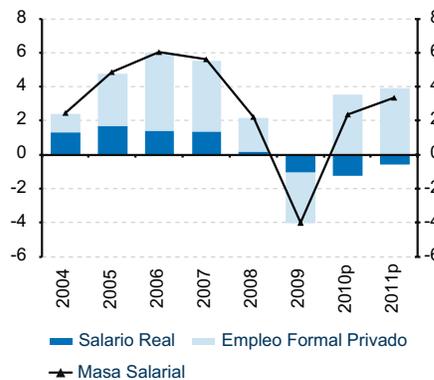
demanda externa, el cambio en las fuentes del crecimiento, con un mayor protagonismo del empleo y de la renta salarial implicará: Primero, margen para el incremento del consumo de los hogares. Segundo, mejora en inversión privada, aunque este efecto positivo podría verse contrarrestado en parte por el menor impulso, a diferencia del pasado, del ajuste en inventarios. Y por último, disminución en la contribución positiva de las exportaciones netas, vía menor demanda externa y mayor importación de bienes y servicios en respuesta a la demanda doméstica más dinámica.

El consumo privado en 2011: favorecido por una inflación baja y estable y un sostenido aumento del empleo. Como se abordará con detalle más adelante, estimamos que la inflación pase de un promedio de 4.2% en el presente año al entorno del 3.8% en el siguiente. Esta ligera reducción en la inflación estimada junto con una expectativa de salarios nominales estables, contribuirá a que el componente salarial del ingreso laboral (o masa salarial) reste menos al crecimiento de la variable en 2011. Por otro lado, consideramos que el empleo tenderá a estabilizarse en torno a crecimientos cercanos a los 500 mil empleos formales adicionales, cifra algo mayor que los esperados para este año. Con esto, en términos de ingreso disponible consideramos que este aumento aunque aun no alcance los niveles previos a la crisis.

Con todo, conviene recordar que la recuperación de empleos en el universo del mercado laboral, no solo en el sector formal, ha sufrido al menos hasta ahora de una acumulación más que proporcional en los niveles salariales más bajos, lo que supone un freno al ingreso

Gráfica 23

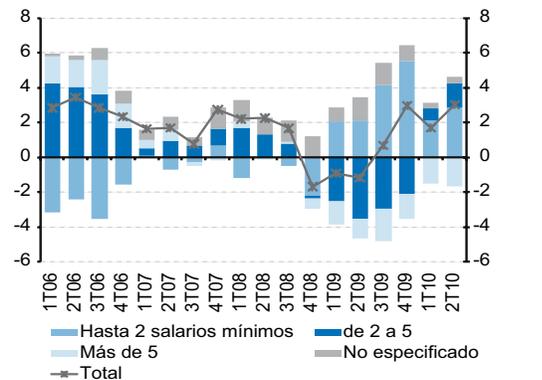
**Masa Salarial
(Var % a/a y componentes)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 24

**Empleo por nivel de ingreso
(Variación anual,
%, y contribuciones en pp)**



Fuente: BBVA Research

laboral. Así, la mayor contribución de los empleos creados desde el inicio de la recuperación se ubica en el rango salarial de cero a dos salarios mínimos.

Mejora de la inversión privada con las expectativas de actividad y la contención de costes financieros, freno por la demanda externa y la menor reposición de inventarios.

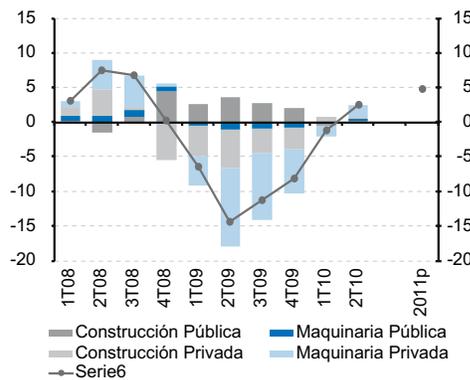
Hasta ahora, la dinámica de la inversión está siendo más lenta de lo esperado al inicio del año. En el segundo trimestre, este componente creció en términos anuales por primera vez tras seis trimestres sin hacerlo. La demanda de origen externo, que se frena y un moderado aumento de la demanda doméstica son factores relevantes en esta situación.. En este sentido, estimamos que el componente de formación de capital aporte cerca de 1 puntos del crecimiento en 2011, que estará vinculado al componente privado de dicha formación de capital, y principalmente en maquinaria y equipo. Por su parte la industria de la construcción si bien con un amplio potencial de crecimiento desde una perspectiva de medio plazo por

factores como el crecimiento demográfico y la demanda insatisfecha de vivienda, no ha dado aún muestras de contar con los soportes necesarios para generar un crecimiento sostenido. Por su parte, la inversión de origen público continuará limitada por la postergación de proyectos de infraestructura ante la necesidad de cumplir los objetivos de déficit en un entorno en el que los ingresos públicos se recuperan pausadamente. Así, estimamos que la inversión pública continuará aportando menos al crecimiento y eventualmente podría restar crecimiento en el siguiente año. Cabe recordar que la inversión pública ha perdido contribución desde la segunda mitad de 2009 tanto en su componente de construcción como de inversión en maquinaria.

Conviene analizar sin embargo, la dinámica esperada de la inversión en el contexto de periodos recesivos previos. Si bien en términos de variación anual, el retroceso en la inversión llegó a ser de casi 10% en 2009, a diferencia de recesiones pasadas, como proporción del PIB,

Gráfica 25

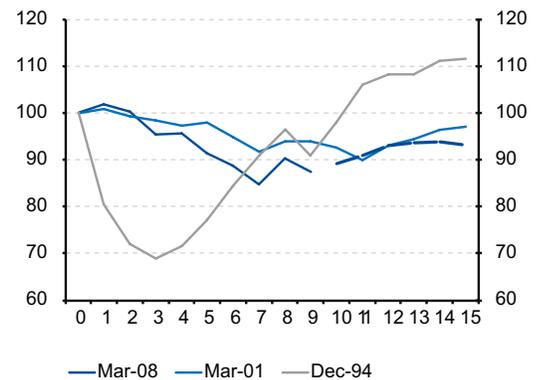
Inversión: Pública, Privada y tipo (Var % a/a y contribuciones)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 26

Inversión privada como % del PIB Comparación Cíclica (trimestres desde recesión)



Fuente: BBVA Research

este componente fue considerablemente menos afectado que en el pasado, lo que implica un soporte al crecimiento en el mediano y largo plazo.

Por último, la menor demanda externa esperada junto con la estabilidad cambiaria proyectada, sugiere que el valor de las exportaciones se estabilice en crecimientos menores a los observados en 2010. Por su parte, el crecimiento descrito anteriormente en los componentes internos de la demanda implicará mayor demanda de bienes y servicios producidos internacionalmente tanto vinculados con las exportaciones como para consumo interno, con lo que ambos efectos tenderán a compensarse generando que la aportación de las exportaciones netas disminuya de los 0.6 puntos estimados para este año, a una ligera caída de 0.2 puntos en 2011.

El crecimiento más bien inercial en los componentes de demanda interna así como la dependencia de la demanda de origen externo de la demanda externa sigue planteando la necesidad de atender una segunda ronda de reformas estructurales que permita aumentar la capacidad de crecimiento a largo plazo de la economía.

Recuadro 2: PIB potencial, mejora con reformas

A pesar de la relativamente rápida recuperación en marcha en la economía mexicana, la intensidad del impacto de la crisis global hace necesario interrogarse sobre su impacto en la capacidad de crecimiento de largo plazo del país, en su PIB potencial. Esta variable no observable recoge el nivel de producción de una economía obtenido con el pleno empleo de los recursos disponibles. Esta definición se puede aproximar mediante una función de producción en la que capital y empleo se combinan en unas cantidades de pleno empleo y con una eficiencia promedio respecto a la que se estima al combinarse los factores productivos para obtener el PIB registrado realmente¹. De esta manera, el impacto de la crisis habría de darse sobre la disponibilidad en el largo plazo de capital y de empleo y/o sobre la eficiencia con la que ambos se combinan. El nivel de la ratio de inversión sobre PIB en la economía mexicana no es más bajo que en otras economías y su evolución en la última crisis muestra un patrón que se puede explicar por motivos cíclicos sin que por ahora quepa deducir de este comportamiento un freno más permanente, aunque puedan existir riesgos latentes a la baja también por la reducción en el crecimiento potencial de EEUU. Otro impacto podría venir de los factores globales, donde una disponibilidad de liquidez para invertir menos abundante y/o más cara como consecuencia del deterioro en el funcionamiento del sistema financiero, que canaliza fondos desde los agentes con exceso de ahorro a los que tienen déficit de él, podría también plantear riesgos a la baja.

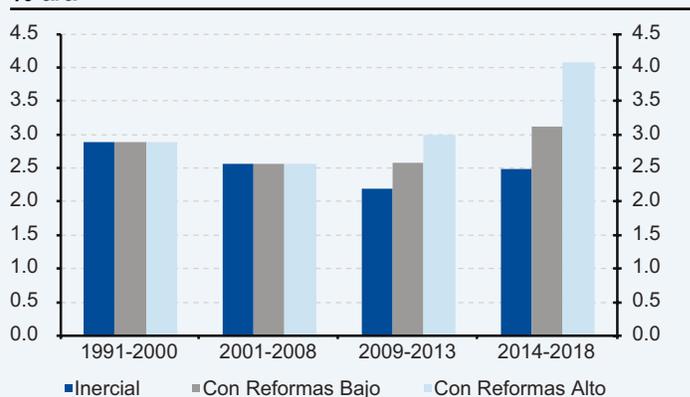
En lo que se refiere a la contribución del empleo, la dinámica poblacional en México, con aumentos de la población en edad de trabajar cada vez menos intensos -del orden del 1.7% en la década actual, 1.5 pp menos que en la década de los 80 y 1.1 pp menos que en la década de los 90- supone un freno estructural a la contribución potencial del empleo a la capacidad de crecimiento, salvo que se pueda aumentar la tasa de empleo a través de una mejora también de la tasa de actividad, por ejemplo a través de una incorporación más dinámica de la mujer al mercado laboral, ambas comparativamente más bajas que en otras economías, como EEUU por ejemplo.

En todo caso, la apuesta más segura es aumentar la capacidad de crecer en el largo plazo es mejorando la eficiencia con la que se combinan los factores productivos, lo que exige intensificar el proceso de reformas estructurales

en nuestra economía, que mejoren la eficiencia de la combinación de capital y trabajo y coloquen a la economía mexicana en mejor posición para enfrentar elementos de riesgo².

