

# Situación México

Tercer trimestre 2010

## Análisis Económico

- México, expuesto a lo mejor del entorno externo, sigue esperando una recuperación más sólida del consumo de los hogares.
- Inflación, cayó en la primera mitad de 2010 y subirá en la segunda; pero sin presiones para que Banxico toque tasas hasta el segundo trimestre de 2011.
- Finanzas públicas, por primera vez congruentes con el ciclo económico, aunque las vulnerabilidades de mediano plazo permanecen.



# Índice

1. En Resumen.....	2
2. Entorno global .....	5
3. México, expuesto a lo mejor del entorno externo.....	8
Recuadro 1: Vulnerabilidad externa de México: fundamentales y ciclo.....	14
Recuadro 2: Finanzas públicas, por primera vez congruentes con el ciclo económico.....	15
4. A la espera de la recuperación del gasto de los hogares.....	20
5. Perspectivas.....	23
Recuadro 3: Una estimación del impacto del Paquete Fiscal 2010 en la Inflación .....	34
6. Previsiones.....	35

**Fecha de cierre: 28 de julio de 2010**

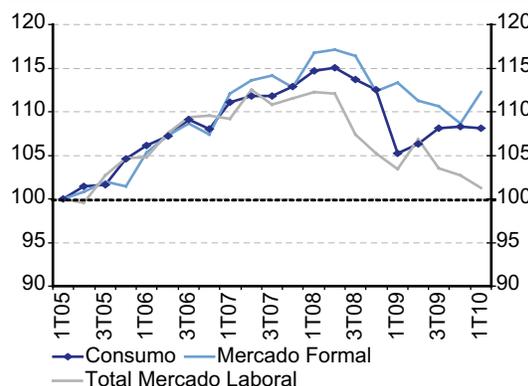
# 1. En Resumen

**La economía mexicana se mantiene en una senda de recuperación apoyada en su integración con EEUU.** Tras la leve caída del PIB en el 1T10, en el 2T10 México ha vuelto a crecer a tasas cercanas al 1% trimestral apoyado en el impulso cíclico de la demanda procedente de EEUU. A lo largo de los pasados meses se ha mantenido la expansión de las exportaciones y en general de las actividades manufactureras más ligadas a la demanda externa, la producción de bienes de consumo duradero. Se repite así el patrón de comportamiento clásico en la economía mexicana, con un ciclo que evoluciona determinado por el de su socio económico. Ese impulso cíclico que lo llevará a crecimientos cercanos al 4.5% en 2010 se ha visto apoyado, o al menos no frenado, por un coste de uso del capital, de la financiación del sector público y privado, y unas expectativas de los agentes que no han sufrido los embates de la incertidumbre reinante en Europa, muy lejos de México por lo que hemos visto este trimestre.

**La lejanía de Europa y la certidumbre y compromiso con la consolidación fiscal de México están siendo un factor de apoyo.** No se trata únicamente de que el peso de las exportaciones a Europa sea reducido —el 1% del PIB mexicano en el caso de las ventas de bienes no petroleros—, es que además si algo caracteriza a México es su certeza fiscal, lo contrario de la percepción que los mercados tienen con Europa. México tiene un déficit público reducido, que no llegó al 3% del PIB en 2009 y que se acercará al 2% en 2010, atado por una regla anual y con un compromiso con la sustentabilidad fiscal reflejado en una subida de impuestos —y ajuste de gasto— decididos en plena recesión de 2009. Con ello, paradójicamente, dos de las principales vulnerabilidades de la economía mexicana desde una perspectiva de medio plazo, su dependencia de un único socio económico y una política fiscal rígida, con poca capacidad de estabilización cíclica —si no lo contrario hasta hace un par de años—, se han tomado en fortalezas en 2010. Pero estas fortalezas cíclicas, no dejan de ser vulnerabilidades en el medio plazo. La primera, por la excesiva dependencia con EE.UU. y porque no existe un punto de apoyo comparable en fuentes de crecimiento domésticas; y la segunda porque un aumento de impuestos que cambia mínimamente el mix petroleros vs no petroleros no puede hacer olvidar el carácter pro cíclico del gasto —a través de participaciones a los estados directamente dependientes de los ingresos o de la falta de estabilizadores automáticos— o las distorsiones en las decisiones de los agentes que produce un sistema impositivo lleno de exenciones y regímenes especiales. Con todo, el ajuste del déficit público y la limitada presión de la demanda interna privada han supuesto una apelación menor al ahorro externo para financiar la economía mexicana, otro elemento de tranquilidad para los mercados.

Gráfica 1

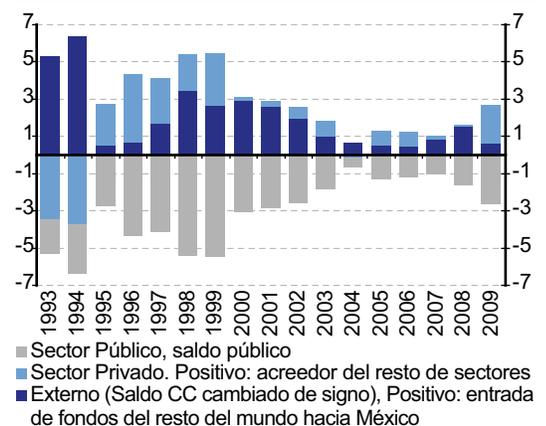
## Ingresos reales por trabajo y Consumo Mar-05=100



Fuente: BBVA Research. Nota: Número de empleados totales en la economía e ingreso de ENOE para el total y empleo en el sector privado y salario del IMSS para el mercado formal

Gráfica 2

## Flujo de fondos entre sectores, % PIB



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

**Un gasto de los hogares que mejora con el empleo pero se ve frenado por el ingreso real.** Esta exposición a lo mejor del escenario global ha producido impactos muy positivos en el mercado doméstico a través del empleo, que en el caso del formal del sector privado ha alcanzado ya en junio de 2010 los niveles previos a la crisis, algo que en el caso del PIB no se producirá hasta el año próximo, de acuerdo a nuestro escenario. Y es que el consumo de los hogares, cerca del 70% del PIB desde la perspectiva del gasto, está estancado estos últimos trimestres. Esperamos que el consumo crezca finalmente en términos anuales cerca del 2% en 2010, e incluso hemos revisado ligeramente al alza la previsión desde la presentada hace tres meses dado el descenso de las perspectivas de inflación. Pero desde una perspectiva de medio plazo se mantiene un patrón de evolución del ingreso disponible de los hogares frenado por una remuneración del trabajo que cae en términos reales y por un peso de las actividades informales que dificulta la consolidación de unas expectativas de renta permanente, más o menos estable, que ayuden a planificar el gasto en consumo en el tiempo.

**La inflación también está siendo una sorpresa positiva por una combinación de factores volátiles y de debilidad de la demanda doméstica. En el segundo semestre, al alza.** La gran sorpresa de los últimos meses ha sido el estancamiento de los precios de consumo en el 2T10, a sólo tres meses de haberse establecido una subida de impuestos directos e indirectos y de tasas y derechos. Ello ha sido resultado, de nuevo, de una combinación favorable de intensas caídas de precios en la cesta de productos agropecuarios y menores crecimientos del resto de mercancías como resultado de la menor presión de los costes – apreciación del tipo de cambio, caída de los precios de importación en dólares- y de la falta de presiones relevantes de la demanda dada una brecha de producto aun claramente negativa. Las perspectivas para el segundo semestre de 2010 son de paulatinas subidas, no porque los volátiles precios alimenticios puedan subir, que también, sino porque el efecto base tras la intensa desaceleración de los precios de 2009, sobre todo al final del año, casi lo exige; y más teniendo en cuenta una política de precios administrados al alza y unos precios de los servicios que, sobre todo en algunas de sus rúbricas, muestran ya que a ciertos niveles las rigideces de los mercados llevan las variaciones al alza. Con todo, las perspectivas del INPC para final de año son más bajas que las estimadas hace tres meses, siendo previsible una inflación en el entorno del 5% en el último trimestre de 2010, justo en el centro de la banda objetivo de Banxico.

**Banxico mantendrá la pausa monetaria hasta el 2T11, sin que las expectativas inflacionistas justifiquen un descenso de la tasa de fondeo.** La pausa monetaria ya más duradera desde el establecimiento de objetivo de inflación por parte de Banxico continuará hasta el año próximo dado que es altamente probable que la inflación se mantenga por debajo de la banda de Banxico en el 3T10, se sitúe dentro de ella en el 4T10 y sobre ella a lo largo de 2011; no está claro que la convergencia inflacionaria al 3% se consiga en los plazos esperados dadas las perspectivas de medio plazo, ancladas cerca del 3.5%, y una brecha de producto –presiones de demanda- cada vez menos negativa. Además, las condiciones monetarias son ya expansivas, como refleja cualquier índice de condiciones monetarias que se calcule.

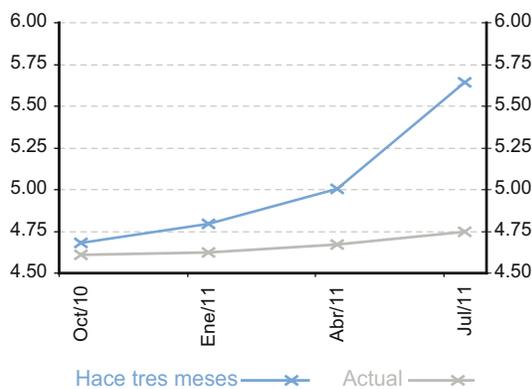
**La diferenciación positiva de las variables financieras mexicanas en los mercados globales también se ha observado en el peso, que tiene margen de apreciación adicional.** El peso mantiene una tendencia de apreciación desde el 4T09 más acusado que el de otras monedas de economías emergentes al menos en parte porque hasta ese momento su desempeño relativo había sido también peor dada la proximidad de México al epicentro de la crisis. Los episodios de apreciación cambiaria registrados durante el 2T10 fueron interrumpidos por la elevada volatilidad en los mercados globales y las dudas sobre la senda de crecimiento de EEUU, pero consideramos que está abierto el margen de apreciación del peso para esta segunda mitad del año. En primer lugar, la búsqueda de rendimiento de los

inversionistas activa las estrategias de arbitraje de tasas en un entorno de menor aversión al riesgo y mayor liquidez ante las perspectivas de extensión de las políticas monetarias laxas en los países más desarrollados. En segundo lugar, la diferenciación positiva del mercado doméstico frente a otros emergentes en un contexto de recuperación cíclica seguirá siendo relevante, y más si a la vez la recuperación económica en México no está siendo acompañada de un deterioro de su balanza por cuenta corriente, que aumentará su saldo deficitario muy moderadamente en consonancia con un crecimiento gradual de la demanda interna y unos ingresos petroleros y entrada de remesas al alza. Como elemento adicional, que impacta tanto en el tipo de cambio como en las tasas se encuentra la incorporación de México en el índice WGBI desde el próximo mes de octubre, pero ya conocida y descontada previamente. En el caso de México estimamos que en los últimos 4 trimestres se han acumulado entradas de capitales en torno a USD \$9 mil millones, cifra es todavía lejana de lo que se proyecta pudiera entrar (en torno a USD \$14 mil millones puede ser una aproximación razonable), pudiéndose anticipar flujos adicionales en el 2S10 por un monto de entre USD \$5 mil y USD \$7 mil millones. Con ello, consideramos que la curva de rendimientos pudiera continuar beneficiándose de la fuerte recuperación de los flujos de inversión extranjera en este mercado. A esto, se añade la mayor demanda por parte de inversionistas institucionales locales, que han vuelto a comprar papel después de la crisis financiera.

De acuerdo a nuestras estimaciones, el tipo de cambio observado en las últimas semanas, entre 12.5 y 13.0 ppp está muy cerca del límite superior de la banda que configura nuestra estimación del tipo de cambio de equilibrio de largo plazo. Sin embargo, la coyuntura financiera y económica descrita anteriormente pudiera impulsar al tipo de cambio hacia la banda inferior; es decir, un nivel más apreciado o incluso más cercano a zonas de sobrevaloración. Estimamos que el tipo de cambio peso-dólar cierre el año en torno a 12 ppp, y fluctúe alrededor de este nivel durante la primera mitad del año. Hacia finales del año que viene, el ciclo monetario internacional pudiera imprimir nuevamente un sesgo leve de volatilidad que unido a la tendencia dada por el diferencial de inflación y productividad de México vs EEUU llevaría el tipo de cambio hacia zonas cercanas al 12.5-13.0 de nuevo.

Gráfica 3

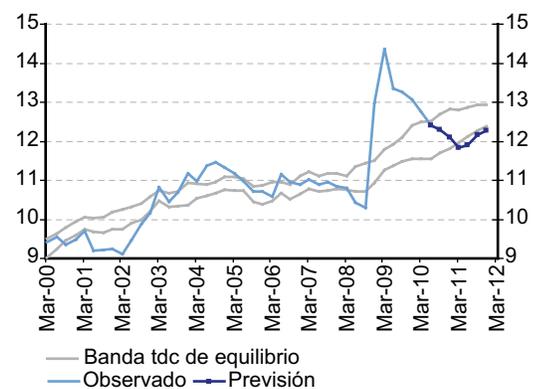
**Fondeo implícito en la curva IRS**



Fuente: BBVA Research con datos de Valmer. Fondeo implícito: ajustado por el spread de equilibrio entre TIEE y Fondeo, y por la prima plazo en la curva IRS

Gráfica 4

**Tipo de cambio, pesos por dólar**



Fuente: BBVA Research

## 2. Reevaluación de las perspectivas de la economía global

**Los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento de Europa serán menores de lo que suele suponerse. Las repercusiones positivas sobre la credibilidad casi compensarán los efectos negativos de la reducción de la demanda pública. Por el contrario, los riesgos a medio plazo derivados de situaciones fiscales insostenibles en otras regiones desarrolladas posiblemente se estén subestimando.**

Uno de los canales más importantes a través de los cuales la crisis fiscal ha afectado a la economía europea ha sido la pérdida de confianza, y un requisito sine qua non para restablecerla es la prudencia fiscal. Los planes de consolidación de Europa se están implementando con arreglo a un calendario presentado a la CE a principios de 2010. La consolidación fiscal europea tiene que centrarse en el aspecto estructural, pero un factor positivo es que el ajuste es rápido y está orientado a reducir el gasto, lo que mejorará la confianza y prácticamente contrarrestará los efectos negativos sobre el crecimiento derivados de la reducción de la demanda pública. Así pues, mientras se persista en la consolidación fiscal, las repercusiones sobre la actividad económica europea serán limitadas y transitorias. Por otra parte, otras economías avanzadas en las que los estímulos fiscales han sido sustanciales y cuyos niveles de endeudamiento crecieron a igual ritmo que el europeo, se muestran relativamente lentas en hacer frente a la obligación de reducir sus déficits y, al menos, estabilizar los niveles de su deuda. Existe un riesgo a medio plazo que se está subestimando, ya que la experiencia demuestra que los efectos de una política fiscal laxa sobre los tipos de interés son altamente no lineales, existiendo el riesgo de un súbito incremento de los tipos a largo plazo y de un desplazamiento de la demanda privada, exactamente el efecto opuesto que pretenden los paquetes de estímulos fiscales.

**El principal riesgo para las perspectivas globales todavía procede de los mercados financieros. Las pruebas de solvencia han tenido repercusiones positivas, aunque asimétricas, en Europa. Si bien se han reducido los riesgos, las posibilidades de un retroceso siguen siendo significativas.**

Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y absorbiendo la liquidez, en especial en Europa. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras en Europa durante el segundo trimestre está empezando a mermar (véase el Gráfico 1). La publicación de los resultados de las pruebas de solvencia de Europa (stress test) ha tenido el efecto positivo de bajar las tensiones, aunque se ha observado una clara diferenciación entre los países. En particular, pueden obrar como un potente impulso para disipar la incertidumbre sobre el sistema financiero español, ya que la implementación de las pruebas ha sido rigurosa y sus resultados, muy informativos, parecen creíbles. Indudablemente, los riesgos para Europa y para la economía mundial procedentes de los mercados financieros siguen siendo el principal motivo de preocupación.

**Creciente divergencia en las estrategias de políticas monetaria. El incremento de la incertidumbre llevará a la Fed y al BCE a retrasar el retiro de los estímulos monetarios. Por contraposición, en gran parte de Asia y en América Latina ya ha comenzado el alza de tipos.**

Las tensiones financieras de Europa y la incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación de EE.UU. obligarán a los bancos centrales de ambas regiones a retrasar sus primeros aumentos de tipos de interés, así como a mantener tipos de referencia muy bajos durante un período

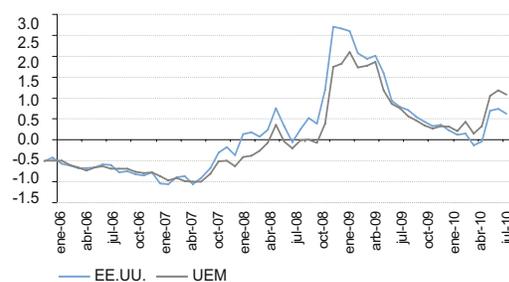
prolongado. Las presiones inflacionarias en ambas áreas seguirán controladas, lo que les permitirá mantener políticas monetarias flexibles. No obstante, una recuperación más rápida en EE.UU. llevará a una salida de la política monetaria antes que en Europa, y ambos factores pesarán sobre el euro. Aunque los dos bancos centrales demorarán los ajustes monetarios, la manera de comunicar y de evaluar los riesgos sigue diferenciando a ambas instituciones, lo que limita la relativa capacidad de reacción del BCE, en especial a los riesgos deflacionarios. Por otra parte, en las economías emergentes ya han comenzado las alzas de tipos de referencia, tras la pausa (en especial en Asia) que provocó la crisis de la deuda europea. Esto contribuirá a reducir las presiones inflacionarias en Asia —donde habían comenzado a dispararse— e impedirá que se produzcan posibles presiones en Sudamérica más avanzado el año. Una importante excepción es el Banco de México, que posiblemente mantendrá los tipos de interés hasta el segundo trimestre de 2011. La inflación aumentará a lo largo del segundo semestre de 2010, pero se situará en el 4T10 en el 5%, en el centro de la banda prevista por Banxico, y con unas perspectivas de largo plazo bien ancladas en el entorno del 3.5%. Ese anclaje, por encima del 3%, la paulatina reducción de la brecha de producto negativa y las rigideces existentes en la formación de precios de algunos mercados permiten descartar bajadas adicionales de tasas en el escenario previsto.

**La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada. Esta situación será conveniente para China y el resto de los países emergentes de Asia, ya que se producirá una convergencia del crecimiento hacia tasas más sostenibles. No obstante, la demanda privada estadounidense seguirá siendo frágil sin apoyo oficial, en tanto que en Europa la confianza se verá negativamente afectada por las consecuencias de la crisis financiera.**

Los ecos de la crisis financiera europea en otras regiones geográficas han sido relativamente limitados. No obstante, en los próximos tiempos la economía global se desacelerará (véase la gráfica 6). La gravedad de las tensiones financieras europeas afectará a la confianza y reducirá el crecimiento en el segundo semestre de 2010 y a principios de 2011. Además, la demanda externa no será tan sólida como lo fue el primer semestre, aunque aportará cierto apoyo a la actividad económica. En EE.UU. es probable que la recuperación pierda impulso como resultado de la situación en los mercados de trabajo y de la vivienda. Esto muestra los límites de la demanda privada como motor autónomo del crecimiento. En China, la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre y algunos indicadores de moderación de la actividad demuestran que las medidas de ajuste de las autoridades están siendo eficaces para dirigir la economía hacia tasas de crecimiento más sostenibles. La economía también se desacelerará en América Latina durante 2011, aunque manteniendo altos índices de crecimiento. Por consiguiente, las divergencias seguirán ampliándose entre las economías avanzadas y emergentes, y también dentro de cada uno de estos grupos.

Gráfica 5

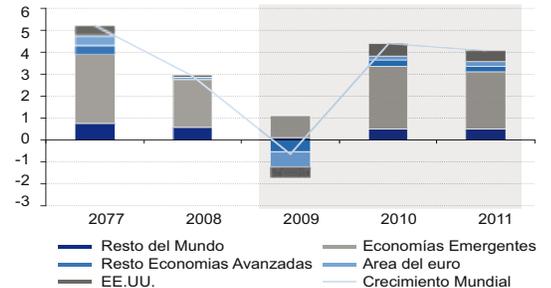
**Índice de tensiones financieras\***



\* Indicador compuesto de tensiones financieras en tres mercados de crédito (soberano, corporativo y financiero), restricciones de liquidez y volatilidad de los tipos de interés, tipos de cambio y mercados de renta variable.  
Fuente: BBVA Research

Gráfica 6

**Aportaciones al crecimiento del PIB mundial**



Fuente: BBVA Research, basándose en cuentas nacionales

**Aunque se han tomado algunas medidas en la dirección correcta, de cara al futuro sigue pendiente el necesario reequilibrio global de la demanda y la reducción de los desequilibrios globales.**

El reequilibrio de la economía china hacia un aumento de la demanda interna (especialmente el consumo) ha empezado y el reinicio de la flexibilización del tipo de cambio debería contribuir en ese proceso. No obstante son necesarias más reformas para ajustar mejor el peso del consumo hacia niveles similares a los de la región. También otras economías avanzadas con superávit deben implementar reformas para aumentar la demanda interna, notablemente en el sector servicios. Por otra parte, EE.UU. y otros países con importantes necesidades de financiación externa deberán pasar desde un modelo basado en el consumo a otro fundamentado en la inversión, en especial en los sectores transables. La reciente crisis financiera ha mostrado los límites de la financiación exterior del crecimiento. Las economías con altas necesidades de financiación externa son muy vulnerables al recrudecimiento de las tensiones financieras internacionales, y las consiguientes fluctuaciones súbitas de los tipos de cambio pueden minar la estabilidad financiera global.

### 3. México, expuesto a lo mejor del entorno externo

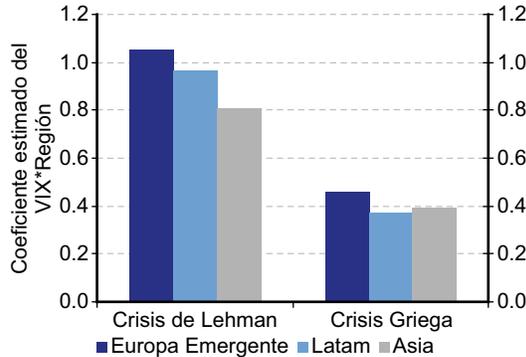
**El balance global de riesgos descontado por los mercados financieros otorga hoy un menor peso relativo a las dudas sobre la fortaleza de la recuperación en EEUU frente a la incertidumbre económica y fiscal en Europa.** Todavía hasta el 3T09, en las primas de riesgo y en la evolución de los flujos financieros pesaba mayoritariamente la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la recuperación cíclica en EEUU. Desde finales del año pasado a la fecha, la evidencia de recuperación en marcha en EEUU, más intensa que en Europa y, sobre todo, las dudas sobre la solvencia de la deuda pública de algunos países europeos ante el intenso y rápido deterioro de sus déficits públicos, han sido factores determinantes en el devenir de los mercados financieros. El nerviosismo ha perdurado, contagiando a algunos miembros de la zona Euro (Grecia, Portugal, España, Italia) y a economías de Europa del Este. La ausencia de medidas coordinadas y creíbles para los mercados ante la crisis fiscal y otros desequilibrios acumulados, y los posibles efectos que las elevadas primas de riesgo pudieran generar en la débil recuperación europea y su sistema financiero han sido las claves de la volatilidad financiera en este 1S10.

**En este contexto, las variables financieras domésticas han presentado durante 2010, en contraste con el desempeño de 2008 y 2009, una diferenciación positiva.** El desempeño de los mercados en México ha sido, en términos relativos, más favorable que el del promedio de mercados emergentes. La causa de esta diferenciación positiva este año y negativa el anterior, es la mayor exposición de la economía mexicana al ciclo de EEUU. De hecho, haciendo uso de una analogía, la actual percepción de riesgos de las variables financieras domésticas es como el reflejo sobre un espejo de agua (considerando la volatilidad de los mercados) de aquellos percibidos al inicio de la crisis financiera con la quiebra de Lehman. Después de aquel episodio, y con la recesión en marcha tanto en EEUU como en México, el deterioro de las finanzas públicas planteó dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública y el financiamiento del déficit de balanza de pagos, más ante un precio de petróleo en descenso. Además, las principales calificadoras bajaron la nota de la deuda mexicana, aunque siempre dentro de grado de inversión y con perspectiva estable. La situación hoy es la opuesta.

**Una vez iniciada la recuperación tanto en EEUU como en México, los riesgos implícitos en las variables financieras mexicanas cayeron por un entorno cíclico más favorable y por unas cuentas públicas saneadas.** A la mejor percepción cíclica por la recuperación de la demanda de EEUU, se añaden los ajustes en materia fiscal implementados para fortalecer la sustentabilidad de las finanzas públicas –aumento de impuestos y recorte de gastos–. Además, los precios del petróleo se han elevado lo que junto a la mejora de la demanda externa apoya una mejor perspectiva en la balanza de pagos. Ante un entorno internacional dominado por los efectos de la crisis financiera y las dudas de sostenibilidad fiscal, sobresalen especialmente las fortalezas del sistema financiero mexicano y el perfil y estructura de la deuda pública. El riesgo fiscal no está focalizado en los niveles de deuda o de déficit, sino en la vulnerabilidad de la estructura de ingresos ante choques negativos en el ciclo y los precios del petróleo, como sucedió en 2008 y 2009. México está en un ambiente financiero más tranquilo porque esquivó con nota las preocupaciones de los inversionistas internacionales.

Gráfica 7

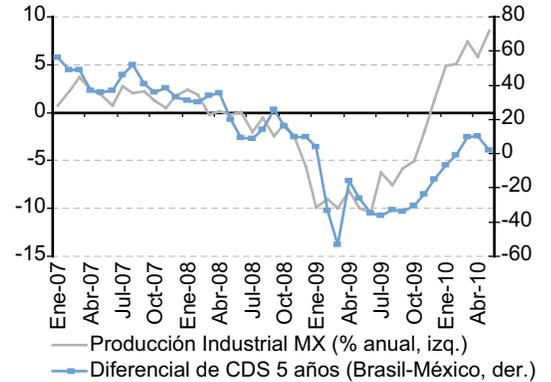
**Contagio en emergentes: impacto de las condiciones globales sobre CDS**



Nota: Estimación de panel para 23 países, con el CDS diario siendo explicado por variables de interacción entre VIX y dummies regionales  
Fuente: BBVA Research

Gráfica 8

**Relación entre ciclo económico en México y el riesgo relativo medido por los CDS 5 años – CDS 5 años Brasil - México**



Fuente: BBVA Research

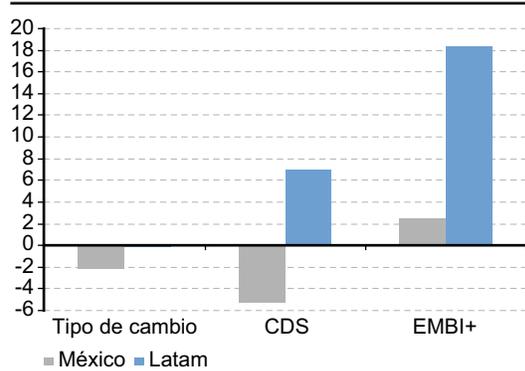
**Los flujos financieros a los mercados domésticos han vuelto a aumentar en línea con un contexto de búsqueda por rendimiento y menores primas en activos de emergentes. No obstante, continúa siendo más intensa la entrada en instrumentos de deuda.** Desde el 4T09, los flujos de capital extranjero han revertido su abrupta salida de 2008 y 2009. En México, se estima una entrada al mercado de dinero desde el comienzo de 2010 de 6000 millones de dólares, volumen que resulta en términos relativos equivalente al dinamismo de flujos a otras economías emergentes. No obstante, el precio de los activos mexicanos en los mercados internacionales, principalmente de deuda y de tipo de cambio, ha registrado un desempeño mejor a los del promedio de emergentes. Esto puede corroborarse al observar la tendencia de apreciación del peso, su volatilidad implícita, el descenso del CDS a 5 años y de los diferenciales Embi+ o CEMBI desde finales de 2009. Así, si bien la situación en Europa ha marcado la pauta de la volatilidad, los mercados en México se han visto afectados relativamente menos que sus pares por esta fuente de incertidumbre.

**A finales del 2T10 se registraron nuevamente episodios de elevada volatilidad asociados al riesgo de interrupción de la recuperación en EEUU, lo que revertió marginalmente la diferenciación positiva de México; estos episodios han sido de poca duración.** Los datos económicos en EEUU han venido mostrando una débil recuperación del empleo. Si bien se encuentran en línea con nuestras previsiones, todavía por debajo de las del consenso, han hecho resurgir los cuestionamientos sobre la sostenibilidad de la recuperación más allá del impulso proporcionado por las políticas fiscales y monetarias. En conjunto, sin embargo, no hay evidencia de que se acentúen las condiciones que puedan llevar nuevamente al ciclo económico a una fase recesiva ya que aunque lentamente, se mantiene la recuperación del empleo, el gasto doméstico y de la actividad industrial. Por otro lado, si bien el riesgo de contagio económico ante la debilidad de la economía europea y las dudas sobre el proceso de consolidación fiscal en marcha es real; el dinamismo de otras áreas económicas, en Asia y Latinoamérica, sugiere que la probabilidad de una interrupción en 2011 del crecimiento de EEUU por un choque externo es muy baja. De acuerdo a nuestras previsiones, EEUU crecerá un 3% en 2010 y un 2.5% en 2011.

En esta concurrencia de noticias y eventos económicos en EEUU y Europa, los mercados globales pausaron su afluencia en activos emergentes de mayor riesgo, y los flujos de capital detuvieron su ritmo de entrada en espera de una mayor claridad sobre el escenario dominante. Así, las variables domésticas interrumpieron temporalmente su evolución favorable frente a otros emergentes, y fluctuaron dentro del promedio de los mercados que más volatilidad han presentado en este cierre del 2T10. No obstante, actualmente domina el contexto de continuación de la recuperación cíclica de EEUU y por lo tanto de una menor aversión al riesgo relativa de México. Las variables financieras domésticas han vuelto a ser favorecidas

Gráfica 9

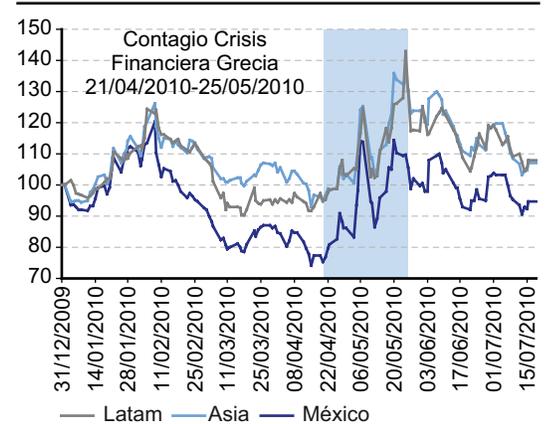
**CDS y tipo de cambio, cambio % desde el 31/12/2009**



Nota: Latam considera el promedio simple de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú  
Fuente: BBVA Research

Gráfica 10

**CDS, 31/12/2009=100**



Nota: Latam es el promedio simple de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú; Asia es el de China, Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia  
Fuente: BBVA Research

**El espejo de agua de las variables financieras domésticas: diferenciación negativa frente a otros mercados emergentes cuando hay dudas sobre el ciclo de EEUU, y diferenciación positiva cuando se mitiga esta preocupación.** A las variables financieras mexicanas les afecta la incertidumbre asociada al crecimiento económico en EEUU. La razón es clara: si EEUU no crece, se destapan nuevamente las incógnitas sobre la capacidad de la economía mexicana para dinamizar su demanda interna más allá del impulso de EEUU, y de la solidez de sus finanzas públicas. No cabe duda que es mejor estar expuesto hoy al ciclo norteamericano que al ciclo europeo, toda vez que nuestra expectativa de un crecimiento mucho más dinámico en EEUU durante los próximos años. El mejor entorno cíclico actual, además, resalta otros elementos positivos en México, como la de la solidez de su sistema financiero, un déficit público bajo y atado por una estricta regla fiscal, un bajo nivel de endeudamiento público y privado, una estructura de la deuda pública con un plazo de vencimiento promedio cada vez mayor, expectativas inflacionistas ancladas, credibilidad monetaria y el reto del impulso a las reformas para elevar el crecimiento potencial de la economía.

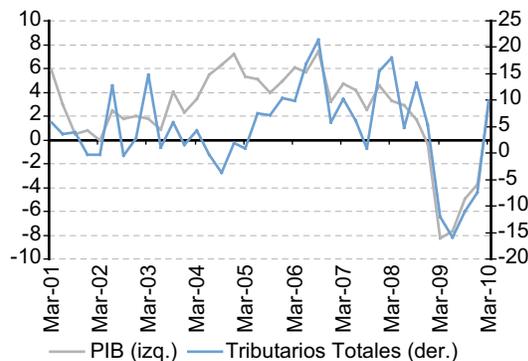
**Así, se perfila un contexto económico y financiero en el que México no se enfrentará a una prima de riesgo adicional frente a la del promedio de emergentes.** Además, el escenario de riesgo dominante continuará focalizado en Europa. Es decir, esperaríamos que, mientras domine la incertidumbre fiscal, económica y financiera en Europa, los mercados emergentes, y en especial México, deberían favorecerse de flujos en búsqueda de rendimientos, y por lo tanto, de una menor aversión hacia estos activos, lo cual debería prolongar hacia delante la estabilidad cambiaria, y ajustes favorables en los distintos spreads de crédito (incluyendo los

corporativos). Este escenario financiero tiene un impacto directo y positivo sobre la actividad de la economía mexicana dado el menor costo de uso del capital, lo que eleva la rentabilidad de los proyectos de inversión, la actividad y el empleo.

Los riesgos financieros más importantes a los que se enfrenta México hacia adelante son: 1) la sensibilidad de la fuente de ingresos públicos a cambios marginales en los supuestos macroeconómicos, especialmente al precio del petróleo; 2) El hecho de que la búsqueda de rentabilidad lleve a una entrada de capitales más dependiente de las debilidades de los países desarrollados que de los méritos propios de México. Ninguno de ellos es un riesgo a corto plazo y ambos se podrían sortear con un foco en las reformas estructurales: tanto en la estructura de ingresos públicos como en aquellas que justificarían una fuerte inversión de cartera y directa ante una expectativa de mayor crecimiento potencial.