Bien asentada la estabilización macroeconómica, que tan buenos resultados ha dado en esta crisis internacional, una oleada de reformas estructurales de segunda generación sigue pendiente. Podríamos agrupar las reformas pendientes en tres grupos. En el primero están las reformas que hagan efectivo el imperio de la ley: que fortalezcan las instituciones y promuevan la protección efectiva de los derechos de propiedad. Un segundo grupo de reformas son las relacionadas con la reducción de vulnerabilidades del sector público, tanto en el ingreso como en el gasto, aumentando el primero con fuentes no ligadas al petróleo y con una base fiscal más amplia y mejorando la rendición de cuentas del segundo, lo que permitiría aumentar la dotación de capital público de la economía y la eficiencia del gasto. En tercer y último lugar, pero no precisamente por su menor impacto, se encuentra un tercer grupo de reformas relacionadas con el mejor funcionamiento del mercado laboral y el aumento de competencia y el mayor poder de escrutinio del mercado en todos los ámbitos de la economía: en la producción, distribución y en el gasto en bienes y servicios. En todos ellos se están produciendo avances, seguramente más lentos de lo deseable, pero en todo caso, positivos.

Gráfica 27
México. PIB potencial
% a/a



Fuente: BBVA Research

¹ Muchos son los aspectos a tener en cuenta para el cálculo del PIB potencial, una síntesis de las aproximaciones disponibles para la economía mexicana se encuentra en el documento de trabajo de BBVA Research "Determinantes y características de los ciclos económicos en México y estimación del PIB potencial".

² Para un detalle de la relación entre eficiencia y reformas ver Situación México BBVA Research del 2T10

Un breve recuento de reformas aprobadas o presentadas en el Congreso incluyen las siguientes. La propuesta de ley laboral, la Ley de Competencia, con la que se le dota a la Comisión Federal de Competencia de mayores facultades para abatir monopolios, mayores sanciones, simplificación de procedimientos y transparencia en los procesos, entre otras características. Por su parte, en las reformas relacionadas con el imperio de la ley, destacan regulaciones para limitar el depósito en dólares en efectivo en el sistema bancario, mayores medidas en contra del lavado de dinero, la aprobación de la Ley Federal de Extinción de Dominio, una Ley Antisecuestro, así como la relacionada con un mando único para la policía a nivel nacional y los pasos dados en la ley del Registro Único de Garantías Mobiliarias. Por último, en lo que se refiere a reformas en materia fiscal, destaca lo aprobado en el Presupuesto 2010, insuficiente pero en el camino apropiado de incremento de ingresos fiscales vía impuestos indirectos de base fiscal amplia, aunque falta mejorar la gestión del gasto.

Es muy incierto dar el salto de cuantificar lo que supone algo tan cualitativo como “proceso reformador” en términos de contribución al crecimiento de la Productividad Total de Factores (PTF) y en general a la propia acumulación de capital y trabajo, pero se pueden plantear dos escenarios tomando como referencia esta variable en anteriores procesos reformadores, además de mejoras en las contribuciones de capital y empleo. De concretarse un periodo de intensas reformas que incidan en los tres aspectos descritos, el crecimiento potencial del país podría situarse a mediados de la década hasta en el entorno del 4% (4.1%), con un

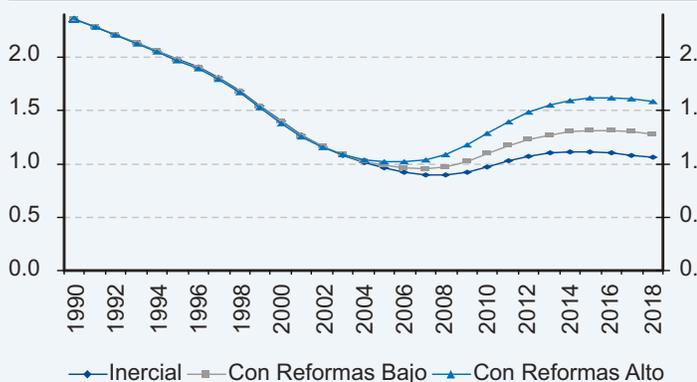
mínimo por encima del 3% (3.2%), mientras que la inercia sin reformas llevaría a tasas en el entorno del 2.5%³.

Dentro de los escenarios denominados con reformas, que se consiga uno u otro registro de crecimiento potencial, dependerá del grado de intensidad y amplitud con el que se dé el proceso reformador. Un proceso continuado y decidido de implementación en los tres ejes señalados más arriba llevaría a un salto en la eficiencia de los factores productivos comparable a la que se consiguió a lo largo de la década de los 90’s, como se observa en el gráfico adjunto. Es decir, se considera un “rendimiento” de las reformas en términos de eficiencia similar al de entonces. Además, mejorarían las tasas de actividad y de empleo dado un mercado laboral que demanda más empleo por efecto de la reforma de sus instituciones, y con ello, aumenta la contribución del factor trabajo a la capacidad de crecimiento. Con todo, hay que mencionar que un ancla que frena el crecimiento potencial en el medio plazo es el de unas perspectivas demográficas más bajas que en las décadas pasadas, ya que la población crecerá a tasas cercanas al 0.5%-0.6%, la tercera parte que en la década de los 90’s. Inversión en capital físico y humano y eficiencia han de sustituir este freno al crecimiento.

Finalmente, una rentabilidad esperada del capital mayor en un entorno institucional más favorable para los negocios elevaría también la contribución del capital al crecimiento. Con todo, agregando los tres factores, resulta factible llegar a tasas de crecimiento del PIB potencial cercanas al 4% (4.1%) a mediados de la década. Si se hacen adecuadamente las cosas, claro está.

Gráfica 28

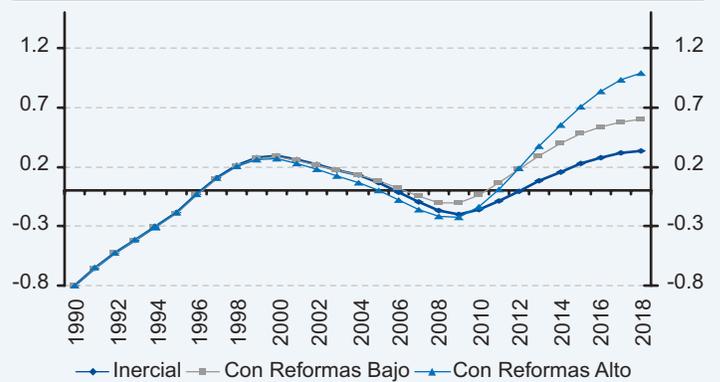
**México, PIB potencial
Contribución del empleo pp**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 29

**México, PIB potencial.
Contribución de la eficiencia pp**



Fuente: BBVA Research

³ En este escenario inercial sin reformas, se asume que el crecimiento está relacionado principalmente con impulsos externos, de modo que la tasa de desempleo de la población y el ritmo de formación de capital responden a crecimientos tendenciales enmarcados en el ciclo global, con ritmos de recuperación comparables

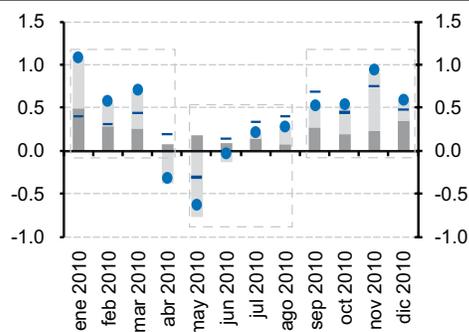
II. Perspectivas de inflación más baja en 2011. El proceso desinflacionario vigente desde marzo de 2010 continuará, aunque menos intensamente

El año 2010 comenzó con subidas de inflación hasta marzo, para a partir de abril iniciar un intenso proceso desinflacionario tanto en el componente subyacente, como en el no subyacente, de modo que el crecimiento de los precios en el segundo y tercer trimestre del año fue inferior al rango estimado por el banco central en enero pasado. Tanto por efectos estacionales como de base de comparación, está descontado que la inflación general repunte durante el cuarto trimestre hasta un promedio en el periodo cercano al 4.3% a/a. Sin embargo, dado el entorno de falta de presiones de demanda y con un tipo de cambio sin presiones depreciatorias precisamente, parece que más allá de repuntes coyunturales, unas tasas de inflación históricamente bajas se seguirán registrando a lo largo de los próximos trimestres.

Al final de 2009, inflación mínima por la excepcional evolución del componente no subyacente. En 2009, la inflación cerró en 3.6% (4.0% promedio 4T09), una cifra históricamente baja lograda por dos factores de naturaleza no subyacente. El primero fue la política de congelamiento de algunos precios y tarifas públicas decretado por el gobierno federal para apoyar a la economía durante la recesión, y el segundo, la caída de los precios de las materias primas provocada por la crisis global. Así la inflación del índice no subyacente cerró 2009 en su tasa anual más baja de la historia 1.2%.

Gráfica 30

Inflación y componentes (Var. % m/m)

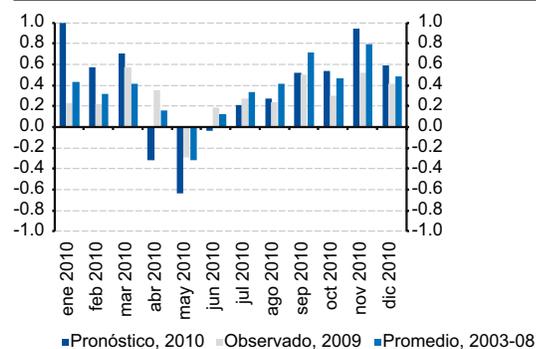


■ Subyacente ● INPC — INPC, promedio 2003-09

Fuente: Banxico y BBVA Research

Gráfica 31

Inflación General (Var. % m/m)



■ Pronóstico, 2010 ■ Observado, 2009 ■ Promedio, 2003-08

Fuente: Banxico y BBVA Research

En cuanto a la inflación subyacente, cerró el año en un nivel relativamente elevado, 4.5% (4.7% promedio 4T09), consistente con la abrupta depreciación del peso iniciada a partir de septiembre de 2008 y que alcanzó niveles máximos en marzo de 2009. Si bien a partir de entonces el peso se ha venido apreciando, este proceso no ha estado exento de volatilidad. Durante el proceso presupuestal para el año 2010 se elevaron algunos impuestos-IVA, ISR y algunas tasas del IEPS- y se dio por terminado el congelamiento de los precios públicos, en particular con el inicio del deslizamiento en los precios de las gasolineras. Resultado de todo ello fue que 2010 empezó con crecimientos mensuales de los precios de consumo bien por encima de su tendencia, y provocando que la inflación del 1T10 se ubicará exactamente en el rango máximo estimado por el Banco de México.