Gráfica 11

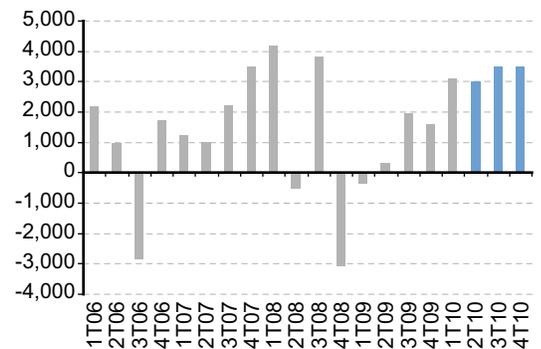
**Ingresos tributarios y PIB (Var % a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 12

**Flujos de capital al mercado de bonos mexicano (millones de dólares)**



Nota: estimaciones a partir de 2T10  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

**México, cerca de EEUU, lejos de Europa y con una elevada certidumbre fiscal**

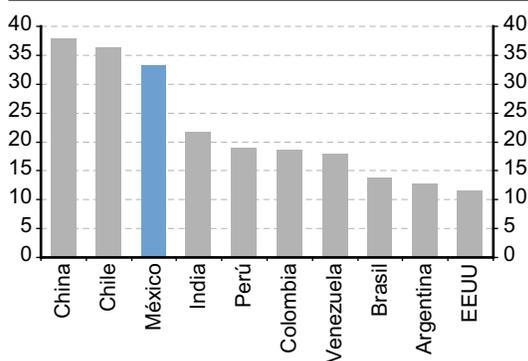
México es una de las economías más abiertas del mundo en términos del peso de sus exportaciones de bienes y servicios sobre el total del PIB, un tercio del total. Ello hace que cualquier evento global impacte de modo relevante en el desempeño del crecimiento mexicano. Además, el altísimo grado de integración económica con EEUU (primer cliente, destino del 80% de las exportaciones de bienes, origen de remesas de emigrantes que representan cada año entre el 2% y el 3% del PIB, origen del 78% de los turistas de internación que visitan México y del 53% de la IED que llega) hace que el ciclo de crecimiento de México esté determinado por el del vecino del Norte. En el proceso de recuperación en marcha, ello supone una fortaleza relativa frente a otras áreas emergentes más expuestas a Europa, y permite relativizar el impacto de aquellas más expuestas a Asia y al ciclo de bonanza de las materias primas. La exposición de México a Europa es muy reducida tanto desde el punto de vista del canal comercial como desde el punto de vista del origen de la inversión directa. Así, por ejemplo, del total de exportaciones de bienes no petroleros de México (23% del PIB en 2009), 18 pp tienen por destino EEUU y sólo 1 pp va a Europa. La poca diversificación geográfica de los mercados exportadores, que supone en general un elemento de vulnerabilidad, se torna fortaleza en una recuperación como la actual. Algo mayor es la llegada de IED desde la UE, que supone cada año entre una cuarta parte y una tercera parte del total; en 2009, 0.3 pp del 1.6% del PIB que supuso el total de la IED llegada a México. Sin embargo, hay que señalar que los flujos de IED son dirigidos en mayor medida por las perspectivas de actividad del área de destino que por las del área de

origen, y cuesta pensar que no les siga resultando atractivo a las empresas europeas unas perspectivas de crecimiento como las de México frente a las de los países europeos.

**Esa lejanía de México del escenario europeo también se da en lo que se refiere a las incertidumbres de los mercados.** El comportamiento de los mercados financieros en los últimos meses tiene su origen en tres tipos de dudas, fundamentalmente. En primer lugar, incertidumbre sobre la capacidad de pago de la deuda pública en algunos países europeos<sup>1</sup>. En segundo lugar, los mercados dudan de la capacidad de crecer de países sometidos a tipo de cambio fijo en una unión monetaria a la vez que registran sostenidos diferenciales positivos de inflación que merman su competitividad-precio con sus principales socios comerciales. En tercer y último lugar, los mercados desconfían también de aquellas economías en los que el crecimiento del último ciclo expansivo se produjo apoyado en una apelación intensa al ahorro externo por parte de sus sectores privados domésticos, consistente con una disponibilidad y precio de la liquidez totalmente distinta a la vigente desde finales de 2008.

Gráfica 13

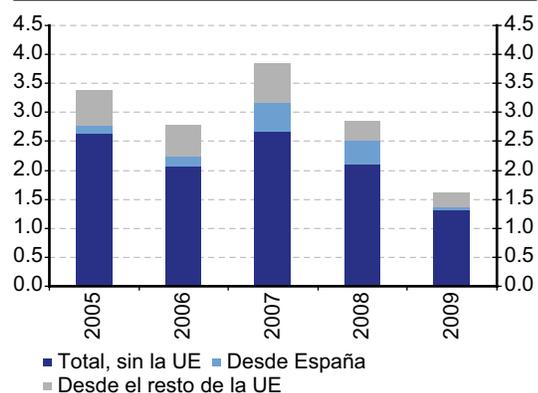
### Exportaciones de bienes y servicios, % del PIB



Fuente: BBVA Research

Gráfica 14

### Inversión extranjera directa en México, % PIB



Fuente: BBVA Research

Ninguna de estas dudas se da en la economía mexicana, al menos en el escenario vigente de recuperación cíclica global en EEUU y precios del petróleo significativamente más elevados que en 2009. **En primer lugar, si algo caracteriza a la política fiscal mexicana es la certeza y el compromiso con la consolidación fiscal.** La regla fiscal vigente establece el equilibrio anual del saldo presupuestario, el denominado Saldo Tradicional, además de anticipar objetivos para el concepto de saldo fiscal más amplio, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP). Esa regla ha consolidado la sustentabilidad de la deuda pública, que mantiene niveles inferiores al 40% del PIB. Prueba de este compromiso es que ya entre mayo y julio de 2009, en plena crisis por la epidemia de influenza H1N1, se anunciaron una serie de recortes de gasto corriente. Además, en el Presupuesto de 2010 se aprobaron subidas de impuestos directos e indirectos (un punto porcentual el IVA de modo permanente, dos puntos porcentuales la tarifa del impuesto de la renta de modo temporal, hasta 2012) dirigidas a aumentar el componente no petrolero de los ingresos fiscales, una de las vulnerabilidades estructurales del sistema fiscal mexicano que en este año 2010 mostrará su cara frente a la cruz de 2009.

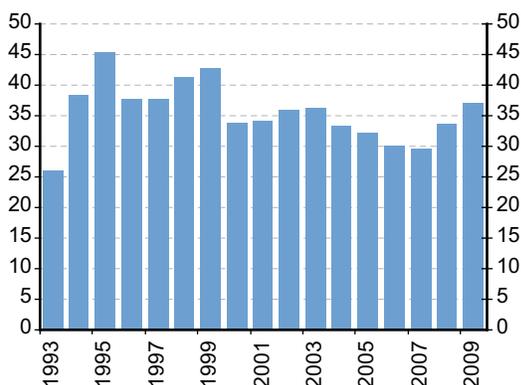
1: Esa solvencia está directamente relacionada con la prima de riesgo que esos mismos mercados asignan a la deuda, en un juego de retroalimentación de expectativas y realidad en el que la segunda se conforma a partir de las primeras.

**En segundo lugar, la política de libre flotación del tipo de cambio proporciona una capacidad de absorción de ajustes de la demanda externa,** como el producido en 2009. Es cierto que la transmisión al proceso de formación de precios domésticos de los mayores costes de importación es un riesgo, pero la experiencia reciente parece mostrar que esta transmisión ha sido muy limitada si se compara con lo ocurrido en experiencias anteriores de depreciación del tipo de cambio. El anclaje de las expectativas de inflación resultado de unas políticas económicas de demanda orientadas continuada y coordinadamente a ese objetivo es una de las claves del mantenimiento de la estabilidad nominal de la economía mexicana<sup>2</sup>.

En tercer lugar, la necesidad de financiación del sector privado no es un factor de riesgo, precisamente lo opuesto de lo ocurrido en la crisis de mediados de los 90. Si entonces la necesidad de financiación del sector público y del sector privado hubo de satisfacerse con ahorro externo -el saldo negativo de la balanza por cuenta corriente- hasta unos niveles que resultaron incompatibles con el tipo de cambio establecido, ahora el sector privado es un proveedor de financiación junto al sector externo para el sector público. Esa posición acreedora del sector privado y lo limitado del déficit externo son consistentes con un escenario como el vivido en 2009, de recesión intensa de la actividad. En 2010 y en adelante, debería reducirse paulatinamente el flujo de fondos desde el sector privado al público en un entorno de mayor actividad y gasto. El control a su vez del déficit público permitiría que la apelación al ahorro externo fuese limitada, algo a lo que por otra parte apunta el moderado ritmo de recuperación de la demanda doméstica privada.

Gráfica 15

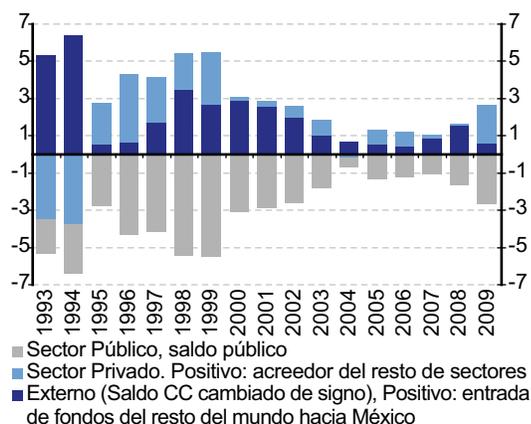
**Deuda Pública (SHRFSP, % PIB)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 16

**Flujo de fondos entre sectores, % PIB**



Fuente: BBVA Research

2: El empleo de instrumentos econométricos del tipo de modelos VAR con distintas especificaciones en cuanto a retardos y variables proporciona como resultado bastante robusto un descenso muy intenso del pass through de tipo de cambio a inflación entre el que podía haber en la segunda parte de la década de los 90 y comienzos de la actual y el de los años más recientes. Este resultado estadístico resulta consistente con un cambio de régimen en el proceso de formación de precios en México, de modo que el anclaje de las expectativas de inflación contribuye a elevar el umbral de depreciación del tipo de cambio a partir del cual los agentes pierden la confianza en la estabilidad nominal de la economía.

### Recuadro 1: Vulnerabilidad externa de México: fundamentales y ciclo

La vulnerabilidad externa de una economía, entendida como la mayor o menor posibilidad de afrontar tensiones en su financiamiento en los mercados internacionales, puede ayudar a explicar la diferenciación que esos mismos mercados puedan hacer en determinados momentos. En particular, para economías emergentes si no hay una aversión generalizada al riesgo que elimine cualquier grado de diferenciación entre instrumentos y países, algo que sucedió en la quiebra de *Lehman Brothers*.

Para analizar el grado de vulnerabilidad externa de la economía mexicana, y si un mayor/menor grado de resistencia a choques externos se refleja en una diferenciación positiva/negativa con menores/mayores primas de riesgo país, en línea con FMI (2010)<sup>1</sup>, se calcula un Indicador de Vulnerabilidad Externa (IVE) con datos trimestrales desde 2003 a 2009, periodo en el que la economía mexicana tiene total acceso al mercado de capitales y grado de inversión (BBB-, S&P, feb-2002).

El indicador estimado considera variables representativas de la fortaleza ante tensiones en el financiamiento externo: i) Deuda externa de corto plazo (% reservas), ii) Crecimiento de las exportaciones (% anual), iii) Saldo de Cuenta corriente (% PIB), iv) Deuda externa (% de PIB), y v) Saldo Fiscal (% PIB). La primera y la cuarta, con relación directa con la vulnerabilidad; en el resto es inversa.

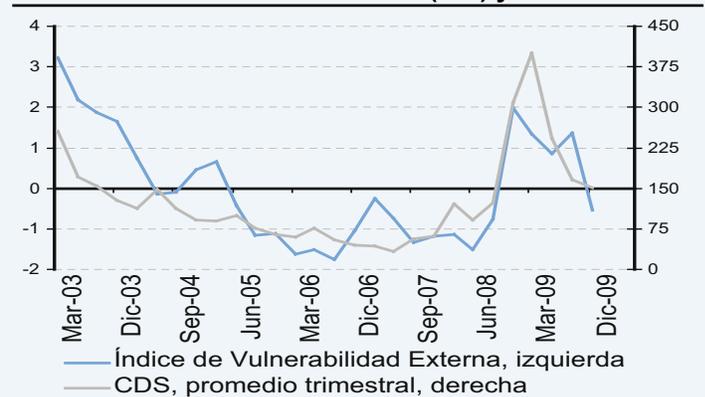
El asunto de qué variables incluir y el método de ponderarlas no está cerrado. Hemos considerado un número reducido de variables que aparecen habitualmente en la literatura, ponderándolas del modo menos ad hoc posible. Para ello, obtenemos el primer componente principal de las cinco variables estandarizadas, la combinación lineal que explica la mayor parte de su varianza conjunta, y que por lo tanto debería ser una buena aproximación al grado de vulnerabilidad o riesgo<sup>2</sup>. Como se observa en el gráfico, México había logrado reducir su grado de vulnerabilidad de manera significativa hasta mediados de 2008, cuando se observó una reversión en el índice. Lo anterior fue resultado del mal desempeño de la variable más cíclica y menos

idiosincrática del indicador, las exportaciones. Asimismo, a la vez que se deterioraba el índice, repuntaba la prima de riesgo país (CDS a 5 años). Sin embargo, a partir de marzo de 2009, una vez iniciada la recuperación, el IVE volvió a descender, mientras que la prima de riesgo soberano lo hizo más rápida e intensamente: en abril de 2009 México obtuvo del FMI la disponibilidad de una nueva facilidad financiera contingente, la Línea de Crédito Flexible, por 47 mil millones de dólares.

En general, un menor grado de vulnerabilidad en los fundamentales más relacionados con restricciones al financiamiento externo es un soporte para la recuperación por el menor costo de uso del capital que conlleva. Por otro lado, también se da la relación en sentido opuesto, de la evolución cíclica a la solvencia de los fundamentales, al ser la demanda externa relevante para calibrar el grado de vulnerabilidad de la economía.

Gráfica 17

#### Índice de Vulnerabilidad Externa (IVE) y CDS México



Fuente: BBVA Research

1: FMI (2010), "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis".

2: Además, los signos obtenidos para el ponderador de cada variable corresponden con los esperados de acuerdo a la relación entre la misma y el mayor o menor grado de vulnerabilidad de acuerdo a la teoría económica.

## Recuadro 2: Finanzas públicas, por primera vez congruentes con el ciclo económico

Los efectos negativos de la reciente crisis financiera global no quedaron acotados al impacto en las variables financieras y actividad económica doméstica; también se tradujeron en un sensible descenso de los ingresos fiscales. Esta reducción de los ingresos del sector público federal respondió fundamentalmente a tres factores: la abrupta caída en los precios del petróleo, la declinación de la plataforma de producción petrolera y, finalmente, a la caída en los ingresos tributarios estrechamente ligados a la actividad económica, en especial la recaudación del IVA e ISR y en menor medida los ingresos de los organismos y empresas distintos a Pemex. Sin embargo, es importante destacar que pese a lo anterior, y por primera vez en un ciclo recesivo, la política fiscal fue contracíclica: el gasto mantuvo su trayectoria ascendente, mitigando los efectos de la crisis.

Es interesante la comparación con 1995. En el periodo de la crisis iniciada en diciembre de 1994 el gobierno mexicano se vio forzado a aplicar un estricto programa de ajuste fiscal, el cual implicó tanto un aumento en los impuestos como una importante reducción del gasto. En contraste, durante 2009, pese a que la contracción de los ingresos presupuestales del gobierno fue de magnitud similar a la observada en 1995, el gasto tuvo una dinámica creciente, en gran parte gracias a una gestión responsable del déficit y la deuda pública: durante los últimos años destaca el desendeudamiento, y la recomposición de la deuda –interna por externa– que redujo la exposición de las finanzas públicas a los choques financieros. De esta manera, el gobierno pudo incurrir en un déficit público que le permitió aumentar discrecionalmente el gasto durante la recesión, evitando que la contracción de la demanda agregada fuese de mayor magnitud.

El déficit incurrido para mantener el crecimiento del gasto representó una desviación de la regla de equilibrio en el balance público establecida en la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria que implica balance cero (lo que equivale a balance primario positivo) y en consecuencia, aumentaron los saldos de la deuda

como proporción del PIB. A pesar de que el endeudamiento del sector público se mantiene en niveles razonables (35.5% de PIB en 2009), y posee una estructura temporal y de composición entre la deuda interna y externa poco vulnerable<sup>1</sup>, México vio reducida su calificación de deuda soberana por parte de las agencias calificadoras Standard and Poor's y Fitch ratings de BBB+ a BBB –aún dos escalones por arriba del grado de inversión–. Entre las causas que llevaron a este ajuste se encuentra la incertidumbre sobre la plataforma petrolera, el reducido margen que existe para enfrentar nuevos choques externos en el corto plazo, y, el crecimiento menos dinámico de la economía mexicana, en contraste con países de características similares. El gobierno mexicano, consciente de que la crisis puso el foco en algunas debilidades de la estructura de las finanzas públicas, implementó para el Presupuesto de Ingresos de la Federación 2010 alzas en algunos impuestos para elevar el peso de los ingresos públicos no ligados al petróleo. Se aumentó permanentemente 1pp la tasa general del IVA (de 15 a 16%) y transitoriamente 2pp la del ISR (de 28 a 30% hasta 2012, disminuyendo a 29% en 2013 y regresando a 28% en 2014); además se aumentaron otros impuestos como el IDE, que busca gravar el manejo de efectivo no fiscalizado, y se redujeron subsidios a energéticos, especialmente a la gasolina y el diesel, que se ajustan al alza mes a mes para aproximarse a las referencias internacionales. Estas medidas contribuyeron a que con la reducción en la calificación también hubiese una modificación en la perspectiva de ésta por parte de ambas calificadoras al cambiar de “negativa” a “estable”, eliminando con ello la incertidumbre sobre la calificación hacia adelante.

En este recuadro haremos una breve revisión de la trayectoria reciente de las finanzas del sector público y sus saldos recientes. Primero analizaremos el desempeño del ingreso, el gasto, los balances y la deuda. Posteriormente explicaremos y analizaremos la construcción del saldo presupuestal estructural, el cuál nos provee de una idea más exacta de la postura fiscal del gobierno.

1: La deuda externa pasó de representar el 23% del total de la deuda pública en el 3T08 al 27% en el 4T09, en gran parte por la depreciación del peso. En 2010 se ha estabilizado (26.6% del total en 1T10).

### Crecimiento y subidas impositivas llevan a un menor déficit público

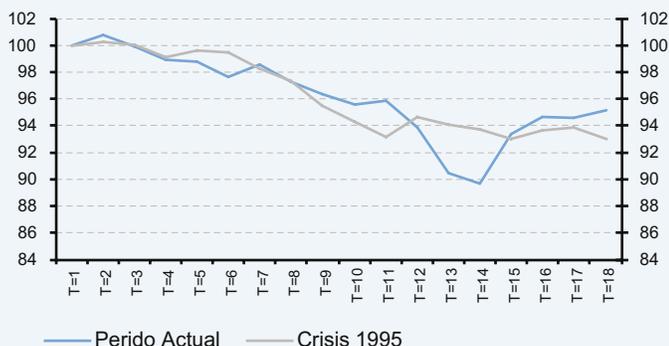
De acuerdo a los datos preliminares al mes de mayo, durante este año los ingresos presupuestarios han crecido 1% acumulado anual real, una cifra que podría parecer pequeña considerando el aumento de las tarifas impositivas, pero que se debe a que en abril del año 2009 los ingresos no tributarios-no petroleros aumentaron 311% impulsados por el remanente de operación de Banxico (95,000 mdp) un ingreso que no es recurrente. Sin embargo, el desempeño tanto de los ingresos petroleros recurrentes como de los tributarios ha sido muy positivo.

En cuanto a los ingresos petroleros, estos han crecido 15.3% real en lo que va del año, apoyados en la estabilización de la plataforma petrolera y el mayor precio registrado respecto del mismo periodo del año anterior (71.9 dpb 2010 vs. 39.5 dpb 2009). El principal impulso a los ingresos petroleros ha sido el correspondiente al Gobierno Federal, que ha aumentado 55.5% real en el año, a su interior destaca el crecimiento de 104.4% del derecho ordinario sobre hidrocarburos. Por su parte, los ingresos tributarios han

aumentado 12.8% real de enero a mayo, impulsados tanto por los aumentos en las tasas impositivas del IVA y el ISR como por el mayor dinamismo de la actividad económica. Los dos impuestos antes mencionados representan el 83.5% de los ingresos tributarios totales y han crecido 17.6% y 23.1%, respectivamente en el último año. Los ingresos de organismos y empresas no petroleros también han iniciado su recuperación al aumentar 0.5% a/a, muy vinculado a la actividad económica. Dado que sus ingresos dependen en buena medida de las cuotas y aportaciones de los trabajadores se espera que conforme el ciclo económico mejore, se intensifique su recuperación. En este sentido, lo más destacable de la reciente evolución de los ingresos fiscales es que pese a que en términos reales son tan sólo el 1% mayor a los del año anterior, sus principales fuentes de ingresos recurrentes –i.e., los ingresos petroleros y los tributarios– se han recuperado de manera muy importante. El crecimiento real de los ingresos en base comparable –ajustando por el remanente de operación de Banxico por 95 mil mdp en abril de 2009– es de 10.3% respecto al año anterior.

Gráfica 18

#### Ingresos presupuestales en periodos de crisis Índice, 100=T1 (inicio de la recesión) flujos acumulados 12 meses



Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

En contraste con el dinamismo de los ingresos, el gasto presupuestal después de aumentar 2.4% en 2009 por la política fiscal contracíclica aplicada para mitigar los efectos de la recesión, en 2010 está creciendo a un ritmo menor (0.4%). Sin embargo, al interior, el gasto no programable

Gráfica 19

#### Gastos presupuestales en periodos de crisis Índice, 100=T1 (inicio de la recesión) flujos acumulados 12 meses



Fuente: BBVA Research con datos de SHCPI

ha aumentado a un ritmo elevado por el crecimiento de 17.9% de las participaciones –rubro que representa el 16.4% del total del gasto–. Este elevado crecimiento se debe al aumento de la recaudación federal participable<sup>2</sup>.

2: Las participaciones son un gasto del Gobierno Federal que se transfiere a los gobiernos estatales de modo más o menos automático de acuerdo a la evolución de la recaudación.

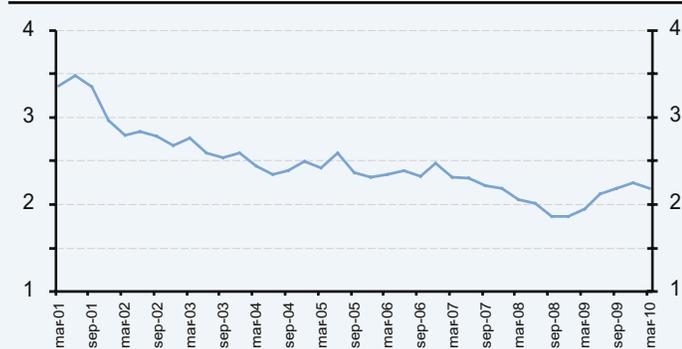
En cuanto al gasto programable, éste ha disminuido 2.2% debido a que sus principales componentes, el gasto corriente y el gasto en inversión, se han contraído 0.4% y 8.8%, respectivamente, como consecuencia tanto del adelanto del gasto que se realizó en 2009 como por la postura fiscal contracíclica asumida por el gobierno en este año de recuperación económica.

Durante el 2009, el déficit presupuestal del sector público se ubicó en el 2.3% del PIB, mientras que al considerar tanto el balance no presupuestal, como los requerimientos financieros de las entidades que actúan por cuenta del gobierno (IPAB, Pidiregas, Banca de desarrollo) el déficit

amplio del sector público, conocido como Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP), alcanzó el 2.6% del PIB en 2009. Este resultado llevó a un elevamiento de la deuda total ampliada del Sector Público (Saldo Histórico de los requerimientos Financieros del Sector Público, SHRFSP) hasta 35.5% del PIB desde el 34.2% registrado en 2008. Este aumento también se explica por la depreciación del peso, al elevar el valor en pesos de la deuda externa. La composición entre deuda interna y deuda externa de los RFSP al cierre del 2009, fue de 73% y 27%, respectivamente.

Gráfica 20

**Costo Financiero del Sector Público Presupuestario (Suma móvil cuatro trimestres, % del PIB)**



Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

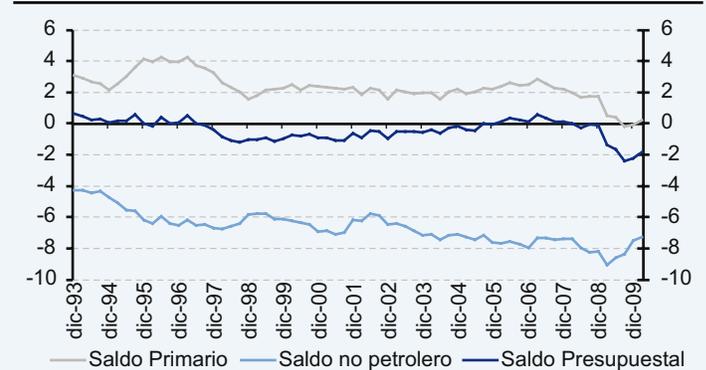
Para el primer trimestre de este año el balance presupuestal registró un superávit de 25.3 mdp; al añadirle el balance no presupuestal y los requerimientos de las entidades que actúan por cuenta del gobierno se alcanzó un déficit amplio (RFSP) de apenas 0.1% del PIB. Este resultado sirvió para que el SHRFSP se redujera al 34.2%, disminuyendo por segundo trimestre consecutivo, desde el máximo alcanzado de 35.9% en el 3T09.

**Un ajuste del impacto del ciclo en el balance presupuestal**

De esta manera, parece que el gobierno está logrando una rápida vuelta a la senda de finanzas públicas en equilibrio, que contribuyó al descenso sostenido del endeudamiento público en años anteriores. Sin embargo, las cifras aquí comentadas pueden tener sesgos como referencia del carácter de la política fiscal al estar influidas, tanto ingresos como gastos, por el ciclo económico. Para corregir este sesgo, es necesario obtener el Balance Estructural del Sector Público (BESP). El BESP es una estimación del saldo público

Gráfica 21

**Saldo Primario, Presupuestal y Presupuestal sin Petróleo (Suma móvil cuatro trimestres, % del PIB)**



Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

ajustado por los efectos del ciclo de la actividad económica y de otros factores exógenos, como el ciclo del precio del petróleo y de otras materias primas, que tienen una influencia en la trayectoria de ingreso y gasto público. Este balance es de utilidad como un indicador de la política fiscal, de modo que si el saldo mejora (si se reduce el déficit) se puede hablar de política presupuestaria orientada a la consolidación fiscal. Respecto del ciclo de la economía, el BESP permite identificar si la postura fiscal gubernamental amplifica los efectos del ciclo económico –i.e., es procíclica– o tiende a suavizarlos –i.e., es contracíclica–. En este sentido, se dice que el BESP es procíclico cuando el signo de su variación es contrario al del cambio de la brecha de producto de la economía, mientras que si el signo del cambio del BESP y del output gap es el mismo, la política presupuestaria es contracíclica. Es importante conocer la naturaleza procíclica ó contracíclica de la política fiscal para conocer el margen de maniobra de la economía en periodos de crisis y la sustentabilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo.

Para calcular el BESP utilizamos la aproximación utilizada por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas (CEFP)<sup>3</sup>, que a su vez se basa en los trabajos de Burnside y Meschyachova<sup>4</sup>. Esta metodología consiste en descomponer el balance presupuestal en su componente cíclico y su componente estructural a través del ajuste de los rubros del ingreso y el gasto que tienen una alta correlación con el ciclo del PIB. Además, dado que en México alrededor de un tercio de los ingresos presupuestales del sector público provienen del sector petrolero, dichos ingresos también se ajustan respecto del ciclo del precio internacional del petróleo.

Para realizar el cálculo el primer paso fue obtener una medida del PIB tendencial de México y por lo tanto de su posición cíclica<sup>5</sup>, su output gap o brecha de producto. El segundo paso es elegir los conceptos dentro de ingreso y gasto que se habrán de ajustar dada su alta correlación con el desenvolvimiento de la actividad. En este ejercicio tomamos los rubros considerados por el CEFP<sup>6</sup>. Por el lado de los ingresos resultan: IVA, ISR, impuesto a las importaciones, los ingresos de organismos y empresas no petroleros (i.e. IMSS); y por el lado de los egresos sólo se ajustarán las participaciones de las entidades federativas<sup>7</sup>.

El tercer paso es descomponer todas las series elegidas de ingresos, gastos y la referencia del precio internacional del petróleo, en su componente cíclico y estructural, lo que se hace del mismo modo que en el PIB.

A continuación, se calcula la elasticidad del componente cíclico de los rubros no petroleros elegidos respecto al componente cíclico del PIB, y del componente cíclico de los ingresos petroleros respecto al componente cíclico del precio internacional del petróleo. Esta estimación se realiza por Mínimos Cuadrados Ordinarios, de acuerdo a la siguiente ecuación:

$$x_t^c = \epsilon y_t^c + u_t$$

donde  $x_t^c$  es el componente cíclico del rubro del ingreso o gasto,  $y_t^c$  es el componente cíclico del ingreso (en el caso del ajuste de los ingresos petroleros es el componente cíclico del precio del crudo),  $\epsilon$  es la elasticidad ingreso estimada. La tabla 1 presenta las elasticidades obtenidas.

Finalmente se ajustó cada uno de los rubros seleccionados para aislarlos de su componente cíclico. De acuerdo a la siguiente fórmula:

$$x_t^s = x_t (e y_t^c)$$

donde  $x_t^s$  es el componente estructural de cada rubro ajustado,  $x_t$  es el dato del rubro a ajustar y  $(e y_t^c)$  es el producto de la elasticidad correspondiente por el componente cíclico del ingreso. El ajuste de los ingresos petroleros se realiza de la misma manera, pero sustituyendo el componente cíclico del PIB, por el componente cíclico del precio del petróleo. De esta manera se calculó finalmente el BESP con la siguiente ecuación:

$$BESP = (I_T - G_T) - \left( \sum_{j=1}^5 X_{IT}^S - X_{GT}^S \right)$$

donde el primer término del lado derecho es el BESP que se calcula normalmente, y el término del lado derecho es la sumatoria de los rubros del ingreso ajustados menos el rubro del gasto ajustado. De esta manera se ha retirado el componente cíclico al Balance Presupuestal, y por tanto sólo queda su componente estructural.

### Política fiscal con capacidad de maniobra, aunque limitada

Al observar la evolución anual del BESP y del Balance Presupuestal en porcentaje del PIB y su relación con la brecha de producto se puede destacar que: i) al menos hasta 2008, la distancia entre el BESP y el Balance Presupuestal es muy reducida, lo que dice mucho de la poca magnitud de los estabilizadores automáticos de ingreso y gasto, de la poca capacidad de ajuste cíclico de la política fiscal mexicana, y más considerando la elevada volatilidad de la brecha de producto y ii) consecuencia directa de lo anterior, se puede apreciar el carácter procíclico de las finanzas públicas en nuestro país. Durante la crisis de 1995 el gobierno se vio obligado a realizar un ajuste abrupto elevando la tarifa del IVA del 10% al 15% en un momento de recesión, medida marcadamente procíclica. En el periodo 1997-2003 el BESP es deficitario con una ligera tendencia hacia niveles de equilibrio, que se alcanzan en el último año, justo cuando la brecha de

3: CEFP, (2009) "Cálculo del Balance Estructural para México".

4: Burnside, Craig (Editor) y Meshcheryakova, Yuliya (2005), Fiscal Sustainability in Theory and Practice. A Handbook. Capítulos 5 y 6.

5: Se aplica el filtro Hodrick-Prescott con  $\lambda=1600$  a la serie trimestral real desestacionalizada del PIB, ampliada al final de la muestra con previsiones consistentes con el escenario económico de BBVA Research.

6: Se identifican a través del criterio estadístico dado por la metodología de factores dinámicos. Las series seleccionadas se convirtieron a pesos reales utilizando el deflactor del PIB, y se ajustaron por estacionalidad utilizando la metodología X-11. Para los ingresos petroleros se utilizó la serie más agregada que incluye los ingresos petroleros de Pemex y del Gobierno Federal. Además, se construyó una referencia del precio internacional del petróleo utilizando el precio promedio mensual del WTI convertido a pesos utilizando el tipo de cambio nominal promedio mensual. Estas dos últimas series se deflactaron y ajustaron por estacionalidad de la misma manera que las anteriores.

7: Asignaciones previstas en el presupuesto de egresos que deben entregarse a los gobiernos estatales y sus municipios así como del D.F. derivados de los convenios de Coordinación Fiscal.

producto se hace más negativa y de nuevo mostrando la característica procíclica de las finanzas públicas. Durante el periodo 2006-2009, el BESP registra pequeños déficits durante las fases de brecha de producto positiva; sin embargo, en 2009 pese a que la brecha de producto cae fuertemente, con implicaciones muy negativas para las Finanzas Públicas, el BESP se mantiene negativo: el gasto presupuestal continuó creciendo, suavizando los efectos de la crisis, a pesar del derrumbe de los ingresos, lo que constituye la primera postura contracíclica de la política fiscal en la historia de la economía mexicana. Aunque en 2009 el BESP es mayor que el saldo presupuestal, es decir, el esfuerzo contracíclico existió pero no en la magnitud dada por el deterioro de las medidas tradicionales del déficit, las no corregidas.

Una vez que lo peor de la crisis se superó, el gobierno pudo implementar cambios buscando la consolidación fiscal, restableciendo el equilibrio del balance presupuestal. Estas medidas de consolidación resultan también apropiadas respecto al momento económico, contracíclicas, considerando que estamos en fase de recuperación. En suma, la postura fiscal de los últimos dos años ha sido apropiada al intentar estabilizar el ciclo económico. Sin embargo, también conviene destacar que de darse en

el corto plazo otro episodio recesivo posiblemente no se podría volver a implementar una postura contracíclica de magnitud similar dado que el margen financiero para ello es reducido. Por ejemplo, el costo financiero del sector público presupuestario detuvo su tendencia de baja en 4T08 y tuvo un alza significativa durante 2009 hasta alcanzar en el 4T de dicho año un 2.2% del PIB (frente al mínimo alcanzado en 3T08 de 1.9% del PIB). Además no hay que olvidar tampoco que un tercio de los ingresos públicos están relacionados con el petróleo, y contribuyen a mejorar el BESP ya que sólo se elimina su componente cíclico, por lo que queda un superávit petrolero “tendencial” que con todo, al final, es dependiente de variables muy exógenas: la plataforma petrolera y la tendencia de los precios del petróleo. Todo ello supone una vulnerabilidad latente que aparece repetidamente en los informes de calificación de la deuda pública mexicana.