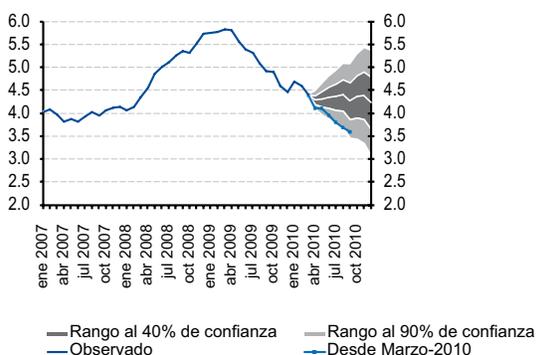
Desde comienzos del 2T10 la inflación se ha venido reduciendo de manera considerable, como mencionamos anteriormente, la coyuntura de los precios no subyacentes ha contribuido a esta reducción, particularmente la contracción de los precios agropecuarios a lo largo del segundo y tercer trimestres del año. Esto, aunado a la entrada en vigor de las tarifas eléctricas de verano en abril y mayo, compensó los aumentos en otros rubros de la inflación no subyacente, la cual se redujo de un promedio de 5.3% a/a en el 1T10 a 3.7% en el segundo y hasta 3.6% en el tercer trimestre.

Subida de la inflación no subyacente en 2011. La inflación no subyacente retomará en el cuarto trimestre una senda alcista relativamente moderada de acuerdo con otros periodos de aceleración de este tipo de precios, aunque no exenta de riesgos como los derivados del posible impacto de los fuertes aumentos observados en los mercados internacionales de granos. Para el año 2011, se prevé que el crecimiento de los precios no subyacentes del INPC sea relativamente elevado pero menor al de 2010, un comportamiento consistente con una evolución promedio. Este escenario es consistente con la falta de impulsos alcistas por nuevos impuestos al inicio del año –con lo que buena parte de las tarifas del sector público a lo largo del 2011 se beneficiarán de un efecto base- y con el aumento paulatino de los precios de los productos energéticos. En cuanto a los precios agropecuarios, se asume un escenario en el que, si bien el cierre de año será mejor que el de 2010, dichos precios mantendrán una senda alcista.

Intenso proceso desinflacionario en el componente subyacente una vez absorbido el impacto –muy moderado- de las subidas de impuestos al comienzo de 2010. La inflación subyacente ha mantenido una acusada tendencia a la baja desde marzo. De la intensidad de la caída da idea el hecho de que los registros observados desde abril a octubre se encuentran en la banda más baja, e improbable, del rango de pronóstico obtenido a partir de la simple evolución histórica de la serie de inflación subyacente.

Gráfica 32

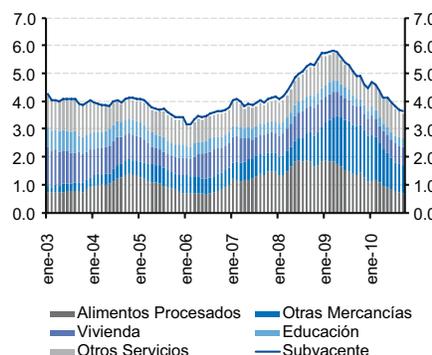
Inflación Subyacente pronóstico desde marzo y observado (Var. % a/a)



Fuente: Banxico y BBVA Research

Gráfica 33

Inflación subyacente (Var. % a/a y contribuciones)



Fuente: Banxico y BBVA Research

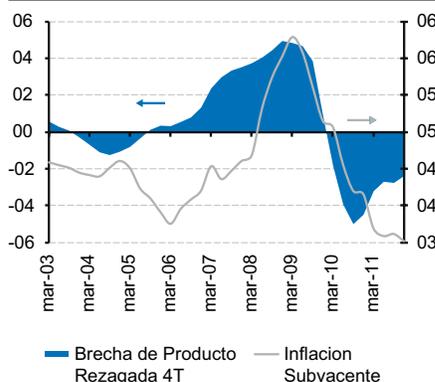
La subida impositiva de 2010 tuvo impactos mínimos, y menores a lo considerado a priori, en el comportamiento de los precios. El cambio de la política fiscal, que afectó al componente subyacente, principalmente el aumento de la tasa del IVA del 15% al 16%, generó en primera instancia una expectativa en el mercado de mayor inflación a lo largo de todo el 2010, asumiendo que el efecto de la recuperación económica en 2010 facilitaría la traslación total al consumidor de los mayores costos fiscales. Sin embargo, el desempeño desde marzo de 2010 del componente subyacente ha mostrado que los aumentos de impuestos sólo

contribuyeron transitoriamente a la inflación, pues finalmente la muy débil recuperación de la demanda interna ha impedido la traslación total del aumento de impuestos¹. Adicionalmente, un tipo de cambio apreciándose más de lo esperado ha venido contribuyendo también a que los precios se desaceleren.

Un segundo efecto que ha contribuido a la reducción de la inflación subyacente, como fue expuesto por el Banco de México² en su Informe trimestral de Inflación para el 2T10, es la mayor intensidad observada en las ofertas y promociones de diversos establecimientos comerciales, particularmente en mercancías no alimentarias, y, en los precios de otros servicios como el transporte aéreo. Este aumento en las promociones de acuerdo con Banxico, puede deberse tanto a que las empresas que tienen poder de mercado buscan capturar cuota de cara a la salida de la crisis o simplemente al impacto directo de la crisis sobre el negocio. Sea cual sea el origen de los descuentos, estos han promovido hasta el momento mayor competencia y beneficios para los consumidores, aunque su permanencia es muy incierta una vez que la demanda mejore.

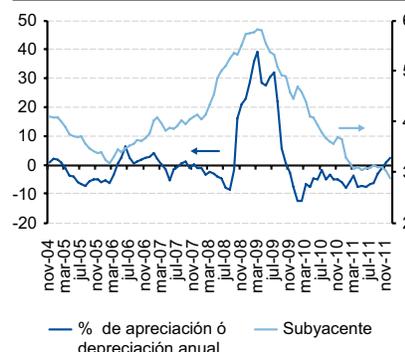
La lenta recuperación de la demanda doméstica, clave para la caída de la inflación subyacente. El tercer factor relevante que ha contribuido para reducir la inflación subyacente es la asimetría entre la velocidad de la recuperación de la demanda externa y de la demanda interna. El proceso de reconstrucción de inventarios que ha experimentado en EEUU este año ha sido muy importante, y, al ser nuestro principal socio comercial, ha impulsado la reactivación de los sectores exportadores, particularmente el de las manufacturas cuyas exportaciones han crecido 33.4% en 2010. Esta recuperación del sector externo ha contribuido a una fracción muy importante del crecimiento del PIB, sin embargo hay que destacar que aún sigue lejos de los niveles observados previo a la crisis, por lo que la capacidad ociosa de la industria permanece alta. A pesar de que el empleo formal se ha recuperado, la tasa de desempleo ha bajado relativamente poco, además el salario real se ha contraído desde el 2009, evitando que la demanda interna presione los precios. Desde una perspectiva de Brecha de Producto esta se ha cerrado bastante, sin embargo, continúa siendo negativa. Además el comportamiento de la brecha de producto en sí mismo no cuenta la historia completa sobre las asimetrías entre la recuperación de la demanda externa e interna, aunque es sin duda una referencia importante para identificar las presiones de la demanda agregada en la inflación.

Gráfica 34
Inflación subyacente y Brecha de Producto
(Var. % a/a y % del PIB)



Fuente: Banxico y BBVA Research

Gráfica 35
Inflación subyacente y porcentaje de apreciación ó depreciación*
(Var. % a/a)



* Positivo implica depreciación y negativo apreciación

Fuente: Banxico y BBVA Research

¹ Para mayor detalle, ver "Una estimación del impacto del Paquete Fiscal 2010 en la inflación", en Situación México BBVA Research del tercer trimestre de 2010.

² Ver recuadro "Dinámica reciente de las ofertas de precios en México: Evidencia de la Base de Microdatos del INPC" en Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2010, Banco de México.

Finalmente, el tipo de cambio también ha contribuido a reducir las presiones al alza en los precios de las mercancías, pues es el componente de la inflación subyacente más expuesto al *pass through* del tipo de cambio, como se vio en 2009 con la brusca depreciación registrada. En 2010, por el contrario, el tipo de cambio se ha venido apreciando en promedio un 6.3% anual, revaluación que contribuye a reducir el precio de las importaciones. Además, al caer también la volatilidad del tipo de cambio, las empresas pueden establecer planes de compra de bienes importados con mayor certidumbre e incluso a plazos mayores.

En definitiva, la caída de la inflación subyacente ha sido consecuencia de un entorno en el que el ingreso disponible -con variaciones anuales que simplemente son menos negativas- limita la mejora de la demanda, en el que existe una mayor competencia entre oferentes, además de la apreciación y menor volatilidad del tipo de cambio del peso frente al dólar.

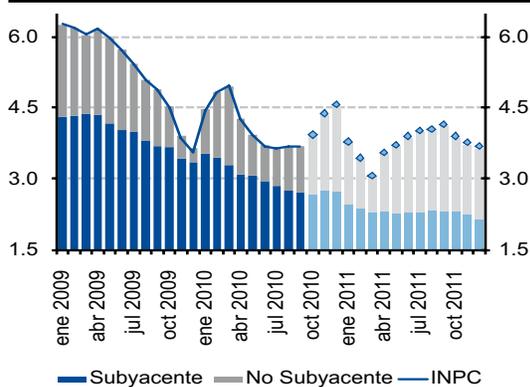
Para 2011 revisamos a la baja la previsión de inflación hasta el 3.8% en promedio anual, tres décimas menos de lo estimado hace tres meses, en la anterior edición de esta publicación. Creemos que hay argumentos suficientes para esperar que el componente no subyacente de la inflación permanezca acotado y en cuanto a la cesta de precios subyacente del INPC, las condiciones primordiales para que ésta continúe en tasas históricamente bajas, incluso algo más en 2011, están dadas.

En primer lugar, estimamos que la brecha de producto continuará siendo negativa en 2011 con lo cual, a lo largo del año la falta de presiones de demanda relevantes será la protagonista en un contexto en el que los salarios reales continuarán bajando, aunque a una velocidad menor. En segundo lugar, pensamos que la segunda ronda de medidas de expansión monetaria por parte de la Reserva Federal seguirá favoreciendo que los inversionistas salgan a la búsqueda de mayor rendimiento, de modo que la entrada de estos flujos externos hará que continúe la apreciación del peso al menos en la primera mitad de 2011. Finalmente, consideramos que, en general, el mundo continuará experimentando una coyuntura de inflación muy contenida, por lo cual no se anticipan grandes presiones inflacionarias externas.

Por las condiciones arriba expuestas hemos reducido nuestro pronóstico de inflación para 2011, de un promedio anual de 4.1% a 3.8%, este nuevo estimado si bien no implica una plena convergencia al rango central del objetivo de Banxico al cierre de 2011, si se encuentra dentro del rango de tolerancia del objetivo de inflación del instituto central (+/- 1%). Así creemos que las condiciones para mantener la pausa monetaria al menos durante todo el año 2011 se mantienen.

Gráfica 36

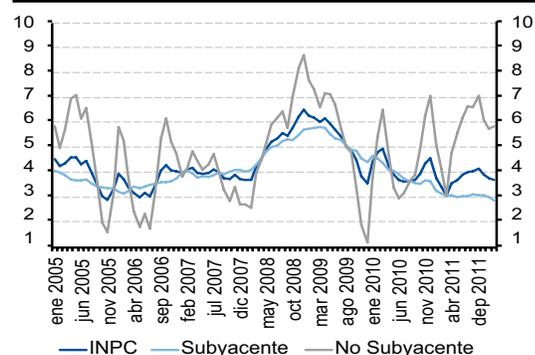
Inflación y componentes (Var. % a/a y contribuciones)



Fuente: Banxico y BBVA Research

Gráfica 37

Inflación y componentes (Var. % a/a)



Fuente: Banxico y BBVA Research

III. Política monetaria, tasas y tipo de cambio: pausa aún más prolongada, pendiente reducida y tipo de cambio al ritmo de los flujos globales

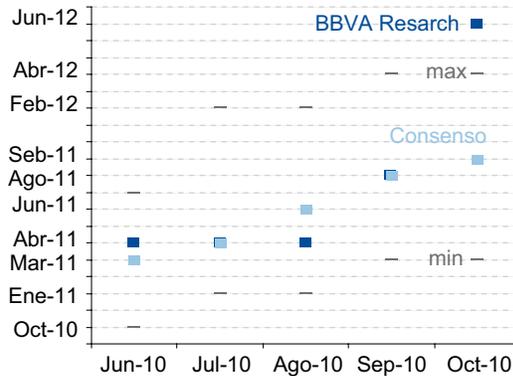
En los últimos meses las perspectivas sobre el crecimiento económico externo y doméstico, la inflación local y el incremento en la liquidez global señalan un escenario consistente con una pausa monetaria en México más prolongada, desde luego durante todo 2011. Durante las últimas semanas, los informes sobre el rumbo de la economía mundial se han tornado, por decir lo menos, carentes de optimismo. Si bien los datos de coyuntura ya anunciaban una tendencia hacia la desaceleración de la economía mundial, según disminuían los efectos expansivos de las políticas monetarias y fiscales en los países desarrollados, fueron las minutas de la reunión del pasado 21 de septiembre del FOMC de la FED las que delinearon un panorama de deterioro de las expectativas de crecimiento. Ante la visión de que el crecimiento no es todavía autosostenido, y que parte del problema de falta de demanda en Estados Unidos es cíclico, la Fed ha abierto de par en par la puerta a una segunda ronda de expansión monetaria cuantitativa, y ha puesto a los más optimistas a pensar en un crecimiento lento hacia delante. La expectativa de una segunda ronda de compra de activos por parte de la FED, el Quantitative Easing II (QEII), también ha generado una depreciación del dólar. En el otro extremo del panorama global, los bancos centrales de los mercados emergentes, asiáticos y latinoamericanos, toman medidas para paliar las presiones apreciatorias de sus monedas, ante el incremento en la demanda de activos generado por el entorno de búsqueda de rentabilidad que desató la expectativa del incremento en la liquidez global.

En este contexto, la economía mexicana continúa con un crecimiento que se desacelera de forma más lenta a la esperada y sin tensiones de demanda sobre los precios, que permiten esperar que la pausa monetaria se mantendrá por lo menos a lo largo del 2011. El primer factor en que se funda esta aseveración es el hecho de que, con menores expectativas de crecimiento en los EEUU, un gasto en consumo y en inversión con aumentos limitados y una brecha de demanda negativa, no hay expectativas de presiones de demanda que pudieran llevar al instituto central a pensar en cambiar su postura de política monetaria hacia el terreno restrictivo. De hecho, de acuerdo con nuestras estimaciones, los niveles de brecha de producto y de inflación que se observan actualmente junto con el comportamiento del peso indican que la política monetaria implica unas condiciones claramente acomodaticias para la economía mexicana. En un contexto de mayor liquidez global y de búsqueda de rentabilidad, es de esperarse que la demanda de activos financieros en México experimente un incremento que presionará a la baja el tipo de cambio. Cabe señalar en este punto que, las presiones apreciatorias deberían ser relativamente más acotadas en México, dada la relación económica con EEUU mucho más cercana y el compromiso explícito que el Banco de México mantiene con la libre flotación cambiaria.

Esta apreciación “acotada” resulta relevante para la postura de política monetaria porque, tal y como lo mencionó Banxico en su último comunicado, la apreciación ha contribuido en la baja de la inflación subyacente de mercancías y, en consecuencia, otorga un mayor margen de maniobra al instituto emisor para prolongar la pausa. En suma, una inflación que se ha mantenido durante buena parte de 2010 por debajo del intervalo de pronóstico de Banxico, ausencia de presiones de demanda y expectativas apreciatorias nos llevan a pensar que la pausa monetaria se mantendrá hasta avanzado 2012.

Gráfica 38

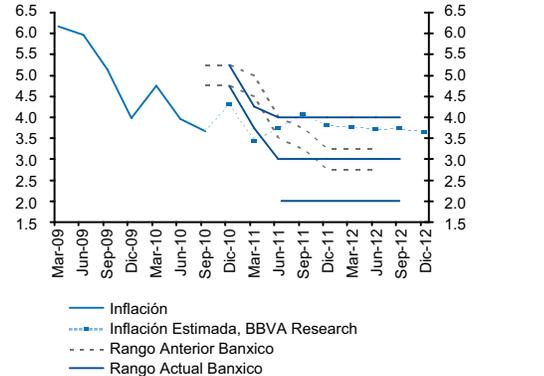
Expectativas de analistas sobre primer movimiento de Banxico encuesta mensual



Fuente: Banxico y BBVA Research

Gráfica 39

Inflación y rango de Banxico (% anual)



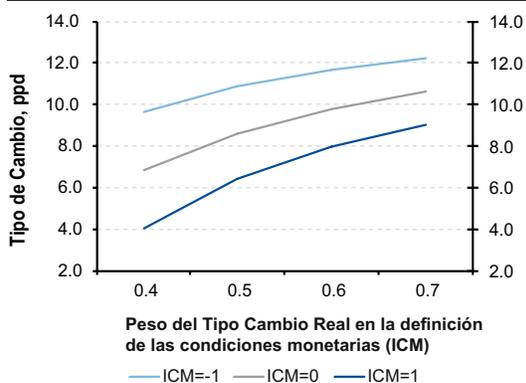
Fuente: Banxico y BBVA Research

El contexto es consistente con una pausa más prolongada, aunque existe cierta probabilidad de una bajada del fondeo. En caso de que en este escenario central de crecimiento moderado se den además tasas de inflación más bajas y tipo de cambio más apreciado de lo previsto en principio, es razonable considerar que Banxico optase por una reducción del fondeo a lo largo de 2011. La regla de decisión de Banxico a la hora de fijar su política de tasas no es automática en función de determinados umbrales numéricos de variables como crecimiento, inflación o tipo de cambio, pero sí que existen ciertos umbrales en estas variables a partir de los cuales la probabilidad de movimiento de tasas puede ser importante. Estos umbrales se pueden obtener a partir de reglas de decisión del estilo de la Regla de Taylor o de Índices de Condiciones Monetarias. A la incertidumbre sobre la especificación concreta de la regla de decisión se añade la de las previsiones que tiene el banco central para 2011 y a partir de qué niveles de las mismas puede reaccionar. En este caso, consideramos razonable tomar como referencia el nivel promedio que han registrado las tasas reales de corto plazo en el periodo de pausa monetaria iniciado en el verano de 2009, y una brecha de producto consistente con nuestras previsiones de crecimiento, la cual no es muy distinta de lo señalado por el banco central. Con este escenario de brecha de producto y considerando incluso cierto grado de incertidumbre en su estimación, un movimiento a la baja en la tasa de fondeo sería consistente con una inflación que permaneciera en niveles inferiores a 3.1%. Estas tasas se alcanzarán puntualmente en marzo de 2011 de acuerdo con nuestro escenario, pero el hecho de que sean resultado del efecto comparación con 2010 y la certidumbre del anclaje de las perspectivas de medio plazo sobre los precios por encima del objetivo de Banxico, nos hace pensar que la probabilidad de bajada es limitada. Alternativamente, la consideración del tensionamiento de las condiciones monetarias por el comportamiento más apreciado del tipo de cambio, nos hace creer que niveles por debajo de 11.3 ppd serían susceptibles de ser tomados en consideración por el banco central para plantear una bajada de fondeo. Estos niveles son muy dependientes del peso que dé Banxico al tipo de cambio en sus decisiones, de incierta cuantificación y cierta variación a lo largo del tiempo y siempre en un escenario de crecimiento positivo.

Por otro lado, en el mercado de dinero la demanda por activos financieros, principalmente de largo plazo, ha generado un aplanamiento de la curva de rendimientos gubernamental y una apreciación del tipo de cambio. El mencionado ambiente de búsqueda de rendimientos generado como consecuencia de las expectativas de una nueva ronda de estímulos monetarios por parte de la FED ha incrementado el apetito de los inversionistas por activos mexicanos. Si bien este aumento en la demanda se presentó desde principios del año cuando se anunció la posible inclusión de los bonos de México en el World Government

Gráfica 40

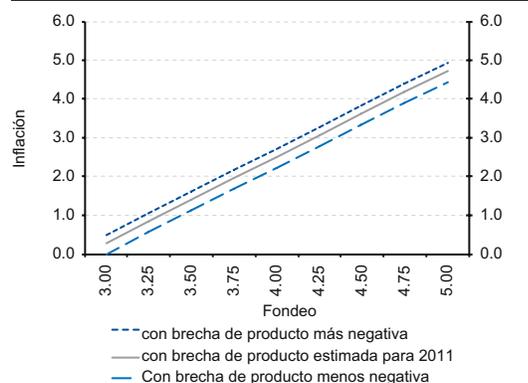
Umbral de tipo de cambio para distintos niveles de restricción monetaria



Fuente: BBVA Research

Gráfica 41

Consistencia entre fondeo e inflación



Fuente: BBVA Research

Bond Indes (WGBI) de Citibank, durante el mes de septiembre se observó la mayor entrada de capital del año, al alcanzar niveles de superiores a los 8,000 mdd. Cabe señalar que la entrada formal de los bonos mexicanos al WGBI se dio formalmente en este mes. En términos comparativos, la entrada de flujos a México, medida en relación con la capitalización del mercado, ha sido ligeramente mayor que la registrada en Brasil y en el conjunto de los países emergentes. No obstante, en materia cambiaria, la apreciación del peso durante las últimas semanas ha sido menor que la registrada por Brasil y el conjunto de los países emergentes, lo cual se explica, en parte, por la ausencia de medidas para depreciar la moneda por parte del Banxico, a diferencia de sus contrapartes en la región.