Por tanto, es importante avanzar hacia la consecución de una política fiscal que genere importantes ahorros en los tiempos de expansión económica (adicionales a los existentes como el Fondo de Estabilización Petrolera), para poder mitigar los efectos de las crisis a un menor costo, en términos de crecimiento y de empleo fundamentales y en consecuencia de calificación de la deuda soberana

Cuadro 1

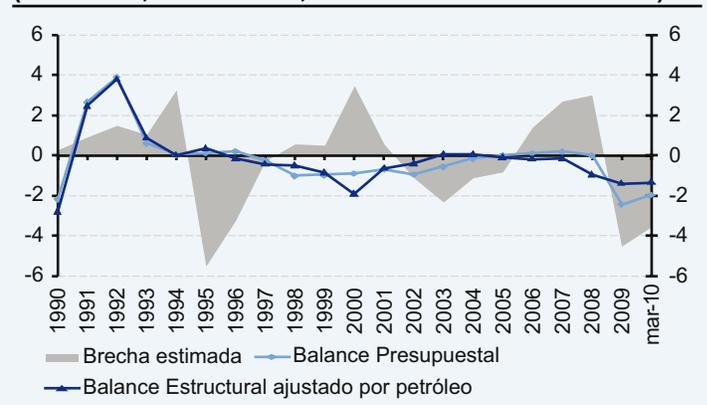
**Elasticidades ingreso y precio de los componentes del saldo presupuestario**

	Elasticidad	Estadístico T
IVA	1.07	3.64
ISR	2.30	7.38
Importaciones	3.57	11.05
Organismos y Empresas	0.82	4.20
Participaciones	1.80	6.16
Ingresos Petroleros*	0.40	12.60

\*Elasticidad vs. el ciclo del precio de WTI  
Fuente: BBVA Research

Gráfica 22

**BESP, Balance Presupuestal y Brecha de Producto anuales (% del PIB, Marzo 2010, suma móvil de 4 trimestres)**



Fuente: BBVA Research

## 4. A la espera de la recuperación del gasto de los hogares

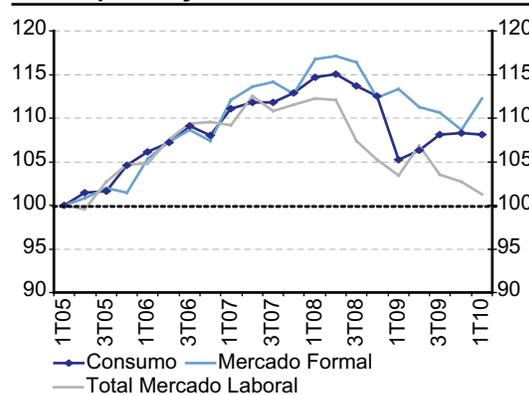
**Pese a que el inicio de la recuperación económica fue en el tercer trimestre del año pasado, todavía los componentes de la demanda agregada muestran dinámicas desiguales: un sector exportador con un fuerte dinamismo en contraste con una demanda interna que apenas mejora, sobre todo en lo que se refiere al consumo.** Con base en experiencias previas de ajuste de los componentes de la demanda tras un evento recesivo como el vivido en 2009, cabe esperar que el ajuste en el consumo privado se dé con algún rezago, mientras que la inversión privada es particularmente sensible a la evolución del costo real del capital y a las expectativas de actividad. Así, por ejemplo en 1995 mientras que el nivel de PIB previo a la crisis se recuperó tras nueve trimestres, el consumo privado demoró 13 trimestres en retornar a los niveles previos y la inversión tardó los mismos nueve trimestres. En aquel episodio, el crecimiento en la actividad se generó en buena medida vía exportaciones dado el recién ingreso de México al Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y el impulso de la devaluación del peso frente al dólar (las exportaciones triplicaron su valor nominal en dos años).

El ciclo actual presenta similitudes con aquel en cuanto a la intensidad de la caída registrada en PIB, pero también marcadas diferencias. Ahora el ajuste que llevó a la recesión vino de fuera y si bien en la etapa de recuperación México se encuentra expuesto a lo mejor del entorno externo, el repunte de las exportaciones no será lo intenso que fue en aquel momento y los motores internos mantienen un escaso dinamismo.

Al hablar de motores internos, centramos la atención en el consumo privado, responsable de cerca del 70% del gasto total de la economía. A lo largo del último semestre (4T09 y 1T10) este componente prácticamente ha permanecido estancado, mostrando incluso retroceso en términos trimestrales en los primeros tres meses del presente año, sin que los indicadores coyunturales más recientes, como las ventas minoristas muestren una recuperación intensa. El gasto en consumo de los hogares evoluciona de acuerdo a la renta permanente disponible de las familias, resultado de su ingreso disponible presente y las expectativas existentes sobre el futuro. El componente más importante de este ingreso es el proveniente del mercado laboral, función del salario real (o más en general, de la remuneración recibida por hora de trabajo, asalariado o no) y el empleo, factores cruciales para entender el limitado dinamismo del gasto en consumo.

Gráfica 23

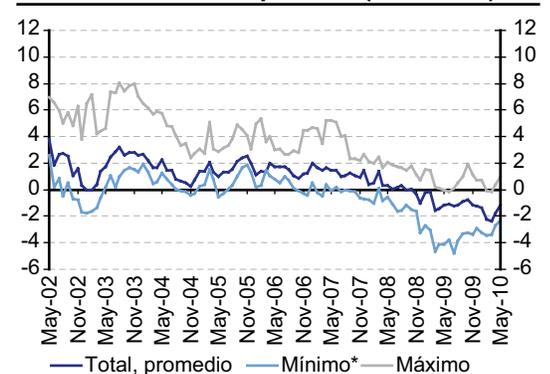
**Ingresos reales por trabajo del total de ocupados y Consumo Mar-05=100**



Nota: Número de empleados totales en la economía e ingreso de ENOE para el total y empleo en el sector privado y salario del IMSS para el mercado formal  
Fuente: BBVA Research

Gráfica 24

**Salario Real en el sector formal privado (Var % a/a)**



\*Se excluyen de la envolvente sectores agrícola e industria extractiva y de electricidad, por su alta volatilidad y desapego respecto al ciclo.  
Fuente: BBVA Research e IMSS

**Empleo e ingresos reales por trabajo conducen a un nivel de Ingreso Total por Trabajo (ITT) en la economía que no es más alto al inicio de 2010 de lo que lo que era en 2005<sup>3</sup>.** Luego de haber mantenido tendencia creciente hasta mediados de 2008, el ingreso por trabajo tanto a nivel del empleo formal como una vez que se incorpora el resto del empleo, inició una importante tendencia a la moderación, lo que se trasladó a la dinámica del consumo privado. Así, esta variable permanece aun lejos de alcanzar los niveles vistos antes del inicio de la recesión y perfila un crecimiento muy moderado para este 2010. En todo caso, llama la atención como el perfil del consumo privado parece ser más cercano en la fase cíclica más reciente al del ITT del sector formal privado que al del total de la economía mexicana.

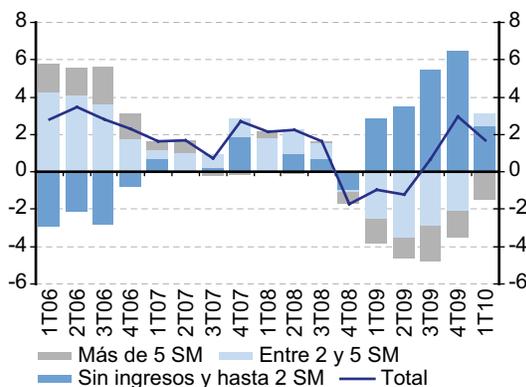
**El consumo privado, estancado por evolución del salario real y más recientemente por la moderación en la creación de empleos, especialmente entre los de salarios más elevados.** Con base en información del ITT proveniente de la ENOE (Encuesta Nacional de de Ocupación y Empleo), podemos concluir que para el total de la economía el empeoramiento relativo del ingreso del trabajo se debe a una combinación de bajo crecimiento del empleo, aunque ya se han recuperado los niveles previos a la crisis, y especialmente de una caída en los ingresos por persona consecuencia de un menor nivel en la estructura salarial de los nuevos empleos y de un crecimiento mayor de la inflación que del salario nominal. Así, tomando como referencia el detalle que proporciona el IMSS para los asalariados del sector privado, el salario real se sigue contrayendo prácticamente en todos los sectores respecto al nivel observado un año atrás (la excepción es la industria extractiva, eléctrica y de agua, sector de actividad no afectado por la coyuntura cíclica dado su carácter de monopolio en la mayoría de ramas que lo forman y que viene acompañado de una menor productividad). En términos reales, el salario promedio entre los trabajadores formales del sector privado ha mantenido una tendencia decreciente y ha mostrado de hecho variaciones interanuales negativas desde mediados de 2008. Esta evolución se ha generalizado entre sectores de la economía y es particularmente intensa en industrias como la de la construcción y el comercio (Gráfica X).

**Ritmo de creación de empleo total en moderación, destaca bajo perfil en el empleo creado a partir del inicio de la recuperación.** Indagando en el otro componente del ITT, es decir, en el empleo total y sus características, encontramos un panorama hasta ahora poco alentador. Así, siendo cierta la continuada recuperación del mismo en el sector formal privado de la economía desde el verano de 2009, el total del empleo comenzó a subir ya en el 2T09 –reflejo del carácter contracíclico del empleo en el sector informal–, pero en el 1T10 cayó el 2% trimestral. Además, por nivel de ingreso, la mejora del empleo se concentra en puestos con remuneraciones de dos o menos salarios mínimos (la contribución de los empleos con retribución de un salario mínimo o menos ha sido la más alta desde 2005). Por ámbito del empleo, si bien la pequeña y micro empresa ha sido siempre una pieza fundamental de captación de empleos, al inicio de la recuperación los micro negocios y particularmente aquellos reportados como “sin establecimiento” han sido particularmente relevantes. También es de destacar la participación del empleo en unidades económicas que por sus características no brindan servicios de salud a los empleados; así, poco más de 28 millones de trabajadores (de un total de 43 millones que conforman el total de empleo de la economía) no cuentan con servicios de salud. En esta coyuntura, el empleo proporcionado por el sector de los hogares ha sido particularmente dinámico. Bajo esta clasificación se encuentran los empleos creados en el sector informal como tal, trabajadores domésticos y agricultura de subsistencia. El empleo generado en estas unidades en conjunto explica la mayoría de los nuevos empleos creados al inicio de la recuperación económica.

3: Si bien no se cuenta con una serie larga y confiable de ingreso disponible, resulta muy útil utilizar como variable representativa lo que denominamos Ingreso Total por Trabajo (ITT) de la economía, variable que combina la dinámica del empleo (total: privado, público, autoempleo, etc.) con el ingreso por periodo temporal en términos reales obtenido.

Gráfica 25

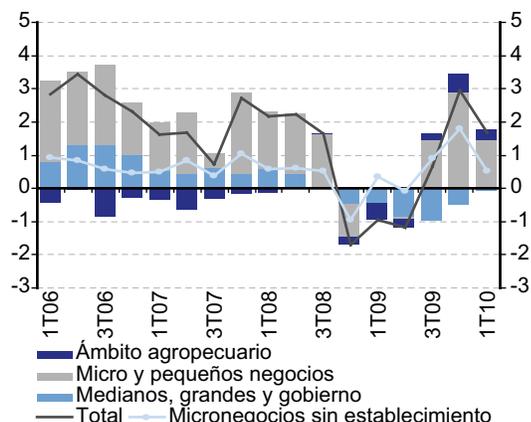
**Empleo por nivel de ingresos (Var % a/a y contribuciones)**



Fuente: BBVA Research con datos INEGI

Gráfica 26

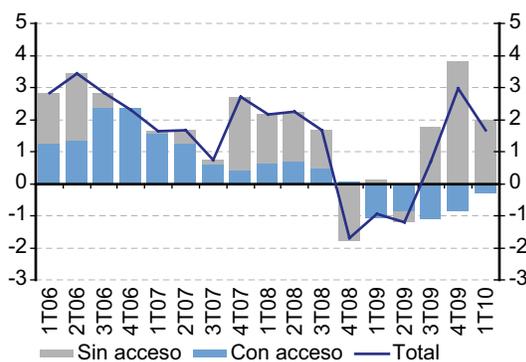
**Empleo por ámbito y tamaño de la unidad económica (Var % a/a y contribuciones)**



Fuente: BBVA Research con datos INEGI

Gráfica 27

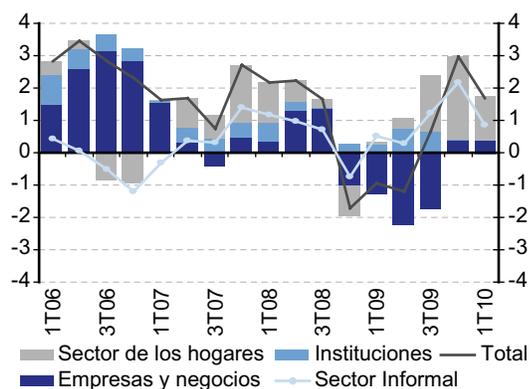
**Empleo por acceso a s. de salud (Var % a/a y contribuciones)**



Fuente: BBVA Research con datos INEGI

Gráfica 28

**Empleo por tipo de unidad económica (Var % a/a y contribuciones)**



Fuente: BBVA Research con datos INEGI

**El sostenimiento de la demanda externa y unas perspectivas de inflación más baja de lo previsto hasta ahora, serán claves en la recuperación del consumo.** La gran vinculación de México con el ciclo externo aporta señales positivas para los trimestres que vienen. El sector exportador está siendo el detonador de la recuperación de la economía. Las mejores perspectivas de consumo de los hogares estadounidenses que ya se comienzan a materializar, serán uno de los factores detrás de la reactivación que ya se está dando en la industria nacional y, con ello, en la creación de más y mejores empleos. El otro factor clave será un panorama inflacionario más benévolo, lo que implicará una mejora en términos de salarios reales. Con ello, confiamos en que los componentes del ITT gocen de un impulso positivo que redundará en una mejora del consumo en 2010 y con éste, de la demanda interna. Hay que reconocer sin embargo, que el consumo privado crecerá a tasas comparativamente modestas, 1.9% en el año. Si se materializaran reformas estructurales tan relevantes como la concerniente a la competencia económica, podríamos ver un ajuste más eficiente del empleo a sectores más productivos, así como menos resistencia a la baja de la inflación, lo que redundaría en una renta disponible para los hogares más elevada y unos efectos crecientemente más positivos para 2011.

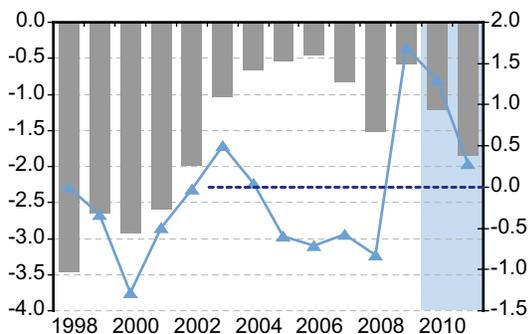
## 5. Perspectivas

### Actividad bajo el influjo del ciclo de EE.UU.

**Durante el primer trimestre del año, los datos del PIB sorprendieron a la baja (en tasa trimestral la variación fue de (-)0.3% vs 0.5% estimado) por la inesperada caída del consumo privado, la moderación de la actividad manufacturera y la errática relacionada con el ajuste estacional de las variables.** En los primeros meses del año, el consumo privado sorprendió con una caída trimestral (-0.1%); por su parte, en contraste, el otro componente privado de la demanda interna, la inversión, tuvo un repunte (0.9% t/t) que es el primer dato positivo tras seis trimestres de caída, siendo además la variación trimestral de la variable más elevada desde 2007. Esta combinación de factores junto con el continuado crecimiento del acervo de existencias en la economía, llevó a una contribución positiva (aunque decreciente) de la demanda privada al crecimiento trimestral (0.7 pts). Por su parte, los componentes públicos de la demanda drenaron crecimiento por segundo trimestre consecutivo, lo que podría continuar dada su evolución contracíclica desde 2009, los datos más recientes de la ejecución presupuestaria y las medidas anunciadas. Por último, durante el primer trimestre, el valor de las exportaciones de bienes y servicios fue casi un 24% más elevado que en el mismo periodo de un año atrás (7% en tasa trimestral), crecimiento anual sólo comparable con el final de la crisis de 1995. En contraste con estos positivos datos de exportaciones, las fuentes internas de crecimiento demandaron comparativamente menores bienes y servicios de fuera con lo que las importaciones crecieron sólo el 3.5% respecto al trimestre anterior.

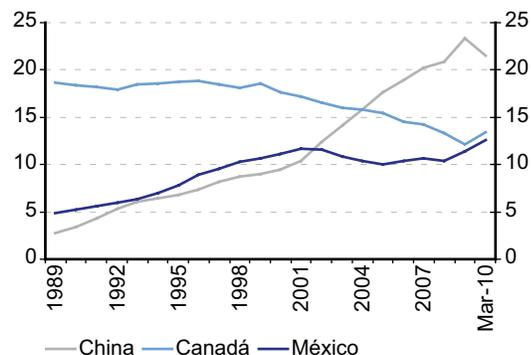
**Hasta ahora, el sector externo de la demanda ha marchado en línea con lo previsto contribuyendo positivamente al crecimiento, tendencia que continuará el resto del año.** En cuanto a la demanda externa, hay que considerar que 2010 estará marcado por la combinación de unas exportaciones que se recuperarán fuertemente (para el conjunto del año estimamos un crecimiento del orden del 21%) junto con unas importaciones que crecerán a un menor ritmo dada la limitada recuperación del gasto interno. Con ello, las exportaciones netas han aportado positivamente al crecimiento. Consideramos que esta situación continuará a lo largo del año lo que a su vez contribuirá a explicar un menor déficit en la balanza comercial del país. Conviene recordar en este sentido que, por parte de las exportaciones petroleras, México se beneficiará de una mayor plataforma de exportación y mejores precios de la mezcla. Por su parte, las exportaciones manufactureras tendrán el impulso de la continuación del gasto de consumo estadounidense. Hacia el primer trimestre del año, las exportaciones manufactureras de México hacia EEUU fueron las más beneficiadas entre los tres principales proveedores externos de manufacturas en EEUU.

Gráfica 29

**Cuenta corriente de la balanza de pagos y contribución al crecimiento de las exportaciones netas (% del PIB y ppts)**

Fuente: BBVA Research

Gráfica 30

**Importaciones manufactureras de EEUU por país de origen (% del total)**

Fuente: BBVA Research

**A pesar de esta disparidad entre demanda externa e interna mostrada hasta ahora, hacia adelante confiamos en que a la recuperación proveniente de exportaciones se le sumará el repunte de la demanda doméstica con mayores tasas de crecimiento de consumo e inversión.** Para el pronóstico de la evolución del consumo tomamos en cuenta la dinámica esperada del empleo total, de los salarios en términos reales y de una tasa de interés de corto plazo. Conviene recordar que en contraste con la crisis de 1995, en el episodio más reciente el empleo formal ha mostrado una notable resistencia a la caída. Si bien en el total del empleo cabe evaluar la calidad de los empleos, es cierto que se está observando una recuperación entre la población ocupada que consideramos se mantendrá en los siguientes trimestres. Por su parte, si bien la evolución esperada de los salarios nominales se ha mantenido con pocas variaciones, la rebaja de las perspectivas de inflación respecto a las vigentes antes de conocer su evolución a lo largo del segundo trimestre del año, contribuye a que en términos reales el poder adquisitivo de la población ocupada tenga un mejor comportamiento de lo previsto previamente. Adicionalmente, la estabilidad de las tasas de interés monetarias al menos hasta abril de 2011 y unas tasas largas que repuntarán de modo muy limitado favorecen que el costo de la financiación del consumo no sea un limitante adicional a su demanda. Con todo ello, estimamos que en términos de variación anual, el gasto en consumo de los hogares pasará de la caída de 6.2% en 2009 a una variación positiva en 2010 de 1.9%, 0.6 pp más de lo previsto hace tres meses.

El otro componente de importante peso de la demanda interna, la inversión privada, debería empezar a reflejar el efecto positivo del menor coste real de uso del capital, como señalan los diferenciales a la baja de la financiación de las empresas en los mercados, y la consolidación de las perspectivas de recuperación cíclica.

**Por otro lado, en los componentes públicos de la demanda interna, consideramos que 2010 mostrará la evolución contraria a la vivida el año previo.** Durante 2009 se aplicó por primera vez una política fiscal contracíclica, que contrarresta los efectos negativos de la recesión. Así, y en contraste con los componentes privados de la demanda, el gasto del gobierno y su inversión aportaron 0.8 puntos al crecimiento de 2009, mitigando una recesión que fue finalmente de 6.5 pp. En 2010, sin embargo, y acorde con la recuperación cíclica, los componentes públicos de gasto se ajustarán a la baja paulatinamente como ya ha sido el caso desde el último trimestre del año pasado.

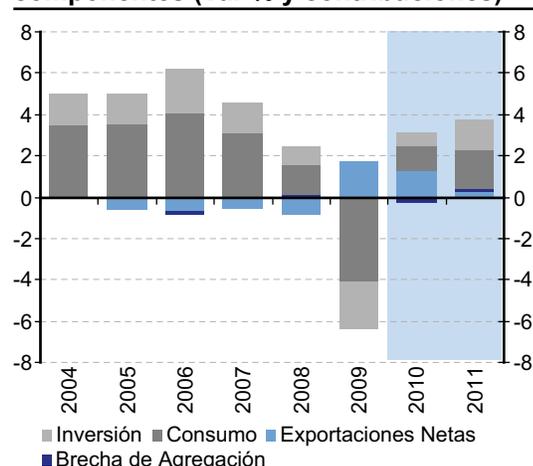
**A consecuencia principalmente de la sorpresa negativa del primer trimestre, nuestro escenario central plantea un ligero ajuste a la baja desde el 5% estimado previamente para 2010 hasta un 4.5% que estimamos ahora.** Con base en lo dicho en este capítulo y el anterior, dicho pronóstico está sujeto al proceso de recuperación de la demanda interna y capitalizando para México la etapa expansiva del ciclo externo.

Cuadro 2  
**Escenario Central, México**

	2007	2008	2009	2010	2011
PIB	3.3	1.5	-6.6	4.5	3.7
Consumo	3.9	1.7	-5.1	1.3	2.4
Privado	4.0	1.9	-6.2	1.9	2.6
Público	3.1	0.9	2.3	-1.7	0.9
Inversión	6.7	3.9	-9.9	3.1	6.7
Privada	5.9	2.9	-15.3	5.3	9.3
Pública	9.8	7.9	10.8	-3.4	-1.5
Exportaciones	5.7	0.7	-15.1	21.3	8.0
Importaciones	7.1	3.1	-18.5	15.3	7.0
Empleo. (% prom)	4.2	2.0	-3.1	2.8	3.9
Desempleo (% PEA)	3.7	4.0	5.5	5.0	4.2
Inflación (fdp)	3.8	6.5	3.6	5.2	3.7
Fondeo (fdp)	7.5	8.3	4.5	4.5	6.0
Tipo de Cambio (fdp)	10.9	13.4	12.9	12.0	12.3

Fuente: BBVA Research con datos INEGI

Gráfica 31  
**PIB México: componentes (Var % y contribuciones)**



Fuente: BBVA Research con datos INEGI

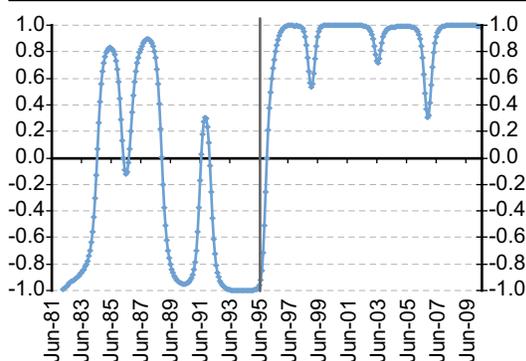
**La estrechísima relación de la economía mexicana con la estadounidense determinó en buena medida la recesión de 2009 y, en contraparte, nuestra recuperación en 2010.** El cambio estructural más relevante que ha tenido la economía mexicana en los últimos 30 años es el proceso iniciado a finales de la década de los ochenta de apertura de la economía al comercio internacional, inicialmente a través del Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (GATT) y a partir de 1994 con la entrada en vigor del TLCAN. A la par de este nuevo orden en el comercio, se implementaron una serie de reformas estructurales, entre las que se destacan la privatización de empresas y bancos hasta entonces en manos del Estado y, por otro lado, la adopción de medidas encaminadas a la estabilización nominal de la economía. Resultado de este proceso, podemos hablar de un antes y un después del TLCAN (y la crisis del 95) en la economía mexicana. Uno de los ejemplos más claros de esto es la muy estrecha vinculación de los ciclos económicos de la economía mexicana con la estadounidense, específicamente en el sector industrial, y a través de él al resto de la economía por medio de las exportaciones. Tanto es así, que la correlación en términos de crecimiento anual de la tendencia de las series de producción industrial de ambas economías cambió definitivamente de ser errática antes del TLC a ser prácticamente uno en el periodo a partir de entonces (Gráfica x)

Otra forma de ver esta estrechísima relación para el conjunto de la economía es a través de la comparación de la brecha del producto (output gap) de ambos países. Calculamos la brecha como la diferencia entre los datos observados de producción total (PIB) y una serie filtrada que aproxima la producción bajo condiciones de pleno empleo, es decir, bajo condiciones de producción (producción potencial) que impliquen la combinación más eficiente de los recursos de la economía. **La comparación de esta brecha para ambas economías, arroja una figura cuya dinámica es divergente e incluso contrapuesta antes del TLC y con una extrema similitud luego de esa fecha.**

Conociendo la característica principal del ciclo mexicano en tanto que “siamés” del estadounidense, es fácil adivinar que la dinámica de ese país es la pieza clave para entender la magnitud y velocidad de la recuperación mexicana. Esta sinergia, es por otro lado, el principal reto de la economía mexicana, que debe de encontrar motores internos de crecimiento más allá del desempeño económico de EEUU. Diversos ejercicios de simulación de la dinámica de ambas economías, apuntan a que **México sobre reacciona a movimientos en EEUU (tal y como ocurrió en 2009) y que en ausencia de choques positivos en la economía estadounidense, la dinámica del crecimiento mexicano tiende a agotarse en un lapso reducido de tiempo**<sup>4</sup>.

Gráfica 32

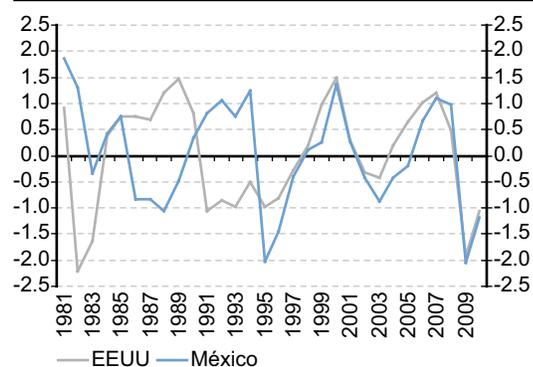
**Correlación móvil: industria (EEUU - México, componente de tendencia 30 meses)**



Fuente: BBVA Research con datos INEGI y Bloomberg

Gráfica 33

**Brecha del Producto (var % estandarizadas)**



Fuente: BBVA Research e INEGI

## Inflación contenida a pesar de las subidas impositivas de enero

**La inflación alcanzará el 5% a finales de año, con riesgos balanceados: al alza por posibles choques de oferta y a la baja ante una debilidad adicional de la demanda**

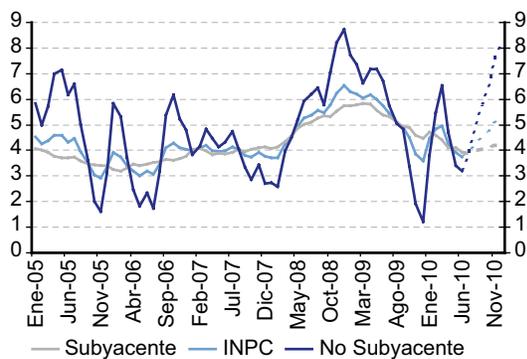
Las sorpresas positivas y acumuladas de manera consecutiva a partir de abril, que han llevado a la inflación interanual a su nivel más bajo en el año en junio con el 3.7%, fueron resultado, fundamentalmente, de un ajuste bajista en el componente no subyacente por choques de oferta en productos agrícolas. Sin embargo, por su naturaleza, este componente es muy volátil tanto desde el punto de vista estacional como por la posibilidad de choques climáticos. Con base a ciclos previos y a ciertos indicadores adelantados como los precios en mercados mayoristas, se espera a corto plazo el inicio de un ciclo alcista en las cotizaciones de precios agrícolas. Lo anterior se suma a una tendencia también al alza en los precios administrados por el cambio de política en 2010 al pasar por ejemplo, en la rúbrica de mayor impacto, del congelamiento de los precios de las gasolinas a subidas escalonadas al menos a lo largo de este año. En conjunto, se considera que estos factores tendrán un efecto alcista en las tasas de inflación durante el 2S10. Por lo tanto, se espera una reversión en la desinflación observada en los meses pasados en el componente no subyacente durante la segunda mitad del año.

4: Ello se puede ilustrar con un modelo del tipo VAR entre los PIB de EEUU y México en el que, además, las respuestas ante choques en las variables se pueden restringir considerando, por ejemplo, el estado inicial de las variables o sendas determinadas de variables exógenas. Así, se obtiene que la respuesta al alza del PIB mexicano ante un choque positivo en el crecimiento de EEUU es menos duradera que la dinámica que el choque genera en el propio PIB de EEUU.

**A su vez, el componente subyacente también ha tenido un comportamiento bajista en los meses previos principalmente como resultado de una demanda doméstica débil**, así como a caídas acumuladas en los costos de importación por un escenario de tipo de cambio peso-dólar más apreciado y de inflación a la baja en EEUU –que ha caído de 2.7% a/a en enero a 2.0% a/a en mayo–, principal origen de las importaciones mexicanas (cerca del 50% promedio este año). Con todo, el índice de precios de importaciones en pesos ha dejado de caer, lo cual podría sugerir que la tendencia bajista en los precios de las mercancías podría comenzar a revertirse en el corto plazo. Además, en el componente de servicios, que representa casi el 38% de la canasta del INPC se observa ya una tendencia ligeramente al alza con tasas cercanas al 4% en junio. Cabe destacar que este componente agrega rúbricas muy diversas (uso de vivienda, educación, transporte, turismo, entre otras), pero en todo caso se trata de mercados relativamente menos expuestos a la competencia vía precios –ya sea debido a la propia naturaleza de los servicios proporcionados y/o a la organización de los mercados– y en niveles históricamente muy bajos, sin que sean previsibles caídas adicionales de inflación sin alteraciones en los mecanismos de fijación de precios de los mismos. Adicionalmente, el componente de “otros servicios”, que pesa el 15% de la cesta del INPC, mantiene muy estable su tasa anual desde hace siete años, con niveles que al llegar cerca del 3.5% tienden a subir de nuevo.

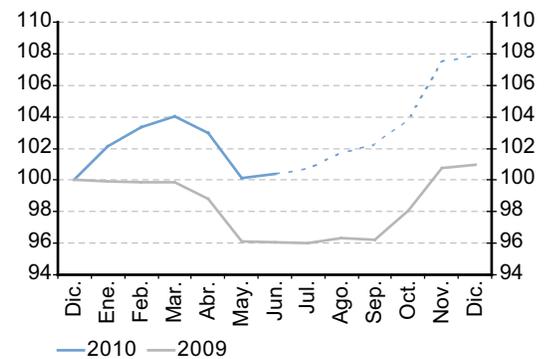
Por otra parte, los riesgos latentes al alza se explican vía un escenario menos benévolo en el 2S10 por una brecha del producto menor y un efecto base considerable al ya ubicarse en niveles históricamente bajos y muy cerca de umbrales en los que la rigidez de los mercados puedan empezar a descontar un freno a caídas adicionales en los precios.

Gráfica 34  
**Inflación y componentes**  
(Var. % a/a, serie mensual)



Fuente: BBVA Research

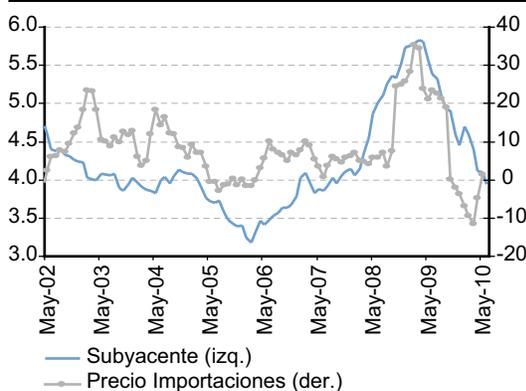
Gráfica 35  
**INPC, precios administrados (diciembre=100)**



Fuente: BBVA Research

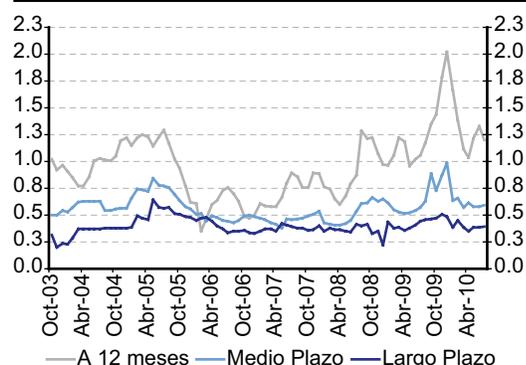
En resumen, la inflación tuvo un desempeño muy favorable en el 2T10, de modo que, contrario a lo previsto, se observó un estancamiento del nivel de precios en el trimestre. De acuerdo a la información disponible, es altamente previsible que la inflación se sitúe en el 4T10 cerca del 5%, en el centro del rango de Banxico y con un balance de riesgos bastante equilibrado: al alza vía choques de oferta en el componente no subyacente y a la baja ante un escenario de debilidad acusada de la demanda. Con todo, no parece probable alcanzar en el horizonte de previsión el objetivo de estabilidad de precios del 3% establecido por Banxico. Además, la brecha de expectativas de inflación de los analistas se mantiene en niveles razonables y tanto más estable conforme se va ampliando el plazo de referencia.

Gráfica 36

**Inflación subyacente y precios de importaciones (% anual)**

Nota: Índice de comerciales en pesos  
Fuente: Banxico y BBVA Research

Gráfica 37

**Brecha de Expectativa de Inflación**

Nota: Brecha de expectativas como la diferencia entre el promedio mensual de las expectativas de cada periodo correspondiente y la tasa de inflación objetivo de largo plazo a partir de 2002 del 3%  
Fuente: INFOSEL y BBVA Research

## Postura monetaria, flujos financieros e impulso cíclico, soporte de la curva de rendimiento y del tipo de cambio

### Política monetaria: continúa el ciclo de relajamiento monetario más largo desde la implementación de objetivos de inflación

**Banxico mantendrá la pausa monetaria el resto de 2010: el espacio para retirar el estímulo monetario se abrirá entre finales del 1T11 y principios del 2T11.** El balance riesgos que ha justificado desde hace más de un año esta postura continúa dando margen a la autoridad monetaria para mantener el fondeo y seguir evaluando la evolución de la actividad económica y sus efectos sobre la inflación –eventuales presiones de demanda–, así como los riesgos inflacionarios derivados de cambios en precios relativos (choques de oferta).