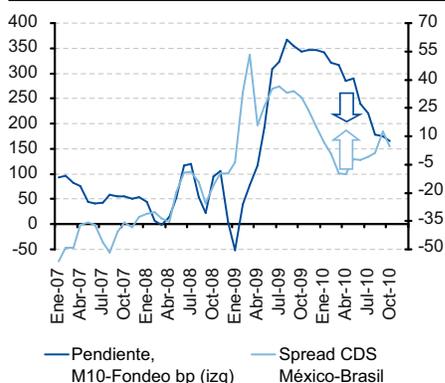
La demanda de bonos gubernamentales se ha concentrado en las emisiones a largo plazo, en donde tanto inversionistas extranjeros como Afores han llevado a una reducción de las tasas de más de 65pb desde junio pasado. En el corto plazo son, principalmente, los inversionistas extranjeros los que han llevado a una reducción de tasas que registra caídas ligeramente por encima de los 40pb desde junio pasado. De hecho, el flujo de inversión extranjera a bonos durante el mes de septiembre estuvo cerca del 50 por ciento del total. Cabe señalar que después de que se dieran a conocer las minutas de la reunión del FOMC, el mercado en los EEUU ha descontado un incremento en la inflación que se ha reflejado en un alza de las tasas de rendimiento de los bonos de largo plazo. En México, también se ha registrado un incremento en las tasas de largo plazo durante las últimas semanas, dada la incertidumbre sobre la implementación de las medidas de expansión monetaria a aprobar al comienzo de noviembre.

En lo que respecta a las perspectivas para el 2011 y, tomando en cuenta el grado de incertidumbre en la coyuntura actual, pensamos que la tasa del bono gubernamental a 10 años registrará un alza de niveles promedio de 5.9 por ciento en enero a niveles promedio de 6.6 en diciembre. En concordancia, la paridad podría registrar una depreciación de niveles promedio ligeramente mayores a los 12ppd en diciembre a niveles cercanos a los 12.30 ppp hacia finales del 2011. Estos niveles son consistentes con la idea de un incremento en las tasas de interés de largo plazo de los EEUU ante la expectativa de una mayor inflación como consecuencia de las acciones de la FED.

Por último, en su informe de inflación del 3T10, Banxico anunció una mejora en su esquema de comunicación consistente en tres medidas. Primero, la publicación, a partir de 2011, de las minutas sobre las reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las decisiones de política monetaria. Segundo, la reducción del número de fechas para realizar anuncios de política

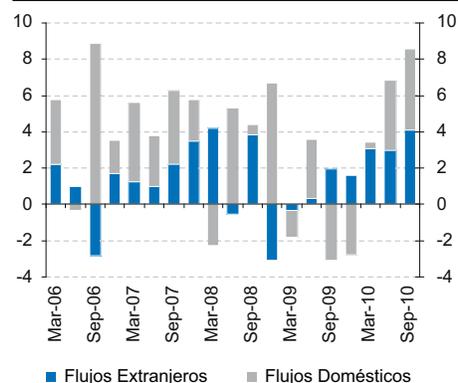
monetaria. Tercero, a partir del informe del 4T10 publicará sus pronósticos para las principales variables macroeconómicas utilizando Gráficas de Abanico (*Fan Charts*) que cuantifican la incertidumbre y su variabilidad en el tiempo. Mediante estas medidas el banco central busca incrementar la transparencia y transmitir más información al público, lo que representa un

Gráfica 42
Pendiente de la curva de rendimientos & Spread CDS



Fuente: Banxico y BBVA Research

Gráfica 43
Flujos al mercado de bonos
Miles de Millones de dólares



Fuente: Banxico y BBVA Research

avance hacia una conducción de la política monetaria más “madura”, en la que los agentes económicos forman sus expectativas incorporando toda la información disponible sobre la toma de decisiones de política monetaria. En lo concerniente al entorno global, Banxico comenta que los riesgos a la baja sobre el crecimiento se han incrementado, mientras que la inflación global se mantiene reducida por condiciones de debilidad económica y expectativas ancladas, e incluso con riesgos deflacionarios.

El informe no muestra cambios significativos en cuanto a los pronósticos de crecimiento en México, pues mantiene un 5 por ciento para 2010 y un intervalo de 3.2 a 4.2 por ciento en 2011. En el balance de riesgos para el crecimiento destaca que, como consecuencia de la perspectiva de un crecimiento más moderado en los EEUU y de los efectos adversos sobre la demanda mundial a consecuencia de la consolidación fiscal, entre otros; “los riesgos a la baja para la economía mexicana se han elevado”. Por otro lado, Banxico reitera que como consecuencia de la brecha de producto negativa, las variaciones negativas reales en la masa salarial y los elevados niveles de desocupación, el balance de riesgos inflacionarios ha mejorado. De hecho, con base en estas condiciones, revisa a la baja sus pronósticos de inflación para los próximos dos trimestres en 0.5 y 0.75, respectivamente. De esta manera se espera que la inflación anual se sitúe entre 4.25 y 4.75 en el 4T10 y entre 3.75 y 4.25 en el 1T11. Para el segundo trimestre de 2011 el instituto emisor prevé que la inflación se sitúe entre 3 y 4 por ciento y que a partir del tercer trimestre que ésta converja a niveles consistentes con la meta de inflación de 3 +/- 1 por ciento. En materia de riesgos continúa con la mención del comportamiento de los precios administrados y concertados y de los granos, pero añade, entre otros, el riesgo de movimientos abruptos en el tipo de cambio si se revierte la entrada de flujos de capital.

En suma, el instituto central deja claro que “el reto actual de la economía mexicana es mantener una tasa de crecimiento que conduzca a un mayor nivel de desarrollo” y que las condiciones actuales son consistentes con una prolongación de la pausa monetaria.

Recuadro 3. Política monetaria: tipo de cambio, inflación y bajada de fondeo

En un entorno consistente con una pausa monetaria prolongada, caracterizado por una recuperación económica muy moderada, sin tensiones relevantes de inflación y de entrada de flujos foráneos de capital; subyace la incertidumbre acerca de una posible baja de la tasa de fondeo durante 2011, así como de la influencia de las presiones de apreciación cambiaria sobre la postura de política monetaria del banco central.

Con el objetivo de analizar la política monetaria de Banxico ante el escenario actual, se calculan umbrales de variables como inflación, tipo de cambio y crecimiento económico, a partir de los cuales, reglas monetarias, como el caso de la regla de Taylor (RT) o el Índice de Condiciones Monetarias (ICM), indicarían un cambio en la postura del instituto central. Si bien, las decisiones esta institución no se basan exclusivamente en reglas, dado su enfoque preventivo y con perspectivas de medio plazo, los resultados obtenidos permitirán tener referencias a considerar para acotar la posibilidad de un cambio en la política monetaria.

En primer lugar, con base en la estimación de un Índice de Condiciones Monetarias con datos mensuales para el periodo 2000-2010 y considerando como referencia el nivel promedio que han registrado las tasas reales de corto plazo en el periodo de pausa monetaria (0.35%), se calculan niveles de tipo de cambio consistentes con una postura restrictiva de política monetaria, esto es, un $ICM=0$.

$$ICM_t = [(1 - \omega_{tc})(r_t - \bar{r})] - [\omega_{tc}(\varepsilon_t - \bar{\varepsilon})]$$

Donde: ICM_t denota la magnitud del Índice de Condiciones Monetarias; r_t es la tasa de interés real de corto plazo; \bar{r} es el nivel de equilibrio de largo plazo de la tasa de interés real; q_t es el tipo de cambio real; \bar{q} es el nivel de tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo; y ω_{tc} es el ponderador del tipo de cambio real en el ICM.

De acuerdo con el cuadro 1, existe una relación positiva entre el ponderador del tipo de cambio real en el ICM y el nivel de tipo de cambio nominal que indica una postura restrictiva. En general, se puede afirmar que con una

ponderación de entre 0.7 y 0.8 para el tipo de cambio real, consistente con una economía muy abierta como la mexicana, niveles de tipo de cambio por debajo de 11.3 ppd enviarían la señal de un posible incremento en la restricción monetaria. Asimismo, con todo lo demás constante, para niveles de tasas reales de corto plazo más altos, el tipo de cambio que señalaría la posibilidad de una eventual postura restrictiva se incrementa.

Por otro lado, con el objetivo de encontrar umbrales de inflación consistentes con una posible baja en la tasa de fondeo de Banxico, se estima una Regla de Taylor con datos trimestrales y considerando una tasa de fondeo neutral del 6 por ciento.

$$i_t = [1 - \omega_{it-1}] * [\bar{i} + (1.5 * (\pi_t - \bar{\pi})) + 0.5 * (y_t - \bar{y})] + [\omega_{it-1} * (i_{t-1})]$$

Donde: i_t es la tasa de fondeo del banco central en el periodo actual, $(\pi_t - \bar{\pi})$ es la brecha de inflación, $(y_t - \bar{y})$ es la brecha de producto, \bar{i} es una estimación de la tasa de fondeo neutral y ω_{it-1} es el ponderador que indica el grado de inercia del modelo.

De acuerdo con el cuadro 2, para un mismo nivel de brecha de producto, un nivel de fondeo más bajo es consistente si se observa una reducción en la inflación. En particular, si se utiliza como referencia el promedio trimestral de la brecha del producto estimada por BBVA Research para 2011 (-1.87), se puede afirmar que una reducción en la tasa de fondeo de 4.5 a 4.25 por ciento sólo es consistente si se observa que la inflación permanece debajo de 3.1 por ciento. Asimismo, para un nivel dado de fondeo, una brecha de producto menos negativa sólo es consistente si se observa una caída en la inflación.

En conclusión podemos afirmar que, niveles de tipo de cambio por debajo de 11.3 ppd son consistentes con un posible recorte en la tasa monetaria, dadas las condiciones actuales de tasas reales. Segundo, el recorte de la tasa de fondeo sería consistente además, de acuerdo al escenario económico de BBVA Research, con tasas de inflación por debajo de 3.1 por ciento.

Cuadro 1

Umbral de tipo de cambio indicativo de presiones de política monetaria restrictiva

Tasa Real Corto Plazo	Ponderador Tipo de cambio real						
	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
0.00	6.28	8.24	9.55	10.48	11.18	11.73	12.16
0.20	6.61	8.46	9.70	10.58	11.24	11.75	12.16
0.25	6.70	8.52	9.73	10.60	11.25	11.76	12.16
0.35	6.87	8.63	9.81	10.65	11.28	11.77	12.16
0.50	7.12	8.80	9.92	10.72	11.32	11.79	12.16
0.75	7.54	9.08	10.11	10.84	11.39	11.82	12.16
1.00	7.96	9.36	10.29	10.96	11.46	11.85	12.16
1.50	8.80	9.92	10.67	11.20	11.60	11.91	12.16
2.00	9.64	10.48	11.04	11.44	11.74	11.98	12.16
2.25	10.06	10.76	11.23	11.56	11.81	12.01	12.16
2.50	10.48	11.04	11.42	11.68	11.88	12.04	12.16

Fuente: BBVA Research

Cuadro 2.