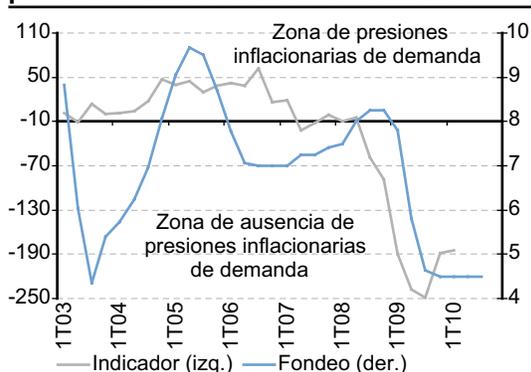
Por un lado, **las sorpresas positivas acumuladas de inflación de los últimos meses han disminuido la probabilidad de que la inflación anual se sitúe por arriba de la banda proyectada por el Banco Central al finalizar 2010.** No obstante, estos resultados favorables han estado sustentados principalmente por el componente no subyacente, y por lo tanto volátil, con lo que no es descartable un riesgo alcista desde estas mismas rúbricas, como se señala en la sección anterior. Además, la inflación crecerá en el 2S10 impulsada por la política de precios administrados y el efecto base de comparación con 2009 en los últimos meses, sin olvidar un entorno menos benévolo para el componente subyacente desde el lado de la demanda, con una brecha de producto en todo caso menos negativa de lo que lo fue en la primera mitad del año. Aunque Banxico ha enfatizado que el repunte de la actividad económica en México sigue siendo más limitado en el caso de la demanda doméstica. Este menor dinamismo de la demanda interna, junto a una mayor estabilidad cambiaria, están generando menores presiones sobre la inflación subyacente, lo que ha atenuado los riesgos de corto plazo.

Ahora bien, **la favorable coyuntura inflacionaria está lejos de justificar caídas adicionales de la tasa de fondeo.** Por un lado, las condiciones monetarias son ya expansivas, como

refleja cualquier índice de condiciones monetarias que se calcule. Además, el balance de riesgos sobre la inflación no ha cambiado y las perspectivas para el 2S10 son de aumento en la tasa interanual. Todavía no es claro que la convergencia inflacionaria esperada en 2011 por Banxico se aproxime al 3.0% en los plazos delineados.

Gráfica 38

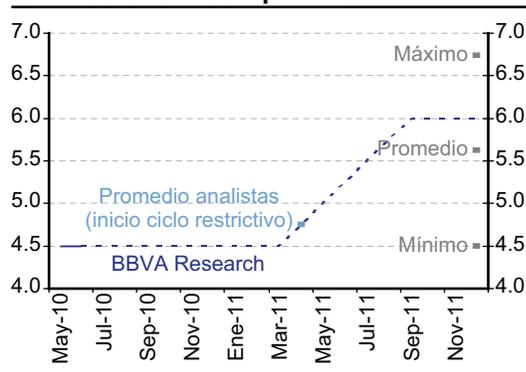
**Fondeo Bancario vs indicador presiones inflacionarias de demanda**



Fuente: Banxico y BBVA Research

Gráfica 39

**Fondeo bancario esperado**



Fuente: BBVA Research

La convergencia de la inflación a la meta de 3.0% para el cierre de 2011 enfrenta retos importantes como una brecha de producto cada vez menos negativa en un contexto de expectativas por encima de la meta. Todo ello pone un límite al margen de respuesta de Banxico en un escenario de recuperación cíclica de la economía. Una bajada en respuesta a las recientes sorpresas en inflación podría traducirse en una subida de las expectativas de mediano plazo –que siguen más cerca del 4.0% que de la meta de 3.0%–, dificultando con ello la convergencia de la inflación con la meta. Finalmente, el fuerte capital de credibilidad acumulado por Banxico para gestionar las expectativas de los agentes también es resultado de una comunicación en la que cualquier cambio en la postura monetaria es anticipado y se basa en mantener las acciones basadas en expectativas de mediano plazo. La comunicación realizada por Banxico de su política monetaria en julio no refleja ningún cambio de tono que haga pensar en una bajada de tasas en el futuro previsible bajo el escenario económico actual.

Al mismo tiempo, no hay nada en la evolución y los pronósticos de la inflación, en sus expectativas a más largo plazo, y en la evolución salarial, que justifiquen la necesidad de subir las tasas. En suma, Banxico mantendrá la tasa de fondeo en el 4.5% durante todo 2010, nivel que prevalece desde julio de 2009. Consideramos que el espacio para empezar a retirar gradualmente el estímulo monetario se abrirá a partir del 1T11.

**Perspectiva de aplanamiento de la curva de rendimientos, aunque limitado**

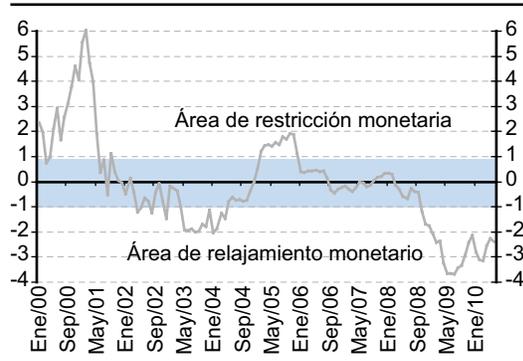
**A lo largo del 2T10 la pendiente de la curva de rendimientos gubernamental disminuyó en 69pb (10 años–3 meses).** Los factores que indujeron este comportamiento son la perspectiva de pausa monetaria prolongada (doméstica y en economías desarrolladas), flujos de capital a la búsqueda de rendimientos, una recuperación gradual de la liquidez en el mercado local y, sobre todo, el exceso de prima de riesgo implícita que presentaban los tramos largos previamente.

**Las posturas monetarias implementadas a raíz de la crisis económica global prevalecen como ancla nominal de los bonos públicos, en México y en otras economías emergentes.** Los bancos centrales de economías desarrolladas mantienen sus posturas acomodaticias, y

no han dado todavía señales sobre el inicio de un ciclo restrictivo este año. Ni esperamos que los den, por cierto. El retiro de las medidas instrumentadas para proveer de liquidez a sus sistemas financieros será gradual y está lejos todavía. Igualmente, el Banco de México, a través de sus comunicados de política monetaria, ha ido acomodando su tono hacia el respaldo de la prolongación de la pausa monetaria en los próximos meses, de acuerdo a nuestras expectativas. Junto a una favorable coyuntura inflacionaria, las expectativas de los mercados financieros domésticos han descontado finalmente este escenario, eliminando presiones de subida de tasas a lo largo de la curva. Dado que no se prevé el retiro del estímulo monetario ni en México ni en EEUU en este año este elemento no deberá ser un factor determinante del movimiento de las tasas de interés de mediano y largo plazo durante estos próximos meses. No obstante, consideramos que el tensionamiento de la política monetaria pudiera ganar peso en la evolución de los mercados financieros en los últimos meses de 2010, cuando el tema del inicio del ciclo restrictivo resurja al calor de un repunte de la inflación.

Gráfica 40

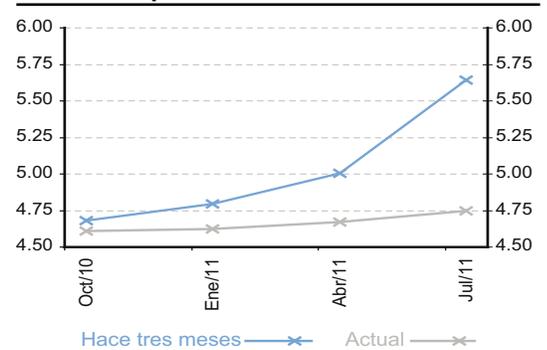
**Índice de condiciones monetarias**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 41

**Fondeo implícito en la curva de IRS**



Fondeo implícito: ajustado por el spread de equilibrio entre TIIIE y Fondeo, y por la prima plazo en la curva IRS  
Fuente: BBVA Research con datos de Valmer

**Los flujos de capital al mercado de bonos pudieran continuar: búsqueda de rendimientos e incorporación de México al índice global WGBI, los determinantes.** El menor apetito por instrumentos de deuda de algunas economías desarrolladas en Europa, así como de otros emergentes vinculados a los problemas económicos y de solvencia fiscal, han abierto un canal de transmisión de flujos adicional a los generados por las medidas financieras instrumentadas y que han estimulado la liquidez internacional hacia algunos mercados emergentes. Adicionalmente, los riesgos asociados a la crisis europea no tienen un vínculo directo, ni cercano, al contexto financiero y cíclico en México. Como mencionamos en la sección 3, los mercados en México pudieran seguir beneficiándose de su cercanía al dinamismo económico de EEUU y de su poca exposición a la crisis europea.

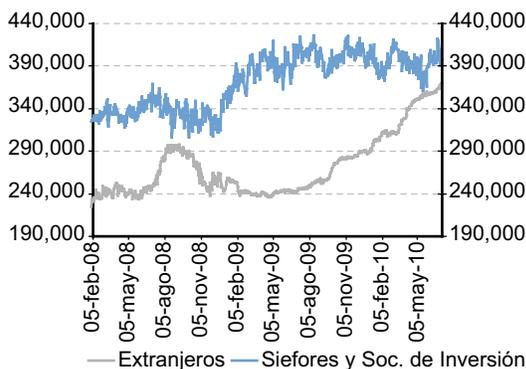
Otro elemento a tomar en cuenta es la inclusión de México en el índice WGBI desde el próximo mes de octubre, pero ya conocida y descontada previamente. De acuerdo a la experiencia de otros mercados emergentes, los flujos de capital al mercado de bonos se activan incluso meses previos a la incorporación oficial al índice. En el caso de México estimamos que en los últimos 4 trimestres se han acumulado en torno a USD \$9 mil millones, cifra es todavía lejana de lo que se proyecta pudiera entrar (en torno a USD \$14 mil millones puede ser una aproximación razonable). Si asumimos que gran parte de esta entrada de capitales responde al efecto WGBI, y que se prolongará, aunque a una tasa más conservadora, se pudieran anticipar flujos adicionales en el 2S10 por un monto de entre USD \$5 mil y USD \$7 mil millones. Este monto, en términos de lo reportado en la balanza de pagos y del tamaño del mercado, es una cifra extraordinaria. Con ello, consideramos que la curva de rendimientos pudiera

continuar beneficiándose de la fuerte recuperación de los flujos de inversión extranjera en este mercado<sup>5</sup>. A esto, se añade la mayor demanda por parte de inversionistas institucionales locales, que han vuelto a comprar papel después de la crisis financiera.

**La prima de riesgo implícita en la parte larga de la curva era muy elevada, lo cual abría el margen de ajuste una vez diluido el riesgo de crecimiento y fiscal en México: esta prima deberá estar ausente en la actual fase del ciclo económico.** De acuerdo a nuestras estimaciones, la pendiente de la curva observada todavía en el 1T10 de más de 300pb (M10-fondeo), excedía en más de 100pb la pendiente esperada en un entorno de ausencia de riesgos de liquidez y de solvencia fiscal. Consideramos que dado la reciente evolución de la inflación, la presente postura monetaria de relajamiento, y tomando en cuenta una aproximación de pendiente de la curva de equilibrio, este pendiente debería fluctuar en torno a los 200pb. Actualmente, ésta oscila en un rango de 230pb, por lo que existe un ligero espacio a la baja en las tasas de largo plazo, incluso algo mayor si la inflación continúa desenvolviéndose dentro del rango de Banxico, y los flujos de capital extranjero aceleran nuevamente su participación. En todo caso, dado el perfil del balance de riesgos inflacionarios hacia el 1T11 y 2T11, el espacio de aplanamiento deberá agotarse hacia finales de 2010. En suma, vemos todavía **margen de caídas en la parta larga de la curva, pero con movimientos más limitados a los ya observados.**

Gráfica 42

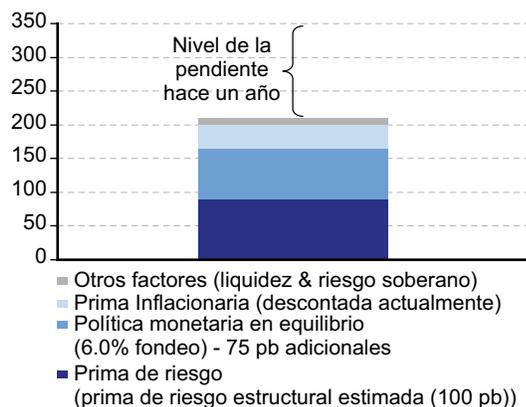
**Tenencia de bonos extranjeros y fondos (millones de pesos)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 43

**Descomposición de la pendiente de la curva (M10-fondeo, pb)**



Fuente: BBVA Research

**Apreciación del tipo de cambio hacia el 2S10**

**La diferenciación positiva de las variables financieras mexicanas en los mercados globales también se ha observado en el peso.** Existe margen de apreciación adicional. El peso mantiene una tendencia de apreciación desde el 4T09 más acusado que al de otras monedas de economías emergentes al menos en parte porque hasta ese momento se desempeño relativo había sido también peor –menor apreciación respecto a finales del 2008- afectada por la exposición relativamente mayor al foco del ajuste económico global. A pesar de esta diferenciación positiva vinculada a la recuperación del ciclo económico de EEUU, el tipo de cambio promedio de los últimos meses está todavía lejos del nivel promedio “pre-Lehman”, al menos, más lejos que el de otras divisas de economías emergentes.

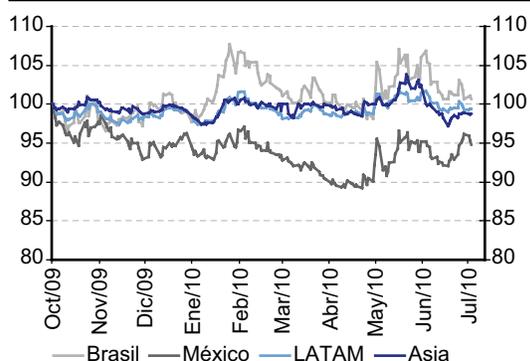
5: Existe una elevada incertidumbre en torno a estas proyecciones, sobre todo, porque no es claro, observando la evidencia empírica, en cuanto tiempo estos flujos extranjeros pudieran entrar al mercado de bonos.

Los episodios de apreciación cambiaria registrados durante el 2T10 fueron interrumpidos por la elevada volatilidad en los mercados globales y las dudas sobre la senda de crecimiento de EEUU. De no haberse activado nuevamente un ciclo de mayor aversión al riesgo, vinculado en su origen a Europa, posiblemente el tipo de cambio ya estaría oscilando cerca de niveles de 12ppd. Así, consideramos que está abierto el margen de apreciación del peso para esta segunda mitad del año. Un primer elemento de apoyo a la cotización del peso es la búsqueda de rendimiento de los inversionistas como resultado de la elevada liquidez internacional, lo que junto con el diferencial de tasas mencionado activará nuevamente las estrategias de carry-trade (arbitraje de tasas). Esta liquidez podría mantenerse ante las perspectivas de extensión de las políticas monetarias laxas en los países más desarrollados al menos en lo que resta del año, y un contexto de menor aversión al riesgo global. A pesar de que el Banco de México también está implementando una política monetaria acomodaticia, consistente con el balance de riesgos sobre inflación y crecimiento, las economías más desarrolladas mantienen sus tasas de interés de referencia en cero o muy cercanas a cero. Así, los diferenciales de tasas son considerablemente elevados aún si se ajustan por el riesgo percibido en los mercados, y no se prevé que este diferencial de tasas cambie durante 2010 y parte de 2011.

Otro elemento detrás de las perspectivas del tipo de cambio es la diferenciación positiva del mercado doméstico frente a otros emergentes en un contexto de recuperación cíclica. Las distintas medidas de aversión al riesgo financiero, tanto globales como domésticas, volverán a una senda positiva conforme se vuelve a consolidar la perspectiva de recuperación económica en EEUU y, en consecuencia, las perspectivas de crecimiento en México.

Gráfica 44

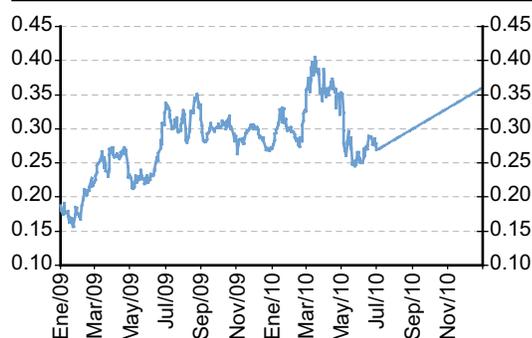
**Índice de tipo de cambio desde octubre de 2009 (5 Octubre 2009=100)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 45

**Índice de carry-trade**



Fuente: BBVA Research

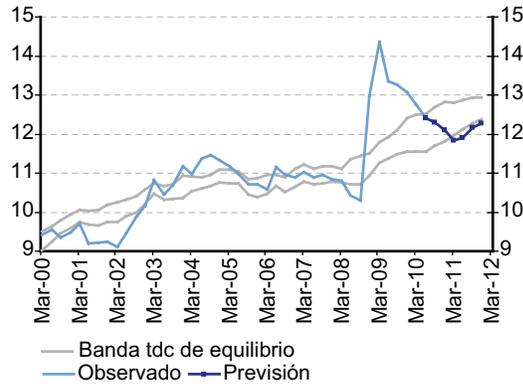
Finalmente, debe mencionarse que la recuperación económica en México no está siendo acompañada de un deterioro de su balance por cuenta corriente. Es decir, no se perciben riesgos de financiamiento de la balanza de pagos dado que ésta se ampliará muy moderadamente en consonancia con un crecimiento gradual y moderado de la demanda interna y unos precios del petróleo más elevados que en 2008. Además, la financiación de este déficit no será problemático en un entorno financiero de menor aversión al riesgo y aumento de los flujos a emergentes, tanto de los de más corto plazo como de la IED, y una política fiscal con apelación al ahorro externo limitada.

Con todo ello, de acuerdo a nuestras estimaciones, el tipo de cambio observado en las últimas semanas, entre 12.5 y 13.0 ppd está muy cerca del límite superior de la banda que configura nuestra estimación del tipo de cambio de equilibrio de largo plazo. Sin embargo, la coyuntura financiera y económica descrita anteriormente pudiera impulsar al tipo de cambio

hacia la banda inferior; es decir, un nivel más apreciado o incluso más cercano a zonas de sobrevaloración. Estimamos que el tipo de cambio peso-dólar cierre el año en torno a 12 ppd, y fluctúe alrededor de este nivel durante la primera mitad del año. Hacia finales del año que viene, el ciclo monetario internacional pudiera imprimir nuevamente un sesgo leve de volatilidad que unido a la tendencia dada por el diferencial de inflación y productividad de México vs EEUU llevaría el tipo de cambio hacia zonas cercanas al 12.5 de nuevo.

Gráfica 46

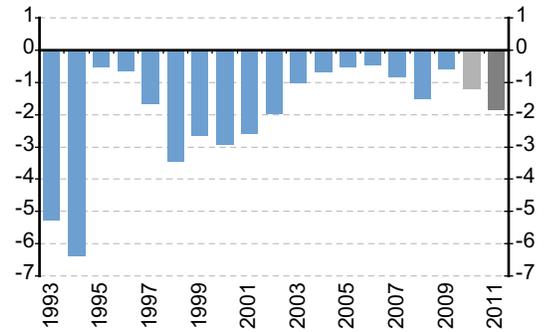
**Tipo de cambio de equilibrio con bandas y tdc esperado**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 47

**Saldo por cuenta corriente, % PIB**



Fuente: BBVA Research

### Recuadro 3: Una estimación del impacto del Paquete Fiscal 2010 en la Inflación

La trayectoria de la inflación durante el 1S10 fue mejor a lo esperado, tanto para BBVA Research como para el consenso de analistas. Factores como la apreciación nominal del tipo de cambio peso-dólar, la debilidad de la demanda doméstica y un comportamiento excepcionalmente bajista de los precios de algunos productos agrarios, coincidieron para mitigar las presiones alcistas derivadas de los mayores costos que suponen las subidas de impuestos que entraron en vigor en enero pasado.

Las presiones de alza sobre los precios de consumo se derivaron de las siguientes tres modificaciones<sup>1</sup> (i) subida de la tarifa del IVA de 15% a 16% (de 10% a 11% en las zonas fronterizas); (ii) mayores costos tributarios a la producción y servicios (IEPS) de algunos bienes y servicios; (iii) aumento de la tarifa marginal máxima del ISR del 28% al 30%. Mientras que los dos primeros cambios tienen un efecto directo sobre la inflación al gravar el precio de bienes y servicios que componen el INPC, el último tiene un efecto indirecto ya que para las personas morales es un costo asociado a la producción. Tanto en uno como en otro caso las empresas pueden trasladar o no la mayor carga fiscal a los consumidores aumentando los precios de los bienes y servicios que producen<sup>2</sup>, dependiendo de su posición competitiva en el mercado o de la fortaleza de la demanda del producto en cuestión.

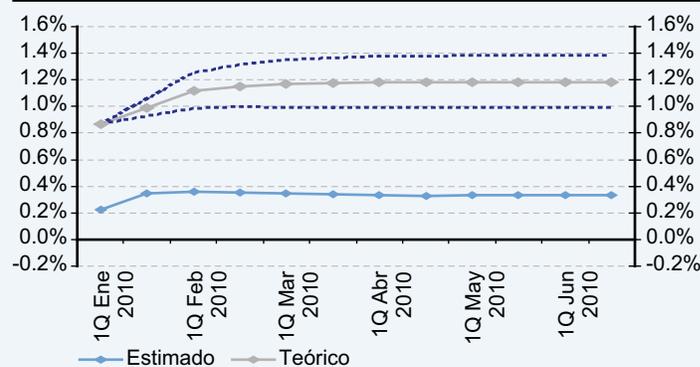
Estimar el impacto específico de las variaciones de costos, fiscales implica un elevado margen de incertidumbre ya que el INPC recoge precios registrados de venta al público y no directamente costos en la economía. No siempre se cuenta con los datos para llevar a cabo el experimento natural de comparar los precios del mismo bien con dos cargas impositivas distintas.<sup>3</sup>

Aun con todas estas limitaciones se puede realizar una aproximación del impacto de la subida de impuestos en los precios, al menos en el caso del IVA -del 15% al 16%- y para el INPC de la cesta de bienes y servicios con IVA. (INPC-IVA). Para ello en primer lugar se aproxima el impacto teórico de la subida del impuesto como un choque de un 1% al alza en el INPC-IVA de diciembre de 2009. Este

choque se aplica sobre un sencillo modelo autorregresivo con dos retardos estimado con datos quincenales de julio de 2002 a diciembre de 2009. Como se observa en el gráfico adjunto, que recoge la respuesta acumulada en el INPC-IVA, en principio, el *pass through* total podría ser incluso algo superior al choque inicial, lo que resultaría consistente con un proceso de formación de precios con un poder elevado de fijación de precios por parte de las empresas y rigideces en la demanda del bien. Con el fin de comparar este impacto teórico con lo observado hasta junio 2010, se re-estimó el mismo modelo hasta la 2a quincena de junio de 2010, incluyendo una variable dicotómica con valor de 1 a partir de enero 2010 y cuya elasticidad estimada trata de captar el impacto impositivo en los precios. Como se puede observar en la gráfica, más allá de la magnitud específica, la diferencia entre ambas estimaciones sugiere que el alza del IVA ha tenido un impacto en los precios de los productos sometidos a ese gravamen menor al considerado como teórico. Este resultado es congruente con un escenario de debilidad de la demanda interna y de caída de costos de importación.

Gráfica 48

#### Impacto acumulado de la subida de 1 pp en la tarifa del IVA en las rúbricas del INPC sujetas a este impuesto



Fuente: BBVA Research

1: También se han revisado tasas y derechos públicos, que son también costos que conforman los precios de consumo.

2: Seguramente será de más cierta transmisión el efecto directo, pero no es obligatoria si la empresa actúa en un mercado con libertad de precios.

3: Esto se pudo hacer con el cambio de la tarifa de IVA del 10% al 15% en 1995, que no se aplicó en las zonas fronterizas del país. Ver el estudio de Aportela y Werner (2002) "La Reforma al Impuesto al Valor Agregado de 1995: Efecto Inflacionario, Incidencia y Elasticidades Relativas", Num. 2002-01, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México.

## 6. Anexo

Cuadro 3

**Indicadores y Pronósticos Estados Unidos**

	2008	2009	2010	2011	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11
<b>Indicadores Macroeconómicos</b>												
PIB (variación % real)	0.4	-2.4	3.0	2.5	2.4	0.1	2.4	3.3	3.4	2.6	2.5	2.5
Consumo personal (var. % real)	-0.2	-0.6	2.3	1.9	1.6	1.0	1.6	2.6	2.5	2.6	2.3	2.0
Consumo gobierno (var. % real)	3.1	1.8	0.6	1.9	1.8	1.3	1.5	0.3	0.0	0.7	1.7	1.8
Inversión fija bruta (var. % real)	-5.1	-18.3	1.6	6.7	8.5	-13.8	-2.6	2.2	3.6	3.4	5.4	6.0
Construcción <sup>1</sup>	-22.9	-20.5	1.2	8.4	10.3	-12.6	-4.0	4.6	1.8	2.7	7.8	7.9
Producción industrial (var. % real anual)	-3.3	-9.2	4.7	3.5	2.5	-3.8	2.7	7.2	4.5	4.5	3.5	3.5
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-4.9	-3.0	-3.7	-3.9	-4.2	-3.3	-3.6	-3.4	-3.6	-4.0	-4.2	-3.7
Inflación anual (fin de periodo)	0.1	2.7	1.0	2.2	2.0	2.7	2.3	1.1	1.1	1.0	1.2	2.0
Inflación anual (promedio de periodo)	3.8	-0.4	1.6	1.8	2.2	1.4	2.4	1.8	1.1	1.0	1.0	1.7
Balance fiscal primario <sup>2</sup> (% del PIB)	-3.2	-9.9	-10.7	-8.5	-5.3	-9.9	-	-	-	-10.7	-	-

Cuadro 4

**Indicadores y Pronósticos México**

	2008	2009	2010	2011	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10
<b>Actividad Económica</b>												
<b>PIB (series desestacionalizadas)</b>												
Variación % real anual	1.5	-6.6	4.5	3.7	-9.1	-8.5	-6.2	-2.4	4.4	5.6	4.3	3.6
Por habitante en dólares	10,305	8,144	9,551	10,159	7,500	7,977	8,321	8,778	9,208	9,381	9,591	10,024
Miles de millones de dólares	1,099	876	1,035	1,110	807	858	895	944	998	1,017	1,040	1,087
<b>Inflación (% , prom.)</b>												
General	5.1	5.3	4.5	3.9	6.2	6.0	5.1	4.0	4.8	4.0	4.2	5.0
Subyacente	4.9	5.3	4.2	3.9	5.8	5.6	5.1	4.6	4.6	4.0	4.0	4.1
<b>Mercados Financieros (% , fdp)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	7.9	5.4	4.5	5.3	6.8	4.8	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
Cetes 28 días	7.6	5.4	4.5	5.4	7.0	5.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.6	4.6
TIIE 28 días	8.3	5.9	4.9	5.5	7.7	5.3	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
Bono 10 años (% , prom.)	8.4	8.0	7.1	7.8	8.0	7.9	8.1	8.0	7.8	7.2	6.7	6.8
<b>Tipo de cambio (prom.)</b>												
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	12.1
<b>Finanzas Públicas*</b>												
RFSP (% del PIB)	-1.6	-2.7	-2.3	-1.9	--	--	--	-2.7	--	--	--	-2.3
<b>Sector Externo</b>												
Balanza comercial (mmd)	-17.3	-4.6	-12.9	-22.6	-2.3	0.4	-2.8	0.0	0.4	0.8	-7.3	-6.8
Cuenta corriente (mmd)	-15.9	-5.2	-12.9	-20.7	-1.2	0.4	-3.7	-0.7	-0.5	0.2	-6.3	-6.2
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.5	-0.6	-1.2	-1.9	-0.6	0.2	-1.7	-0.3	-0.2	0.1	-2.4	-2.3
Petróleo (mezcla mexicana, dpb, fdp)	84.4	57.6	70.1	74.8	39.4	56.2	64.3	70.3	71.3	70.7	67.6	70.9
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado (% a/a)	2.0	-3.1	2.8	3.9	-2.3	-3.8	-3.9	-2.2	1.3	2.9	3.5	3.4
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	4.0	5.5	5.0	4.2	4.8	5.7	5.8	5.6	5.4	5.1	4.9	4.7

**Demanda Agregada<sup>3</sup> (Var % anual, desestacionalizada)**

Demanda Agregada Total	1.9	-9.6	<b>6.9</b>	<b>4.5</b>	-13.2	-13.5	-9.4	-1.8	<b>7.6</b>	<b>10.1</b>	<b>5.8</b>	<b>4.5</b>
Demanda interna	2.2	-6.1	<b>1.7</b>	<b>3.3</b>	-6.9	-7.5	-5.7	-4.4	<b>1.6</b>	<b>2.4</b>	<b>0.3</b>	<b>2.5</b>
Consumo	1.7	-5.1	<b>1.3</b>	<b>2.4</b>	-6.7	-6.5	-4.0	-3.1	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>	<b>-0.6</b>	<b>1.0</b>
Privado	1.9	-6.2	<b>1.9</b>	<b>2.6</b>	-8.3	-7.6	-4.9	-3.8	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>-0.2</b>	<b>2.0</b>
Público	0.9	2.3	<b>-1.7</b>	<b>0.9</b>	4.1	1.4	2.2	1.4	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>-3.0</b>	<b>-5.1</b>
Inversión	3.9	-9.9	<b>3.1</b>	<b>6.7</b>	-7.5	-11.2	-11.5	-9.3	<b>-1.3</b>	<b>2.0</b>	<b>3.5</b>	<b>8.4</b>
Privado	2.9	-15.3	<b>5.3</b>	<b>9.3</b>	-13.0	-17.9	-17.1	-13.2	<b>-1.5</b>	<b>4.0</b>	<b>7.2</b>	<b>12.1</b>
Público	7.9	10.8	<b>-3.4</b>	<b>-1.5</b>	15.2	16.3	9.1	3.8	<b>-0.9</b>	<b>-3.8</b>	<b>-6.8</b>	<b>-1.9</b>
Demanda Externa	0.7	-15.1	<b>21.3</b>	<b>8.0</b>	-23.4	-24.5	-15.7	6.8	<b>23.7</b>	<b>28.8</b>	<b>19.6</b>	<b>14.3</b>
Importaciones	3.1	-18.5	<b>15.3</b>	<b>7.0</b>	-25.0	-27.5	-18.6	0.0	<b>18.8</b>	<b>26.3</b>	<b>10.5</b>	<b>7.4</b>

**PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)**

Primario	1.1	1.8	<b>1.2</b>	<b>3.0</b>	1.2	2.5	1.5	2.0	<b>-0.6</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.5</b>
Secundario	-0.6	-7.3	<b>6.3</b>	<b>3.3</b>	-11.6	-9.0	-6.3	-2.1	<b>6.0</b>	<b>7.0</b>	<b>5.9</b>	<b>4.4</b>
Minería	-1.4	1.0	<b>1.0</b>	<b>-0.1</b>	-1.1	1.2	2.4	1.3	<b>3.9</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>
Electricidad	-2.2	1.1	<b>2.6</b>	<b>3.2</b>	-2.5	-0.1	4.0	3.3	<b>1.5</b>	<b>2.8</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>
Construcción	0.6	-7.5	<b>2.2</b>	<b>4.5</b>	-9.8	-6.1	-7.1	-6.9	<b>-3.7</b>	<b>-0.1</b>	<b>4.6</b>	<b>7.9</b>
Manufactura	-0.6	-10.2	<b>9.0</b>	<b>3.5</b>	-15.4	-14.2	-9.3	-1.6	<b>10.7</b>	<b>12.5</b>	<b>8.6</b>	<b>4.5</b>
Terciario	3.1	-6.7	<b>4.4</b>	<b>4.2</b>	-7.9	-9.6	-6.2	-2.9	<b>4.4</b>	<b>5.9</b>	<b>3.6</b>	<b>3.7</b>
Comercio	2.3	-14.7	<b>8.1</b>	<b>6.3</b>	-19.1	-18.8	-16.1	-3.8	<b>14.8</b>	<b>9.0</b>	<b>4.8</b>	<b>4.4</b>
Transporte, correos y almacenamiento	0.2	-8.2	<b>6.6</b>	<b>4.5</b>	-11.5	-11.9	-7.5	-1.3	<b>6.8</b>	<b>9.1</b>	<b>6.0</b>	<b>4.7</b>
Información en medios masivos	8.0	1.6	<b>9.3</b>	<b>5.6</b>	-0.6	1.6	1.9	3.4	<b>6.1</b>	<b>9.6</b>	<b>10.9</b>	<b>10.4</b>
Serv. financieros y de seguros	18.7	-3.8	<b>1.8</b>	<b>7.6</b>	-0.8	-5.5	-2.3	-6.4	<b>0.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>
Serv. inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles	3.2	-5.3	<b>2.7</b>	<b>3.5</b>	-8.5	-6.4	-3.4	-2.7	<b>2.7</b>	<b>1.8</b>	<b>2.5</b>	<b>3.9</b>
Serv. profesionales, científicos y técnicos	3.1	-5.3	<b>-1.4</b>	<b>2.4</b>	-2.7	-3.4	-5.7	-9.2	<b>-4.0</b>	<b>-2.0</b>	<b>-1.5</b>	<b>2.0</b>
Dirección de corporativos y empresas	-2.9	-3.5	<b>-1.4</b>	<b>0.8</b>	0.1	-1.2	-3.9	-8.9	<b>-2.0</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.4</b>	<b>1.0</b>
Serv. de apoyo a los negocios, serv. de remediación	1.8	-5.3	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	-2.7	-5.7	-5.8	-6.8	<b>-1.0</b>	<b>3.2</b>	<b>3.7</b>	<b>2.5</b>
Serv. educativos	1.6	-4.5	<b>6.1</b>	<b>2.5</b>	0.1	-16.6	-0.7	-0.8	<b>0.3</b>	<b>21.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>
Serv. de salud y de asistencia social	-1.2	-0.1	<b>-0.1</b>	<b>1.2</b>	-2.2	3.8	-1.0	-1.2	<b>1.1</b>	<b>-2.7</b>	<b>1.0</b>	<b>0.2</b>
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	1.3	-2.3	<b>1.5</b>	<b>2.4</b>	-3.0	-3.4	-2.5	-0.5	<b>-0.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>
Serv. de alojamiento temporal y Prep. de alim. y beb.	0.8	-9.6	<b>4.3</b>	<b>4.5</b>	-7.9	-17.0	-8.4	-5.0	<b>-1.7</b>	<b>12.2</b>	<b>3.1</b>	<b>4.8</b>
Otros Serv. excepto actividades del gobierno	0.6	-2.6	<b>2.9</b>	<b>2.0</b>	-2.0	-4.5	-1.7	-2.3	<b>-0.7</b>	<b>5.3</b>	<b>3.9</b>	<b>3.0</b>
Actividades del gobierno	1.2	3.7	<b>0.1</b>	<b>0.8</b>	5.7	5.8	2.2	1.1	<b>0.0</b>	<b>-1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

3: Base 1993=100; PIB por sectores base 2003=100. Los datos observados del sector primario, secundario y terciario desestacionalizado por INEGI, el resto ajuste estacional propio

fdp: fin de periodo

mmd: miles de millones de dólares

dpb: dólares por barril

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

RFSP: Requerimientos Financieros del Sector Público

nd: no disponible

 Nota: pronóstico aparece 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](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

**Consejo Editorial**

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

**Han elaborado esta publicación**

*Editor*

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

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

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

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

**Javier Amador**  
javier.amador@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  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@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  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com

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

Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

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

*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

**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:**