Umbral de inflación para distintos niveles de brecha de producto y consistente con cambios en la tasa de fondeo

Brecha de Producto	Fondeo (%)							
	3.00	3.50	4.00	4.25	4.50	5.00	5.50	6.00
-5.00	1.33	2.44	3.56	4.11	4.67	5.78	6.89	8.00
-4.50	1.17	2.28	3.39	3.94	4.50	5.61	6.72	7.83
-4.00	1.00	2.11	3.22	3.78	4.33	5.44	6.56	7.67
-3.62	0.87	1.98	3.10	3.65	4.21	5.32	6.43	7.54
-3.00	0.67	1.78	2.89	3.44	4.00	5.11	6.22	7.33
-2.50	0.50	1.61	2.72	3.28	3.83	4.94	6.06	7.17
-1.87	0.29	1.40	2.51	3.07	3.62	4.73	5.85	6.96
-1.50	0.17	1.28	2.39	2.94	3.50	4.61	5.72	6.83
-1.00	0.00	1.11	2.22	2.78	3.33	4.44	5.56	6.67

Fuente: BBVA Research

5. Violencia y crecimiento: sí hay relación

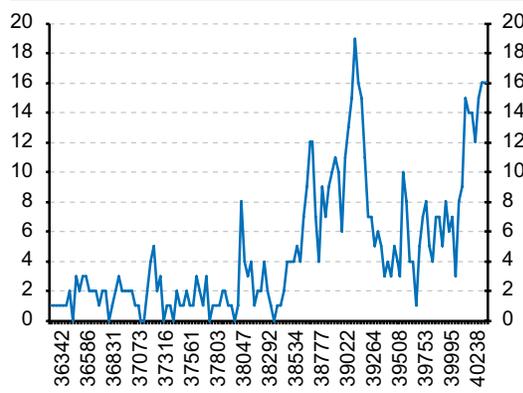
Existe una percepción creciente de que la violencia puede estar suponiendo un freno al desempeño económico actual de la economía mexicana. Hay un creciente flujo de noticias que refleja el aumento del nivel de violencia en México, especialmente en algunos estados de la frontera norte del país. Las estimaciones del número de muertos en sucesos relacionados con el crimen organizado oscilan entre 23 y 32 mil personas desde 2006, según cifras oficiales. Así, los problemas vinculados con la inseguridad pública son ya percibidos como el principal factor de freno al ritmo de crecimiento en la economía mexicana por el 16% de los encuestados mensualmente por Banxico¹. Los impactos de esta situación en lo que se refiere al estrecho ámbito de lo económico en el que aquí nos centramos no pueden ser despreciables². No obstante, hay que apuntar también que el orden de magnitud del costo de la violencia que presentamos en esta sección es parcial en la medida en que es muy posible que el costo actual pueda ser muy inferior al valor presente del costo económico a largo plazo de la violencia en el futuro si crece el poder del narcotráfico.

La violencia impacta transversalmente en la economía aumentando los costos de producción y transacción y reduciendo la acumulación de capital físico y humano. Un entorno de violencia³ eleva los costos de producción por el necesario aumento de las medidas de seguridad y los de transacción por el deterioro del entorno institucional. A igualdad de todo lo demás, el nivel de precios de equilibrio será mayor y el de actividad menor que en una situación sin violencia. Desde el punto de vista de la acumulación de factores productivos, de capital físico y humano, la violencia también impacta negativamente, por lo que reduce la capacidad de crecimiento de la economía en el medio plazo.

La cuantificación del impacto de la violencia es muy dependiente de supuestos realizados a priori. Para aproximar una cuantificación es necesario definir la variable a considerar como representativa del fenómeno en cuestión. En este análisis se eligió la respuesta “problemas de inseguridad pública” a la pregunta de qué factores pueden limitar el crecimiento en la encuesta recogida por Banxico⁴.

Gráfica 44

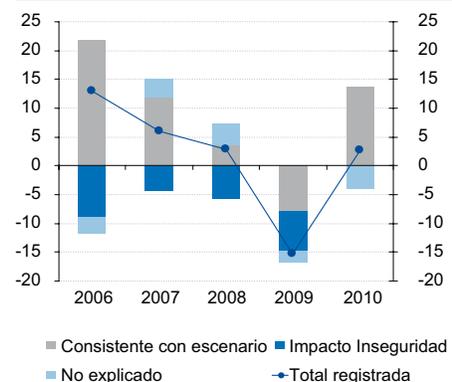
México, la inseguridad pública como factor que limita el ritmo de la actividad económica (% respuestas)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 45

México, Inversión Privada, impacto de los problemas de inseguridad pública % a/a



Fuente: BBVA Research

1 La encuesta del Banco de México recaba la opinión de 32 grupos de análisis y consultoría económica del sector privado nacional y extranjero.

2 Para una perspectiva más amplia sobre la violencia, se puede consultar “Informe mundial sobre la violencia y la salud”, de la Organización Mundial de la Salud.

3 De acuerdo a la definición de la Organización Mundial de la Salud (OMS), la violencia es el uso intencionado de la fuerza, efectivo o implícito, contra personas, grupos o comunidades y con resultado de muerte o lesiones físicas o psicológicas.

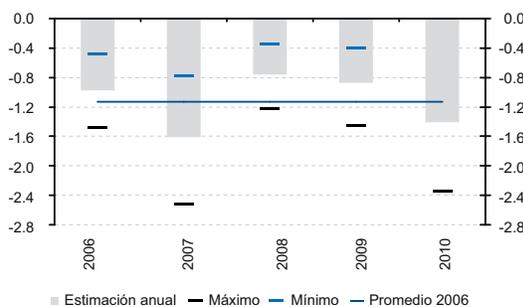
4 se trata de una serie de datos de frecuencia elevada, con muestra temporal de más de 10 años y difusión oportuna.

Desde una perspectiva de análisis de serie temporal, parece que sí que existe un impacto de los problemas de inseguridad pública en el crecimiento, aunque su cuantificación es incierta. Parece razonable pensar que la inversión privada es la variable más directamente afectada por un entorno percibido como inseguro y sobre la que se dispone además de un modelo de comportamiento estadísticamente apropiado, basado en su dependencia de las expectativas de beneficio de las compañías -y por lo tanto de los costos de producción que afrontan- que depende tanto de la expectativa de demanda interna como la externa. Además, el costo financiero que han de pagar para abordar los proyectos de inversión también es una variable que se toma en consideración en la especificación. Si además, se incluye como variable explicativa la referida de la encuesta de Banxico convenientemente transformada⁵, la distancia, el error entre la inversión privada registrada y la estimada, se reduce (ver gráfica adjunta). Además, a partir de cierto umbral el impacto es similar. Con todo, resulta factible que la inversión privada en México se haya podido ver frenada por la violencia. (ver gráfica adjunta). Si ese impacto sobre la inversión privada se llevase mecánicamente al PIB, resultaría un efecto a la baja en el crecimiento del periodo 2006-10 de 1.1 puntos en promedio anual. Esta cifra esta sujeta a la incertidumbre propia de la estimación, de modo que resulta apropiado hablar de un rango del 0.5 -1.8 pp al 70% de confianza.

No es esta la única metodología que se puede emprender para cuantificar el impacto de la violencia en la economía. Alternativamente se puede considerar el estudio en paralelo de distintas economías a lo largo del tiempo, a través del análisis de datos de panel. En el recuadro anexo, se muestra un estudio de este tipo para una muestra de 10 países de América Latina, si bien con datos de 1980 a 2005. Los resultados sugieren que reducciones significativas en la tasa de homicidios -proxy disponible en este caso de la variable "violencia"- serían consistentes con mayores aumentos de la renta per capita tanto por su impacto directo en el crecimiento como a través de la acumulación de capital. En concreto, las estimaciones apuntan a que reducir 10 puntos porcentuales el ritmo de variación de la tasa de homicidios resulta consistente con un impacto al alza en el crecimiento del PIB per capita de hasta 0.5

Gráfica 46

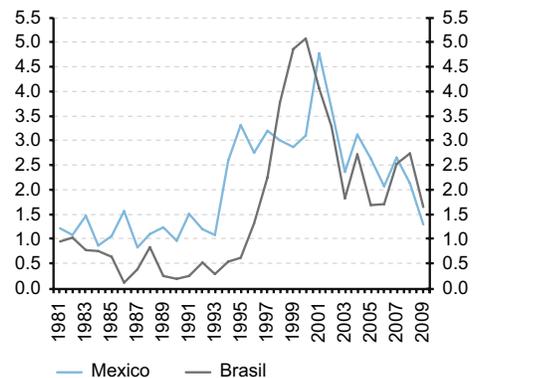
México, PIB. Impacto en el crecimiento del PIB de la menor inversión por inseguridad pp



Fuente: BBVA Research

Gráfica 47

Inversión Extranjera Directa, % PIB



Fuente: BBVA Research

puntos porcentuales, estimación centrada en un rango entre 0.3 y 0.7 puntos porcentuales. Finalmente, es importante señalar que los resultados de estos análisis no pretenden estimar un efecto puntual sino que representan un intento por tratar de inferir al menos la existencia de un signo negativo en la elasticidad de la violencia sobre el crecimiento, algo que sí que parece razonable destacar, y que parece ser compatible con los datos.

⁵ Es factible considerar que la violencia afecta al desempeño económico a partir de cierto umbral, y que superado ese umbral, el impacto se mantiene constante. Por ello hemos transformado la variable en otra dicotómica, con valor 0 cuando es inferior al promedio histórico y 1 cuando lo supera.

Recuadro 4: Violencia y crecimiento en Latinoamérica, una aproximación con análisis de datos de panel

En las últimas tres décadas, América Latina ha crecido a una tasa anual promedio de 2.9%, por debajo de la tasa de crecimiento de 3.3% a nivel mundial y a la mitad del crecimiento de los denominados Tigres Asiáticos de 6% y el grupo de países más recientemente destacados, los denominados BRIC's (Brasil, Rusia, India y China) con una tasa promedio anual del 5.3%. Ello a pesar de sus ventajas en términos de recursos naturales, reformas macroeconómicas emprendidas o una población joven y con relativamente altas tasas de crecimiento. Identificar las causas de ese menor desempeño es sin duda una tarea compleja y difícil. A lo largo de la literatura se pueden encontrar un sinnúmero de estudios que con diversos enfoques tratan de explicar este fenómeno. La falta de dotaciones apropiadas de capital tanto físico como humano o el papel del entorno institucional en el crecimiento de los países son los factores más relevantes considerados en la literatura. Más recientemente han surgido algunos estudios que tratan de estimar el impacto de la violencia en el crecimiento, que son útiles para intentar responder la pregunta de cuál es el impacto de la violencia en el crecimiento⁵.

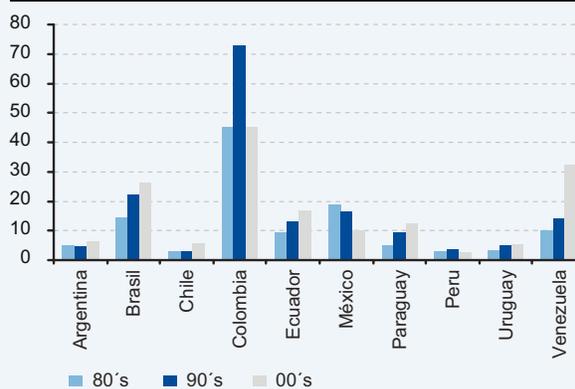
En el pasado reciente, América Latina ha experimentado episodios de violencia aguda, como en los golpes de estado de los 70's principalmente en América del Sur, las guerras civiles y guerrillas de Centroamérica sobre todo en los 80's y principios de los 90's, así como movimientos sociales caracterizados por la violencia que van desde las maras en El Salvador hasta el crimen organizado ligado al narcotráfico en Colombia y México.

La disponibilidad de datos hace que la variable comparable como proxy de "violencia" sea la tasa homicidios (por 100 mil hab.) Así, el nivel promedio de violencia en América Latina en la primera mitad de la década actual medido como la tasa de homicidios por 100 mil hab. es de 20.9 casi el doble del promedio mundial de 11.0⁶. Niveles tan elevados podrían estar teniendo un efecto adverso y significativo en la economía de los países de la región, al inhibir la inversión productiva y el capital humano y talento de sus economías, desincentivar la acumulación de riqueza y afectando la salud tanto física como emocional de los habitantes. De los diez

países en el panel⁷, Colombia, Venezuela y Brasil, presentan las tasas de homicidios (por 100 mil hab.) promedio más altas en la región (con datos entre 1980 y 2005). Como se puede observar en la gráfica, en comparación con los 80's, en la primera mitad de la última década la violencia en casi todos los países de la región se ha incrementado salvo pocas excepciones, como es el caso de México (si bien esta situación se ha revertido en los últimos años).

Gráfica 47

Tasa promedio de homicidios por 100,000 habitantes



Fuente: OMS, ONU y BBVA Research

Analizar los efectos de la violencia en el crecimiento de los países de la región es un reto en varios aspectos. Empezando por el hecho de que las estadísticas son escasas e incompletas y muchas veces a nivel nacional no son comparables con otros países. La OMS provee de estadísticas de mortalidad clasificadas por causa, entre ellas homicidio, para casi todos los países, pero desafortunadamente, los datos más recientes llegan solamente a 2004 ó 2005 en el mejor de los casos⁸.

Este recuadro analiza el efecto de la violencia en la tasa de crecimiento per capita en América Latina y en la acumulación de capital (inversión como porcentaje del PIB). Para el primer objetivo se usa una especificación estándar de un modelo de crecimiento donde la variable dependiente es la tasa de crecimiento del PIB per capita y se incluyen como variables

5 Giménez, G. (2007). Violence and Growth in Latin America. Economical Analysis Working Papers.

6 BBVA Research en base a datos de la Organización Mundial de la Salud (OMS) & y la Oficina de las Naciones Unidas contra la Droga y el Delito (UNODC).

7 Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, El Perú, Uruguay y Venezuela. Países seleccionados de acuerdo a la disponibilidad de datos.

8 Disponible en Internet en: <http://www.who.int/healthinfo/morttables/en/index.html>

explicativas de control además de las que en la literatura tanto empírica como teórica se suelen considerar relevantes, una variable representativa de “violencia” medida como la tasa de homicidios por 100 mil hab.

En específico, en el modelo de crecimiento, ecuación (1), se incluye como variables de control: la inversión, medida como su ratio sobre PIB (%); una variable de capital humano, medida como la tasa de inscripción en educación secundaria (% de la inscripción bruta); y el grado de apertura comercial de la economía, medida como la suma de importaciones y exportaciones a PIB (%). Se estima el modelo tomando diferencias ya que en niveles los resultados no fueron aceptables. Específicamente, en el primer modelo, la variable dependiente se incluye como el cambio en el crecimiento per cápita mientras que la variable de violencia se introduce como la variación absoluta de su tasa porcentual de crecimiento. Además, con el fin de analizar si el nivel previo de crecimiento de la violencia y no solo su variación absoluta tienen también un impacto, se incorpora esta variable con un retardo.

Para el modelo de acumulación de capital, ecuación (2), se usa una especificación similar también en diferencias. Las únicas dos variantes son la introducción como regresores de la variable de crecimiento per cápita y la sustitución de la variable representativa de capital humano⁹ por una tasa de interés real de los préstamos como representativa del costo real de uso del capital que afronta la economía¹⁰.

$$\Delta CPC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CPC_{it-1} + \beta_2 \Delta INV_{it} + \beta_3 \Delta CAH_{it} + \beta_4 \Delta APE_{it} + \beta_5 \Delta VLA_{it} + \beta_6 \Delta VLA_{it-1} + \mu_{it} \quad (1)$$

$$\Delta INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 INV_{it-1} + \beta_2 \Delta CPC_{it} + \beta_3 \Delta TAS_{it} + \beta_4 \Delta APE_{it} + \beta_5 \Delta VLA_{it} + \beta_6 \Delta VLA_{it-1} + \mu_{it} \quad (2)$$

donde Δ denota la primera diferencia (variación absoluta), i denota el país, t el año, CPC el PIB per capita, INV denota el ratio de inversión, CAH es la variable de capital humano, APE representa el ratio de apertura comercial, TAS es el costo real del uso de capital, VLA es la variable de violencia, μ es el término de error

Para la estimación, se utilizó la metodología de panel de efectos fijos, que permite controlar en el modelo por aquellos factores omitidos y específicos de cada país y que son fijos en el tiempo, muchas veces inobservables y por lo mismo difíciles de capturar o medir con cierta variable. Sin embargo, esta aproximación tiene la desventaja de que no controla por la potencial endogeneidad entre las variables, es decir, la posible correlación de las variables explicativas con el término de error, que puede ser debida a la presencia de causalidad desde la variable dependiente a las independientes del modelo. En particular, la variable que se usa en el modelo para capturar el grado de violencia, podría presentar una causalidad bidireccional con el ingreso per capita. Es decir, parecería razonable pensar que a menor ingreso per capita —bienestar económico por habitante menos favorable— las muertes por homicidio tienden a aumentar como reflejo de la disputa por recursos relativamente más escasos.

En el cuadro num. 3 se presentan los resultados obtenidos para ambos modelos en las dos especificaciones descritas. Por un lado, en el modelo de crecimiento se observa un proceso de convergencia en la variación de la tasa de crecimiento del PIB per capita y que la formación de capital contribuye con 0.6 puntos porcentuales en el crecimiento per cápita por cada punto porcentual que se incrementa¹¹. Además, los resultados sugieren que la violencia impacta directamente en la tasa de crecimiento del PIB en 0.03 puntos porcentuales por cada uno por ciento que ésta aumenta, con un rango entre 0.01 y 0.06 (rango de confianza al 95%). En otras palabras, considerando el dato proporcionado por el Banco Mundial a 2008 de crecimiento de PIB per capita de México de 0.75%, si la tasa de crecimiento de la tasa de homicidios se reduce un 10%, ello resultaría consistente con un crecimiento del PIB per capita cercano al 1.1%¹².

Al considerar conjuntamente los resultados obtenidos en ambos modelos, se puede concluir que existe evidencia que los niveles de violencia en América Latina tienen por un lado, un efecto directo adverso sobre el crecimiento per capita, y por otro lado, un efecto negativo indirecto vía la acumulación

9 Debido a la menor disponibilidad de datos para la variable de capital humano en relación con el resto de variables explicativas en el panel de países, al introducir esta variable en el modelo de crecimiento las observaciones se reducen considerablemente. Por ello, estimamos también un modelo que la excluye, logrando multiplicar por tres las observaciones disponibles. Un ejercicio análogo se realiza en el modelo de inversión y la tasa real de préstamo.

10 Adicionalmente, también se introduce un rezago del nivel de la variable dependiente para controlar por convergencia.

11 A este respecto, existe un debate en la literatura sobre los efectos de una mayor apertura comercial sobre el PIB per capita. Algunos autores resaltan que la relación es empírica, depende de cada caso, existiendo razones tanto para un signo positivo como negativo para la elasticidad de la apertura comercial al crecimiento. Así, dependiendo del periodo muestral considerado o de las características de la economía en cuestión, un país más abierto al comercio internacional puede bien sufrir ajustes derivados de su vulnerabilidad a choques externos o bien un mayor grado de apertura externa puede suponer un amortiguador. Factores como la especialización productiva y geográfica serán determinantes del signo del impacto (Frankel, 2005).

12 Hay que señalar que esta oscilación de la tasa de homicidios por 100 mil habitantes es bastante factible dado que su variación porcentual tiene una volatilidad cercana a los siete puntos porcentuales.

de capital. Así, las cifras obtenidas en el modelo de inversión sugieren que una reducción en los niveles de violencia del 10%, permitirían aumentar el ratio de inversión (% del PIB) en 0.4 puntos porcentuales. En el caso de México, en el año 2005, con una tasa de homicidios del 9.5 por cien mil habitantes, si esta se redujera en 10% al 8.6, el aumento producido en la inversión de 0.4 puntos se vería reflejado en un aumento en el PIB per capita de 0.2 puntos porcentuales (0.4×0.6). De manera, que al considerar este impacto indirecto vía la acumulación de capital, más el impacto directo de 0.3 puntos porcentuales sobre el PIB por habitante, se obtiene un efecto conjunto de 0.5 puntos porcentuales sobre la tasa

de crecimiento del PIB per capita. Por ejemplo, en el caso de la economía mexicana, el dato de 0.75% para 2008 podría haberse situado hasta el 1.3% si la violencia hubiese caído en esa magnitud.

Con todo, es importante recordar que los resultados de este análisis no pretenden estimar un efecto puntual del fenómeno de la violencia creciente sobre las economías de América Latina, sino que representan un intento por tratar de inferir en la medida de lo posible dada la información disponible, el efecto adverso que la violencia ejerce sobre el crecimiento por habitante en la región.

Cuadro 3.

Estimaciones de Panel, LATAM (1980-2005)

Metodología: Efectos Fijos	Variables dependientes:			
	Δ Crecimiento per cápita (pp)	Δ Crecimiento per cápita (pp)	Δ Acumulación del capital (pp)	Δ Acumulación del capital (pp)
Variables independientes:				
PIB per cápita (t-1), CPC_{it-1}	-0.935***	-0.897***		
Ratio Inversión (t-1)/ INV_{it-1}			-0.369**	-0.330**
Δ PIB per cápita, ΔCPC_{it}			0.091	0.115
Δ Ratio Inversión, ΔINV_{it}	0.887**	0.595***		
Δ Capital Humano, ΔCAH_{it}	0.010			
Δ Tasa de interés real de crédito, ΔTAS_{it}			0.0001	
Δ Ratio Apertura Comercial, ΔAPE_{it}	-0.112	-0.164*	0.007	0.041
Δ Violencia, ΔVLA_{it}	-0.053	-0.027*	-0.039***	-0.034***
Violencia (t-1), VLA_{it}	-0.099	-0.028	-0.061	-0.069***
Observaciones	60	197	147	197
ρ	0.260	0.162	0.109	0.100

Nota: ***, ** & * denota 1%, 5% & 10% de significancia estadística, respectivamente.

6. Previsiones

Cuadro 4

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2008	2009	2010	2011	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Indicadores Macroeconómicos												
PIB (variación % real)	0.0	-2.6	2.7	2.3	2.4	3.0	3.0	2.3	1.9	2.1	2.4	2.5
Consumo personal (var. % real)	-0.3	-1.2	1.5	1.8	0.8	1.7	1.7	1.9	1.8	1.7	1.8	1.7
Consumo gobierno (var. % real)	2.8	1.6	1.0	1.9	1.1	0.6	0.7	1.5	2.3	1.8	1.8	1.8
Inversión fija bruta (var. % real)	-6.4	-18.3	5.3	6.3	-2.0	5.1	8.0	10.3	10.4	6.7	4.6	3.7
Construcción ¹	-24.0	-22.9	0.9	3.8	-6.2	4.9	2.2	3.3	7.5	2.2	2.9	2.8
Producción industrial (var. % real anual)	-3.3	-9.2	5.7	4.6	2.7	7.2	6.5	6.2	5.5	4.7	4.3	3.8
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-4.6	-2.7	-3.8	-4.4	-3.1	-3.4	-4.0	-4.8	-5.0	-4.1	-3.9	-4.5
Inflación anual (fin de periodo)	0.1	2.7	0.9	1.1	2.3	1.1	1.1	0.9	1.0	1.6	1.2	1.1
Inflación anual (promedio de periodo)	3.8	-0.4	1.6	1.2	2.4	1.8	1.2	1.0	1.0	1.4	1.3	1.2
Balance fiscal primario ² (% del PIB)	-3.2	-10.0	-10.8	-8.9	-	-	-	-10.8				-8.9

Cuadro 5

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	4.5	3.4	-9.1	-8.6	-6.2	-2.3	4.3	7.7	4.2	1.9
Por habitante en dólares	10,308	8,097	9,533	10,388	7,421	8,034	8,356	8,576	8,949	9,468	9,810	9,904
Miles de millones de dólares	1,098	876	1,018	1,139	806	858	893	949	1,000	1,031	1,002	1,038
Inflación (% , prom.)												
General	5.1	5.3	4.2	3.8	6.2	6.0	5.1	4.0	4.8	4.0	3.7	4.3
Subyacente	4.9	5.3	4.0	3.1	5.8	5.6	5.1	4.6	4.6	4.1	3.7	3.7
Mercados Financieros (% , fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	7.9	5.4	4.5	4.5	6.8	4.8	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
Cetes 28 días	7.9	5.4	4.5	4.0	7.0	5.0	4.5	4.5	4.5	4.6	4.4	4.0
TIIE 28 días	8.3	5.9	4.9	4.9	7.7	5.3	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
Bono 10 años (% , prom.)	8.9	8.0	6.8	6.3	8.0	7.9	8.1	8.0	7.8	7.2	6.3	5.8
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	11.1	13.5	12.5	12.0	14.4	13.3	13.3	13.1	12.8	12.4	12.6	12.2
Finanzas Públicas*												
RFSP (% del PIB)	-1.6	-2.7	-3.2	-2.7	--	--	--	-2.7	--	--	--	-3.2
Sector Externo												
Balanza comercial (mmd)	-17.3	-4.6	-13.7	-15.9	-2.3	0.4	-2.8	0.0	0.4	-0.1	-7.3	-6.8
Cuenta corriente (mmd)	-15.9	-5.2	-12.7	-14.0	-1.2	0.4	-3.7	-0.7	-0.5	-0.6	-6.4	-5.2
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.5	-0.6	-1.2	-1.3	-0.6	0.2	-1.7	-0.3	-0.2	-0.2	-2.4	-1.9
Petróleo (mezcla mexicana, dpb, fdp)	84.4	57.6	70.7	75.7	39.4	56.2	64.3	70.3	71.5	69.9	70.2	71.4
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	2.0	-3.1	3.1	3.4	-2.3	-3.8	-3.9	-2.3	1.1	3.8	4.0	3.6
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.0	5.5	5.2	4.5	4.9	5.6	5.8	5.5	5.3	5.5	5.2	5.0

Cuadro 5

Indicadores y Pronósticos México

	2008	2009	2010	2011	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10
Demanda Agregada³ (Var % anual. desestacionalizada)												
Demanda Agregada Total	1.9	-9.6	8.4	5.1	-13.1	-13.6	-9.4	-1.8	7.8	12.8	8.0	5.4
Demanda interna	2.2	-6.1	2.3	3.3	-6.8	-7.6	-5.7	-4.4	2.0	4.4	2.2	0.6
Consumo	1.7	-5.1	2.6	2.9	-6.6	-6.6	-4.0	-3.0	3.0	4.9	2.5	0.2
Privado	1.9	-6.2	2.7	3.2	-8.2	-7.7	-4.9	-3.7	3.4	4.7	2.5	0.4
Público	0.9	2.3	1.9	1.3	4.2	1.3	2.2	1.4	0.5	5.7	2.4	-1.0
Inversión	3.9	-9.9	1.2	4.8	-7.3	-11.3	-11.5	-9.3	-1.2	2.7	1.1	2.2
Privado	2.9	-15.3	3.8	8.0	-13.0	-18.0	-17.0	-13.2	-1.5	2.9	4.8	9.3
Público	7.9	10.8	-6.4	-5.5	15.6	15.9	9.1	3.8	-0.5	2.1	-9.6	-17.2
Demanda Externa	0.7	-15.1	25.6	10.0	-23.2	-24.6	-15.7	6.8	23.5	34.3	26.2	19.5
Importaciones	3.1	-18.5	21.7	10.0	-24.9	-27.7	-18.6	0.0	20.0	31.3	20.2	16.6
PIB por sectores (var. % anual. desestacionalizada)												
Primario	1.2	1.8	2.1	2.1	1.8	2.3	1.6	1.7	-0.7	4.0	2.6	2.4
Secundario	-0.6	-7.2	5.3	2.9	-11.5	-9.0	-6.4	-2.1	6.1	7.3	4.7	3.1
Minería	-1.4	1.0	3.7	3.4	-1.1	1.2	2.4	1.4	4.1	4.2	3.6	3.1
Electricidad	-2.1	1.2	2.6	3.0	-2.3	-0.3	3.9	3.2	1.6	2.9	2.3	3.8
Construcción	0.6	-7.5	-0.4	4.9	-9.6	-6.2	-7.2	-6.9	-3.3	-2.0	-0.4	3.9
Manufactura	-0.6	-10.1	8.4	2.1	-15.2	-14.1	-9.4	-1.8	10.8	12.7	7.2	2.8
Terciario	3.1	-6.6	4.5	3.3	-7.9	-9.5	-6.3	-2.9	4.4	6.9	4.6	2.1
Comercio	2.3	-14.4	11.5	5.6	-19.2	-18.8	-16.1	-3.7	14.9	17.3	10.0	3.6
Transporte, correos y almacenamiento	0.2	-8.1	7.2	4.3	-11.6	-11.9	-7.5	-1.3	6.7	10.1	7.2	4.9
Información en medios masivos	8.1	1.6	6.3	4.6	-0.7	1.7	1.9	3.4	6.0	4.2	7.6	7.3
Serv. financieros y de seguros	19.1	-3.7	2.2	1.9	-0.6	-5.7	-2.2	-6.5	0.7	5.8	0.6	1.5
Serv. inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles	3.2	-5.3	1.6	3.4	-8.2	-6.2	-3.7	-3.1	2.9	0.9	2.7	-0.3
Serv. profesionales, científicos y técnicos	3.1	-5.3	-0.4	2.0	-2.7	-3.6	-5.8	-9.1	-3.7	-3.7	3.2	2.6
Dirección de corporativos y empresas	-2.8	-3.5	-1.2	0.0	-0.5	-0.8	-4.2	-8.5	-2.1	-2.7	0.8	-0.8
Serv. de apoyo a los negocios, serv. de remediación	1.8	-5.3	2.0	1.5	-3.3	-5.4	-5.9	-6.4	-0.9	1.6	4.6	2.6
Serv. educativos	1.6	-4.5	4.4	2.0	-0.1	-16.3	-0.7	-0.9	0.0	13.6	2.5	1.4
Serv. de salud y de asistencia social	-1.2	-0.1	-3.5	1.3	-2.7	4.2	-0.9	-1.2	0.6	-10.5	-1.9	-2.4
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	1.3	-2.3	1.6	1.9	-2.8	-3.4	-2.6	-0.6	-0.9	1.9	2.9	2.4
Serv. de alojamiento temporal y Prep. de alim. y beb.	0.8	-9.6	3.6	1.6	-8.0	-17.0	-8.4	-5.0	-2.0	11.6	2.8	1.8
Otros Serv. excepto actividades del gobierno	0.6	-2.6	-1.0	2.2	-2.1	-4.5	-1.7	-2.2	-1.5	-1.1	-0.3	-1.1
Actividades del gobierno	1.2	3.7	2.4	-0.2	5.9	5.6	2.1	1.1	0.6	8.5	1.0	-0.5

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

3: Base 2003=100. Los datos observados del sector primario, secundario y terciario desestacionalizado por INEGI, el resto ajuste estacional propio

fdp: fin de periodo

mmd: miles de millones de dólares

dpb: dólares por barril

RFSP: Requerimientos Financieros del Sector Público

nd: no disponible

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

Fuente: BBVA Research con datos de Buró del Censo, Reserva Federal, Buró de Estadísticas Laborales, Banxico, INEGI y SHCP

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BBVA 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 / Gobierno Corporativo".

Consejo Editorial

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

Han elaborado esta publicación

Editor

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Liliana Castilleja
liliana.castilleja@bbva.bancomer.com

Pedro Uriz
pedro.uriz2@bbva.bancomer.com

Iván Martínez
ivan.martinez.2@bbva.bancomer.com

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.bancomer.com

Cecilia Posadas
c.posadas@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
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

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 Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.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 México:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.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

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Mexico
Avda. Universidad 1200
Colonia Xoco
C.P. 03339 México D.F.
Teléfono: + 52 55 56216620
E-mail: researchmexico@bbva.bancomer.com

Otras publicaciones:

