

Situación México

México

Segundo Trimestre 2011
Análisis Económico

- La economía global sigue creciendo con fuerza impulsada por las economías emergentes a pesar de la subida del petróleo
- México y la subida de precios del petróleo: un impacto benigno que eleva las perspectivas de crecimiento y frena temporalmente la convergencia de la inflación
- Política monetaria: esperar, ver y subir (poco)
- Aprobada la reforma de la competencia: que no se quede sola

Índice

1. En Resumen.....	2
2. Entorno global: recuperación, shocks y vulnerabilidades	5
3. México y la subida de precios del petróleo: un impacto benigno por transitorio.....	8
4. Banxico, nuevo ciclo monetario que no llegará al pico anterior	20
Recuadro 1: Reforma de la Ley Federal de Competencia: una reforma necesaria pendiente del reglamento	23
5. Previsiones.....	30

Fecha de cierre: 12 de mayo de 2011

1. En Resumen

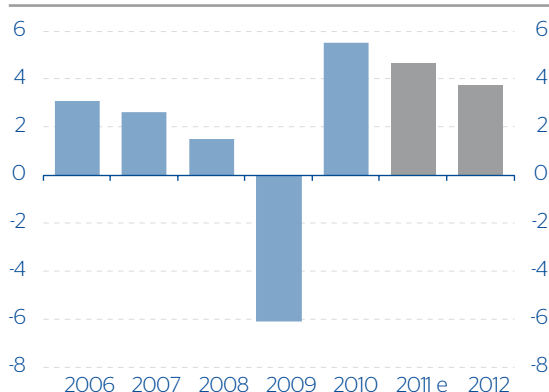
Mejoran las expectativas de la economía mexicana ante un aumento “benigno” de los precios del petróleo, aunque con riesgos en crecimiento sesgados a la baja

Los primeros meses de 2011 han resultado mejores de lo que se esperaba para la economía mexicana en términos de crecimiento económico a pesar de que el panorama global, que sigue siendo en general favorable, presenta una cierta pérdida de tono en las economías más desarrolladas. Por una parte, la demanda procedente de EEUU ha mantenido el ritmo en exportaciones de manufacturas y mejorado las de rentas con el incipiente cambio de tendencia de la llegada de remesas de migrantes. Por otra parte, el aumento de precios de las materias primas, y en particular del petróleo, aunque supone un riesgo a la baja para el dinamismo del ciclo global, se espera que sea transitorio, con niveles de precios que ya habrían sobrepasado sus máximos de este año en un escenario de menores riesgos geopolíticos en el Oriente Medio y Norte de África y de capacidad de aumento de la producción petrolera en caso de ser necesario. Finalmente este choque es particularmente favorable a priori para la economía mexicana, exportadora neta de petróleo, que tendrá, al menos en 2011 un aumento neto de los ingresos externos, respecto a los previstos inicialmente, y unos ingresos públicos superiores a lo presupuestado y por lo tanto consistentes con un aumento del gasto público, corriente y de capital. En el escenario global de BBVA Research, de continuado crecimiento de EEUU en cifras cercanas al 3% por segundo año consecutivo y de drenaje muy prudente de la cantidad y el precio de la liquidez existente en el mercado financiero, el impacto sobre México debería ser netamente positivo en 2011. Con todo ello, resulta razonable pensar en un crecimiento en México del 4.7% en 2011, 0.4 pp más de lo previsto hace tres meses. Las perspectivas para 2012 se mantienen inalteradas en un crecimiento del PIB cercano al 4%, consistente con una etapa cíclica en la que no se esperan aceleraciones de la demanda externa y las condiciones de soporte de las políticas de demanda serán algo menos favorables de lo que han venido siendo hasta ahora.

En todo caso, el balance de riesgos de este escenario está sesgado a la baja como consecuencia de las incertidumbres existentes en cuanto al impacto final que el choque de precios del petróleo tenga en el crecimiento global y por lo tanto en la demanda externa de México y en cuanto al ritmo de retiro de los estímulos de las políticas de demanda, fiscal y monetaria, tras un periodo de excepcional laxitud. Un ritmo lo suficientemente lento para tener la certeza de que la demanda de las economías más desarrolladas es capaz de crecer de modo auto sostenido, soportada en la demanda privada y sin nuevos eventos de crisis financieras. Pero lo suficientemente rápido para que no se produzcan repuntes indeseados de las expectativas de inflación o nuevos episodios de crisis de solvencia fiscal.

Gráfica 1

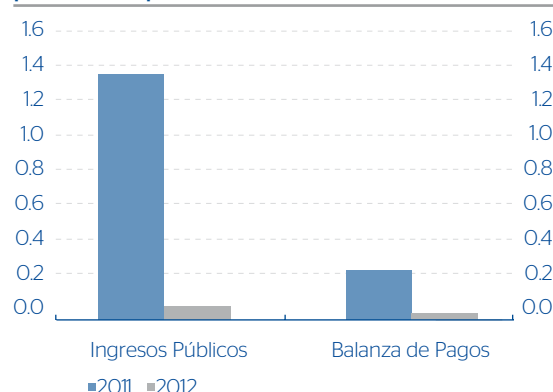
México, crecimiento % PIB



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

México, impacto de la revisión al alza de los precios del petróleo, % del PIB

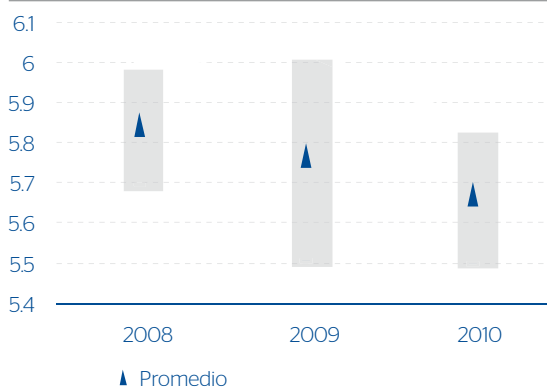


Fuente: BBVA Research

Desde el punto de vista de la inflación, el cambio de escenario global de precios de materias primas supone una mayor presión sobre los precios de consumo a través del aumento de costos importados. Sin embargo, consideramos que la fortaleza del tipo de cambio, la capacidad de producción doméstica de materias primas alimenticias y el margen fiscal que permite no alterar las subidas de precios de las gasolinas a pesar de la aceleración de sus referencias internacionales son factores que unidos a la holgura existente aún en los mercados de recursos domésticos -empleo y capacidad instalada- permiten descartar una aceleración generalizada de los precios. Estimamos que la inflación únicamente interrumpirá de forma temporal en los próximos meses su proceso de medio plazo de convergencia hacia niveles consistentes con la estabilidad de precios de acuerdo a Banxico. Sin embargo, para evitar la posibilidad de que la coincidencia de efectos base desfavorables en el INPC y de aumentos de los costos pudiesen afectar a las expectativas de inflación de medio plazo, Banxico emprenderá antes del final de 2011 un ciclo de subidas de la tasa de fondeo, muy limitadas si se comparan con el repunte alcanzado en el anterior ciclo monetario. En este sentido, el nivel de la tasa neutral de fondeo, aquella consistente con una inflación cercana al objetivo de estabilidad de precios y con la inexistencia de una brecha relevante entre nivel de actividad registrada y potencial, se sitúa en el rango 5.5-6.0%, por debajo de anteriores estimaciones. Además, considerando la prevista moderación del ciclo global en el que se desenvuelve la economía mexicana y la credibilidad de Banxico en la implementación de su política monetaria, no parecen razonables tasas muy superiores a este rango en el horizonte de previsión.

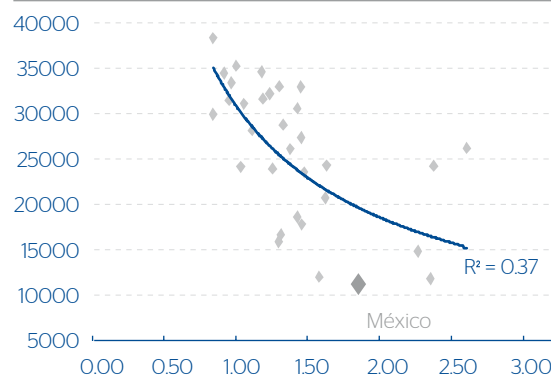
Finalmente, en lo que se refiere a las condiciones de financiamiento en las que se desenvolverá la economía mexicana, el suelo dado por el rendimiento de los activos de deuda pública se irá incrementando paulatinamente con el aumento de la prima de inflación y actividad conforme avance el ciclo global. Con todo, estos aumentos serán históricamente moderados dada la posición de relativa fortaleza de las finanzas públicas mexicanas: comprometidas con la estabilidad buscando el equilibrio presupuestario anual, favorecidas por la entrada de mayores ingresos petroleros y sin riesgos latentes por apoyos al sistema financiero.

Gráfica 3
Tasa natural de fondeo, estimaciones alternativas, %



Fuente: Banxico y BBVA Research

Gráfica 4
OCDE. PIB per cápita y restricción a la competencia, 2008. Dólares constantes ajustados por PPP e indicador OCDE¹



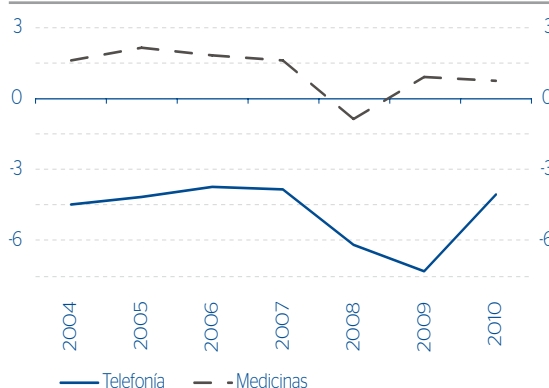
¹ Indicador elaborado por la OCDE para los países del área con una escala de 0 a 6, de menor a mayor restricción a la competencia. Para más detalles sobre su elaboración: http://www.oecd.org/document/36/0,3746,en_2649_37463_35790244_1_1_37463,00.html
Fuente: BBVA Research con datos de OCDE

Mayor ambición en el proceso de reformas de la economía

En el escenario descrito, el panorama para la economía mexicana es favorable para la implementación de reformas que favorezcan la mejora del bienestar de la población y la fortalezcan ante potenciales escenarios adversos. En este sentido, hay que valorar positivamente la aprobación por el legislativo de la reforma de la Ley Federal de Competencia. Aunque su entrada en vigor efectiva está pendiente de desarrollo reglamentario, la Ley presenta avances sustantivos en las capacidades de indagación y sanción de la Comisión Federal de Competencia. Una regulación orientada a fortalecer la competencia entre los agentes económicos tiene efectos positivos sobre la productividad y capacidad de crecimiento de la economía, a la vez que la provisión de bienes y servicios en mayores cantidades y a menores precios, permite a los consumidores maximizar la utilidad obtenida de su renta disponible. Así, en México, en aquellas actividades en las que el entorno es cada vez más competitivo, se registran incrementos de precios cada vez menores o incluso caídas de las tasas de inflación, lo que debe animar a profundizar en las reformas dirigidas a favorecer la competencia.

Gráfica 5

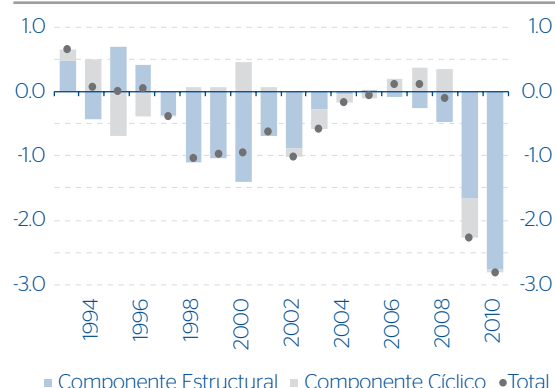
México, variación real de precios, descontada la inflación total de la economía. %



Fuente: BBVA Research con datos Banxico

Gráfica 6

Balance Presupuestal, impacto del ciclo, % del PIB



Fuente: BBVA Research

El equilibrio presupuestario año a año supone en momentos de expansión cíclica, y más si los ingresos petroleros ayudan, un saldo estructural que se amplía, es decir, un impulso adicional al crecimiento desde el sector público en periodos en los que la economía crece por sí misma y que en el límite puede suponer, por ejemplo, un aumento de las tensiones inflacionistas. Por el contrario, en momentos de crecimiento bajo o incluso de recesión, el saldo cíclico se hace menos positivo o más negativo y obliga a tomar medidas estructurales contractivas para mantener el equilibrio. El compromiso continuado de las instituciones mexicanas con la consolidación fiscal permitió en 2009 y 2010 llevar a cabo medidas contra-cíclicas a través de un aumento de la inversión pública. Sin embargo, cabría ser más ambiciosos para mejorar el papel de la política fiscal como estabilizadora del ciclo y hacer un uso de los recursos obtenidos más eficiente. Una vía a explorar para continuar mejorando el papel contra cíclico de la política presupuestal podría ser la ampliación de los objetivos y dotación de los fondos de estabilización petrolera.

2. Entorno global: recuperación, shocks y vulnerabilidades

La economía global continuará creciendo con fuerza, aunque los riesgos están sesgados a la baja

La economía global continúa creciendo a un ritmo robusto, y se mantiene la previsión de crecimiento de un 4.4% tanto en 2011 como en 2012, con el apoyo principalmente de las economías emergentes. No obstante, la amenaza de los altos precios de las materias primas (especialmente el petróleo) aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento y la inflación en la mayoría de regiones, incluso en algunas economías que pueden beneficiarse directamente de los altos precios de exportación de las materias primas. Al mismo tiempo, a medida que se desarrolla este shock global, los riesgos locales identificados en la anterior edición de esta revista se mantienen. Es probable que la tensión financiera en Europa continúe, especialmente en el caso de Grecia, Portugal e Irlanda. La confusión política acerca de las propuestas para comenzar finalmente el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. añadirá incertidumbre en los mercados, incluso aunque pensamos que al final se producirá cierta forma de ajuste fiscal. Finalmente, las presiones de recalentamiento en los mercados emergentes continúan, aunque en el futuro serán probablemente una preocupación mayor para Sudamérica por el impulso adicional derivado de los mayores precios de las materias primas.

Los altos precios del petróleo y de otras materias primas representan un riesgo global aunque deberían absorberse fácilmente sin afectar demasiado al crecimiento mundial

El principal riesgo de carácter global está relacionado con el aumento en los precios del petróleo, provocado desde comienzos de año por la inestabilidad política en Oriente Medio y Norte de África (MENA). Aunque la incertidumbre es alta y las protestas en la región siguen sin resolverse, en nuestra opinión, no se producirá un efecto contagio hasta el punto de interrumpir la producción de petróleo en otros productores importantes aparte de Libia. Por tanto, la prima de riesgo geopolítico incorporada en los precios del petróleo tenderá a reducirse dada la amplia capacidad de producción excedente de la OPEP y los inventarios de la OCDE, ambos por encima de su media de los últimos años. No obstante, los precios del petróleo seguirán en niveles altos de aproximadamente 110-120 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, para bajar lentamente a alrededor de 100 dólares en 2012.

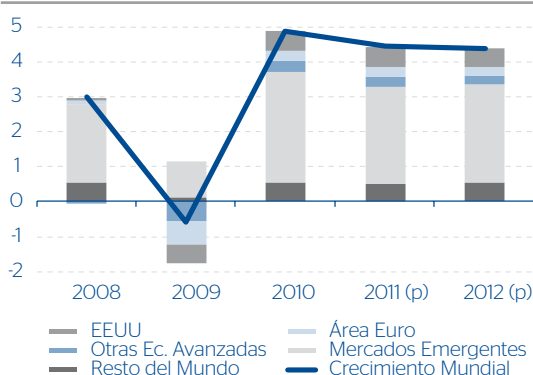
En este contexto, en el que el precio de otras materias primas, como los alimentos y los metales también ha aumentado, las principales regiones afectadas (de forma negativa) serán los países desarrollados (EEUU, Europa y Japón) y la mayor parte de Asia emergente, principales importadores de materias primas. Por otra parte, los principales beneficiarios de la mejora de las condiciones comerciales serán Oriente Medio y Latinoamérica, que reciclarán parte de estos ingresos extraordinarios. No obstante, un shock de esta magnitud se absorberá por la economía global sin afectar significativamente a la actividad económica. Esto, junto con unos datos de actividad relativamente fuertes en el primer trimestre de 2011, justifica el mantenimiento de las perspectivas de crecimiento básicamente inalteradas en la mayoría de áreas, en comparación con nuestro informe **Situación México** de febrero. Las principales excepciones son México y Sudamérica, donde la fortaleza de la coyuntura en los primeros tres meses de 2011 y los mejores términos de intercambio llevan a una revisión moderadamente alcista de nuestras previsiones de crecimiento para 2011. Por su parte, Europa continuará creciendo más en los países centrales que en la periferia, mientras que los riesgos para la previsión de crecimiento estadounidense cambian desde un sesgo al alza hace tres meses hacia un sesgo más equilibrado, o incluso a la baja, por los mayores precios del petróleo y el bache, que creemos temporal, del crecimiento en el primer trimestre de 2011.

Los altos precios del petróleo impulsarán la inflación general, adelantando los aumentos previstos de los tipos de interés por parte de los bancos centrales en la mayoría de áreas

El efecto principal del shock del petróleo se sentirá en los precios. La mayor inflación en la mayoría de economías en 2011 y 2012 hará que las autoridades monetarias adelanten y, en algunos casos, adopten una senda de subidas de tipos de interés más agresiva. No obstante, sigue existiendo una amplia heterogeneidad en los enfoques de los bancos centrales frente a los riesgos derivados de los altos precios del petróleo y de otras materias primas. En particular, en EE.UU. y la zona euro, los bancos centrales están cambiando –en grados diferentes– su enfoque desde el apoyo al crecimiento o la prevención de un escenario de riesgo de crecimiento muy bajo y deflación hacia el mantenimiento de las expectativas de inflación bajo control, particularmente considerando que la posición de política monetaria es aún muy acomodaticia. Como consecuencia, nuestra previsión adopta un sesgo hacia una mayor probabilidad de subidas más prontas. El momento en que se produzca el primer aumento depende de la percepción de la necesidad de reaccionar ante los riesgos potenciales de efectos de la segunda ronda sobre los precios. El enfoque alcista del BCE consiste en evitar cualquier riesgo mediante la adopción de una actitud preventiva (y de ahí su primera subida en abril), y no parece dispuesto a considerar que el aumento actual de la inflación esté relacionado con un incremento temporal del precio del petróleo. Por otra parte, la Fed, más centrada en los riesgos para la sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si los riesgos al alza sobre la inflación se materializan. Entre estos dos enfoques, las economías emergentes parecen abiertas a subidas más pronto y rápido de lo que se pensaba si fuera necesario, aunque considerando también el objetivo de no fomentar en exceso las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio.

Gráfica 7

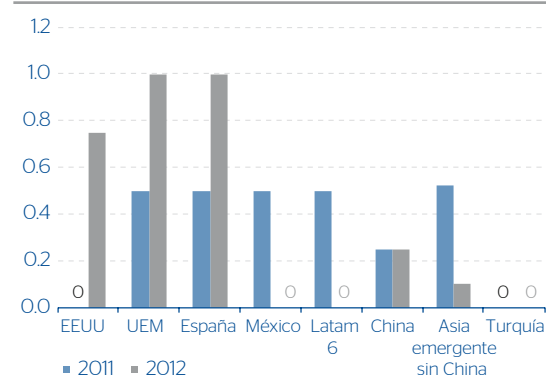
Crecimiento del PIB global y contribuciones (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfica 8

Cambios en los tipos de interés oficiales previstos a final de año respecto a febrero de 2011 (%)



Fuente: BBVA Research

Las tensiones financieras en las economías periféricas del euro seguirán siendo elevadas dada la falta de medidas contundentes para afrontar las preocupaciones sobre la solvencia fiscal

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son útiles a medio plazo, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. Además, los cambios introducidos en el EFSF/ESM son positivos para afrontar las preocupaciones sobre la liquidez. No obstante, las tensiones financieras en las tres economías con apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán siempre que persistan las dudas acerca de la solvencia fiscal de algunos países y, por tanto, el riesgo de reestructuraciones de deuda que incluyan a los inversores privados. Estas dudas persistentes continuarán dificultando el financiamiento de estas economías y sosteniendo altos diferenciales soberanos, lo que podría extenderse a otros países,

incluso a aquellos con credencial de solvencia. Por tanto, un enfoque exhaustivo de cómo afrontar reestructuraciones de la deuda en caso de insolvencia es necesario de forma urgente. Además, el diseño del proceso ha de ser muy cuidadoso, considerando por ejemplo que la aplicación de una dura reestructuración de deuda que incluya recortes para los inversores privados conlleva un riesgo de contagio muy alto para otras economías europeas.

Por su parte, España ha sido capaz de diferenciarse frente a las economías mencionadas dados los avances en la consolidación fiscal y las reformas económicas, incluyendo, en particular, aquellas dirigidas al sector financiero y al mercado laboral. No obstante, el mantenimiento de ese desacoplamiento y una reducción significativa en los diferenciales soberanos dependerán fundamentalmente de la finalización satisfactoria de la recapitalización del sistema financiero – con una entrada inmediata del capital privado–, del cumplimiento continuado de los objetivos de consolidación fiscal –incluyendo a los gobiernos regionales– y de continuar avanzando en las reformas, especialmente en el mercado laboral.

En EE.UU., es probable que se logre la consolidación fiscal, aunque después de un periodo prolongado de intensa negociación política

En EE.UU., el proceso político para alcanzar una senda sostenible para la deuda pública implica negociaciones difíciles entre dos enfoques contrarios en cuanto al modo de reducir el déficit, como resultado de una reducción de programas de gasto social o con el aumento de las tarifas impositivas. En nuestra opinión, ambas partes terminarán alcanzando un acuerdo que favorecerá un menor déficit y una mayor sustentabilidad de la deuda. Sin embargo, las acaloradas negociaciones hasta que se alcance el acuerdo añadirán más incertidumbre en los mercados, especialmente teniendo en cuenta que la discusión sobre el techo de deuda aporta oportunidades para endurecer las negociaciones.

El riesgo de recalentamiento persiste en las economías emergentes, pudiendo agravarse en Sudamérica, dado el impulso adicional del incremento de precio de las materias primas

Las economías emergentes continúan mostrando riesgos de recalentamiento, aunque con una marcada heterogeneidad. Algunos países están comenzando a afrontar estos riesgos mediante una política monetaria más restrictiva y, en algunos casos, también con endurecimiento fiscal, por ejemplo, en los importantes casos de China y Brasil. Creemos que los riesgos de recalentamiento son manejables, pero, en el futuro, pasarán a ser más pronunciados en Sudamérica, en la medida que un aumento en el precio de las materias primas representa un impulso adicional para Sudamérica pero induciría cierta ralentización en Asia emergente. Además, la posibilidad de que el efecto del terremoto en Japón sobre la actividad en ese país sea mayor a la esperada abre un escenario en el que se podría ralentizar más la actividad económica en la mayor parte de Asia, dados los amplios vínculos comerciales y las cadenas de producción integradas internacionalmente. Además, los superávits por cuenta corriente en gran parte de Asia suponen una protección mayor para los países en la región en comparación con Sudamérica.

3. México y la subida de precios del petróleo: un impacto benigno por transitorio

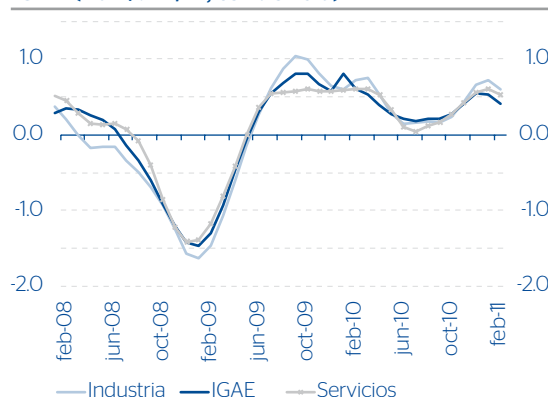
La mejora en la actividad se generaliza tras el impulso externo, aunque con rezagos aún en inversión y salarios reales

La evolución de la economía mexicana ha sido favorable en el primer trimestre del año, incluso mejor a lo esperado hace tres meses. Así, el crecimiento del IGAE en tasa anual pasó de 4.6% en promedio en el 4T10 hasta la variación promedio de 5.3% en los primeros dos meses de 2011. Además, la mejora de la actividad, se generaliza a lo largo de los distintos sectores, a diferencia de lo observado un año atrás. Entonces, el crecimiento se concentraba algo más en pocas ramas con mayor dispersión, mientras que ahora en los datos conocidos al segundo mes del año, hay menor dispersión y mayor crecimiento, en promedio. Así, **a los impulsos externos que caracterizaron el crecimiento en 2010, hacia el final ese año y los primeros meses de este se unió un impulso interno más favorable.**

Desde la perspectiva de la demanda externa, su impulso se refleja en unas exportaciones manufactureras que en el primer trimestre de 2011 crecen el 7.8% a/a, ligeramente por debajo del 9.1% a/a del último trimestre de 2010. Como ha sido característico desde el inicio de la recuperación, el impulso principal ha sido por el sector manufacturero, de la mano de la demanda de la industria y de los consumidores estadounidenses. A partir del inicio de la recuperación en agosto de 2009, la correlación de las ramas de la manufactura mexicana con la correspondiente rama de la manufactura de EEUU aumentó en 18 de las 21 ramas. Simultáneamente, la varianza en la mayor parte de las ramas estadounidenses tendió a disminuir a partir del inicio de la recuperación, lo que se constata a partir de la menor desviación estándar en 16 de las 21 ramas.

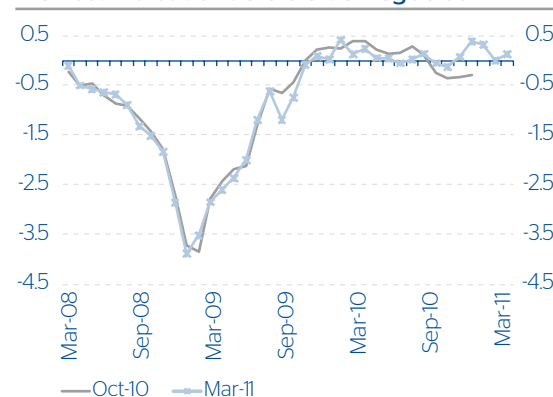
Destaca sin embargo el que en las cinco ramas estadounidenses que han aumentado su volatilidad están algunas de las más relevantes para México: fabricación de equipo de transporte (18% de las manufacturas), metálicas básicas (5.4% de las manufacturas), aparatos para generación de energía eléctrica (3.3%), donde la varianza no solo no disminuyó en el periodo de referencia sino que es mayor. Este aumento en volatilidad en ramas clave implica que aumenta la incertidumbre en las ramas de la manufactura más importantes de México, lo que a su vez puede estar relacionado con el perfil de recuperación de la demanda estadounidense, donde la de bienes duraderos se recupera con mayor rezago y volatilidad, sometida a los vaivenes del proceso de desapalancamiento.

Gráfica 9
IGAE (Var % m/m, tendencia)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 10
México: Indicador de Ciclo de Negocios



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

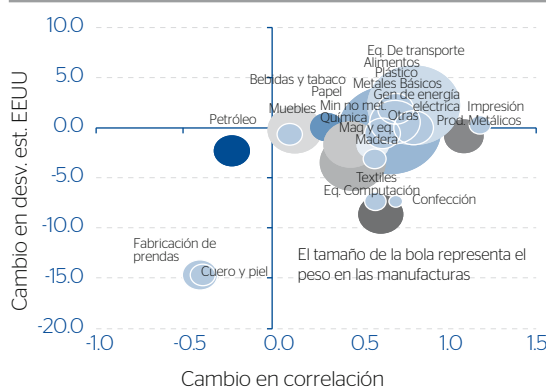
Por su parte, el buen desempeño de las exportaciones mexicanas implicó que durante 2010 México destacara sobre los principales exportadores a EEUU por ser el país que tuvo una mejora más intensa en términos de cuota de participación en aquel país, con una ganancia de 6.4% en bienes durables entre 2009 y 2010, la más alta entre los 10 principales exportadores a EEUU, mientras que en manufacturas de bienes no duraderos la ganancia fue de 2.9%, prácticamente la misma que China y Canadá y aunque muy por debajo de Irlanda (7.9%). Ciertamente, el comportamiento del tipo de cambio en 2009 ayudó a aumentar la cuota de mercado en 2009 y 2010, pero creemos que no es el único factor determinante dado que **las diferencias en términos de ganancia de cuota entre distintos sectores muestran que aquellos con mayores aumentos de inversión extranjera son los que tienen mejoras más relevantes en su participación en el mercado.**

Las exportaciones petroleras por su parte han aumentado 15.3% en los dos primeros meses de este año en comparación al mismo periodo del año anterior. La dinámica en las exportaciones petroleras se benefició del mejor precio del petróleo, 93.4 dólares por barril (dpb) es decir, cerca de 22 dpb mayor que hace un año, en promedio, así como del incremento en la plataforma de exportación (en torno a 134 miles de barriles diarios más que hace un año). Con todo, los ingresos por exportaciones petroleras han significado una entrada de cerca de 4,470 mdp (en términos reales, ajustado por estacionalidad) en los primeros dos meses de 2011, 15.7% de las exportaciones totales de México.

En cuanto a los ingresos por servicios y remesas, en contraste con la dinámica de las manufacturas, estos han tendido a declinar en el último año medidos en términos de pesos reales, en parte por la paulatina apreciación del peso mexicano. La recuperación del mercado laboral en EEUU ha de ser un soporte para la mejora de ambos flujos de entrada de ingresos en México, como ya empiezan a reflejar los datos más recientes en el caso de las remesas.

Gráfica 11

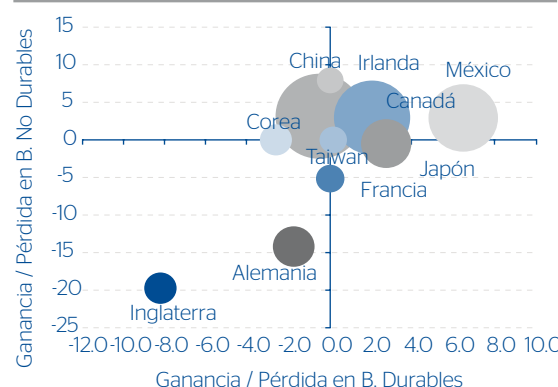
Correlación ramas de la manufactura mexicana con estadounidenses, y varianzas EEUU ^{2/}



^{2/} Se grafica el cambio en la correlación rama-rama entre enero 04-enero 08 vs. agosto 09 y febrero 11, evitando así la distorsión del periodo más pronunciado de la recesión y recuperación.
Fuente: BBVA Research

Gráfica 12

Cuota de manufacturas mexicanas en EEUU (Ganancia / Pérdida 2010-2009, %)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Favorable evolución de las condiciones de financiamiento de la economía y del empleo

En cuanto a los factores menos exógenos a la economía mexicana, estos también tienden a favorecer su desempeño en particular de la inversión, donde el costo de financiamiento que enfrentan las empresas ha tendido a la baja. **La formación de capital fijo ha tenido una mejora sustancial, primordialmente en su componente de maquinaria y equipo.** A nivel agregado, el crecimiento anual de esta variable pasó de un promedio de 6.8% en el último trimestre del año anterior a 8.3% en el mes de enero de 2011; las tasas de crecimiento mensuales han tendido a aumentar en los dos componentes, sin embargo hay que mencionar que esta mejora dista aun de ser lo suficientemente intensa como

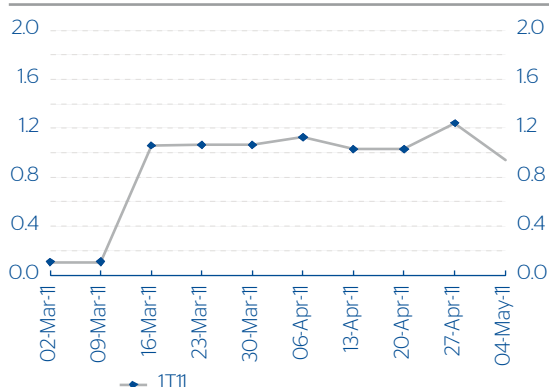
para alcanzar los niveles previos a la crisis. Tanto en el componente de maquinaria y equipo como en el de construcción **los niveles de inversión actuales están significativamente alejados de aquellos observados a mediados de 2008, señal de la holgura existente en la capacidad instalada, suficiente por ahora para atender los aumentos de la demanda.**

En los determinantes del crecimiento del componente de mayor peso de la demanda interna, el consumo privado, **hay que destacar el comportamiento del Empleo Formal Privado (registros del IMSS), con muy buen crecimiento**, con lo que en términos de nivel se ha superado con creces el nivel previo a la recesión. Cabe señalar empero que el ritmo de recuperación de los salarios reales sigue rezagado, siendo su crecimiento prácticamente nulo en 2008 y negativo en 2009 y 2010. En los meses con datos disponible de 2011, la variación de los salarios reales empieza a ser positiva, ayudada por la caída registrada en la inflación.

Los determinantes que afectan a los componentes de la demanda interna contribuyeron a que hacia el final del año pasado (últimos datos de cuentas nacionales disponibles) el consumo de los hogares creciera a razón de 1.1% t/t y la inversión total, en equipo y construcción, el 0.3%, mayormente impulsada por aquella de origen público. En contraste con las exportaciones e importaciones que sorprendieron a la baja en dicho trimestre al registrar una caída de (-)1.6% t/t y (-)1.4% t/t.

Gráfica 13

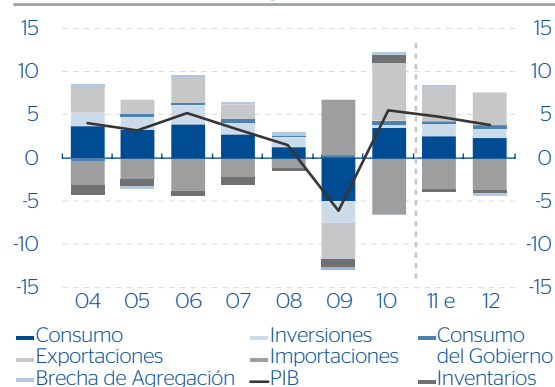
México, evolución de la perspectiva de crecimiento del PIB en el 1T11, %, t/t



Fuente: BBVA Research

Gráfica 14

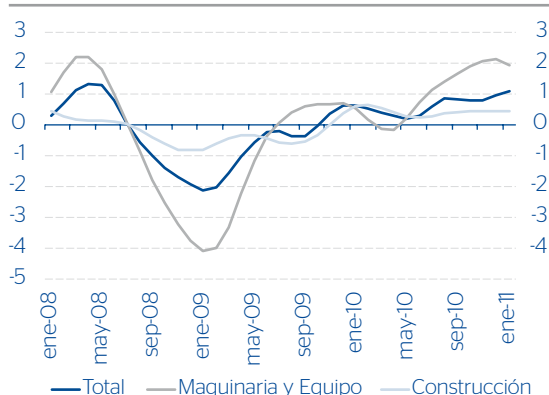
PIB México (Var % a/a y contribuciones)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 15

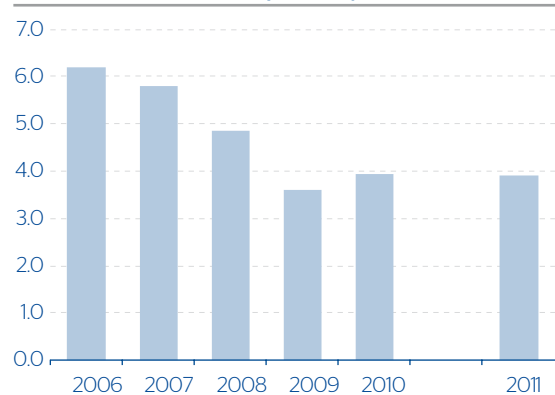
Inversión (Var % m/m, tendencia)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 16

Diferencia entre la tasa de interés implícita de crédito bancario a empresas y la inflación (%)



Fuente: BBVA Research y CNBV

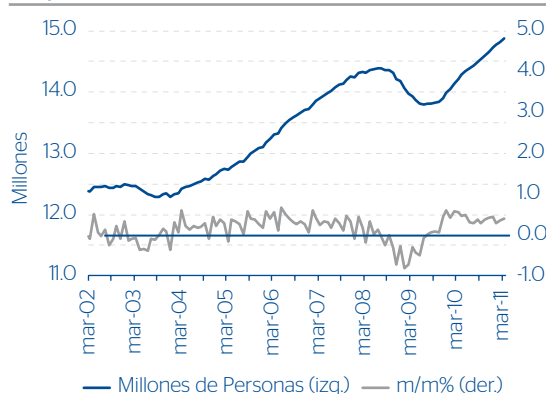
Costo de financiamiento a la baja y positivas condiciones de oferta

La mejora de las expectativas de crecimiento en EEUU y en México es el principal factor detrás del incremento en las tasas de interés de la deuda gubernamental doméstica, en un entorno en el que la inflación repuntará en los próximos meses y por tanto se acercan las perspectivas de final de la pausa monetaria en México. La tasa del bono gubernamental a 10 años se ha incrementado de niveles de 7.0 por ciento en diciembre de 2010 a niveles de alrededor de 7.2 por ciento a finales de abril, lo que ha llevado a la pendiente de la curva entre la tasa de interés interbancaria a 1 día y el bono a 10 años a incrementarse de niveles de 2.3 pp a niveles que rondan 2.7 pp a comienzos de mayo. Cabe señalar, sin embargo, que la tendencia más reciente es de caída en los rendimientos desde los niveles observados en febrero y marzo, en consistencia con señales de cierta debilidad cíclica en EEUU y sin tensiones de inflación domésticas que alarmen al mercado.

En lo que toca a las emisiones corporativas, la diferencia entre su tasa primaria con respecto a la de los bonos gubernamentales mantiene una tendencia descendente que en general se ha mantenido desde el segundo trimestre de 2009. Esta situación favorable se debe en parte a la caída del riesgo de crédito como consecuencia de una mayor demanda externa y una demanda interna que se recupera. Asimismo, las condiciones crediticias en general se han normalizado y ha quedado atrás la crisis de confianza que se presentó a finales de 2008.

Gráfica 17

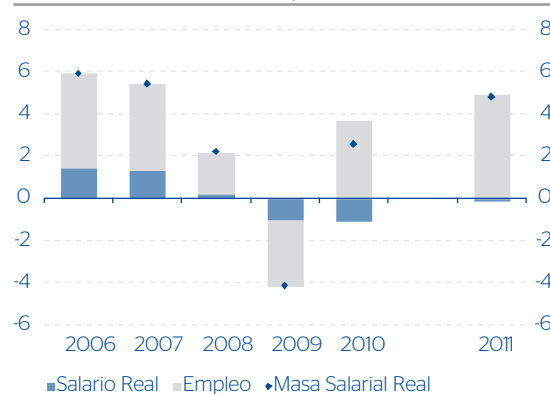
Empleo Formal Privado (Var % a/a, m/m)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 18

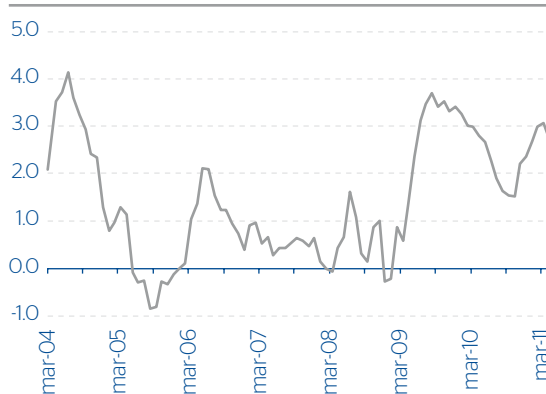
Masa salarial (Var % a/a y contribuciones)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 20

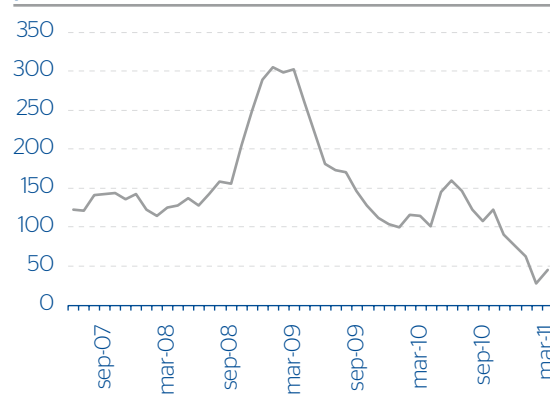
Diferencia entre la tasa de interés del bono gubernamental a 10 años y la tasa de interés interbancaria a 1 día (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 21

Diferencia entre la tasa de emisiones corporativas y la tasa gubernamental (%), promedio móvil de seis meses



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

En cuanto a las condiciones del mercado crediticio se observa que estas son favorables.

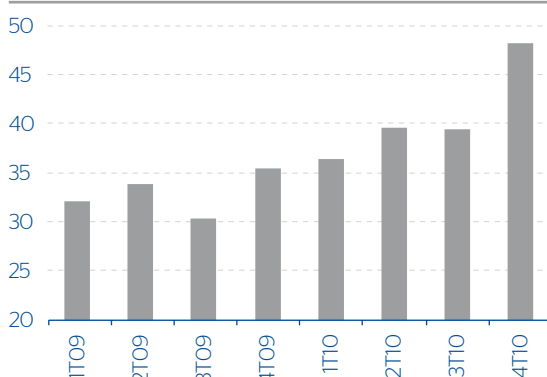
Los datos muestran una reducción progresiva en el costo del crédito a empresas. La tasa de interés mensual implícita de este componente del crédito pasó de 9.2% en diciembre 2009, a 8.5% en diciembre de 2010, y fue de 7.2% en febrero de 2011. La tasa de interés implícita del crédito al consumo también muestra una tendencia a la baja y la del crédito a la vivienda se mantiene estable.

Adicionalmente, las condiciones de oferta también muestran un comportamiento positivo.

Como se mencionó en la anterior edición de esta publicación (Situación México primer trimestre 2011), la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio que aplica el Banco de México a una muestra de empresas permite conocer las condiciones de oferta de crédito a falta de una encuesta financiera de las familias. En esta encuesta, el porcentaje de empresas que respondieron que las condiciones de acceso y costo del mercado de crédito bancario representan “ninguna limitante” para la operación de su empresa mejoró en el último trimestre del año, pasando de 39.5% del total de las empresas encuestadas en el 3T2010 a 48.2% en el 4T2010. Además, el porcentaje de empresas que recibieron nuevos créditos bancarios aumentó del 3T2010 al 4T2010 de 21.6% del total de los encuestados a 25.6%. Y las empresas que esperan solicitar financiamiento de la banca comercial en el próximo trimestre pasó de 28.5% del total a 30.4% en el mismo período de tiempo.

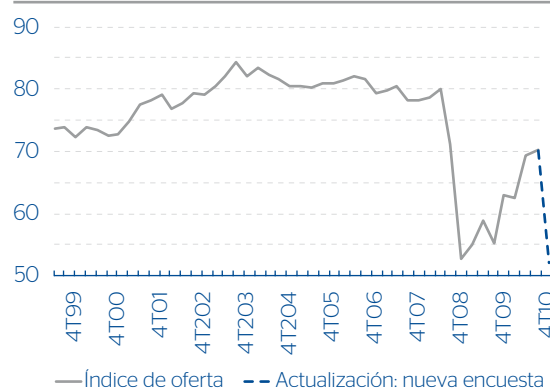
En el número anterior de esta revista se calculó un índice de oferta a partir de la encuesta antes mencionada. A partir del cuarto trimestre de 2010 se incorporaron en esta encuesta nuevas variables y se modificaron otras como el detalle de factores limitantes para solicitar o recibir nuevos créditos. De tal forma que, por ejemplo, los factores limitantes pasaron de ser “mayores restricciones en las condiciones de acceso”, y “deterioro de la situación económica del país”, a las “condiciones de acceso al crédito bancario” y la “situación económica general”, respectivamente. Entre las variables que se incorporaron están la “historia crediticia de su empresa”, y la “disposición de los bancos a otorgar créditos”. Incluir esta última variable en el índice de oferta calculado por BBVA Research permitiría enriquecerlo. Todos estos cambios en la encuesta, aunque aumentan la información disponible impiden la comparabilidad de sus resultados a través del tiempo. Por ejemplo, la actualización de nuestro índice de oferta de crédito bancario de acuerdo a la nueva encuesta arroja resultados que no resultan consistentes con los de otras variables de la propia encuesta o el comportamiento del costo y del saldo de crédito a las empresas.

Gráfica 22

Empresas que respondieron que las condiciones de acceso y costo del mercado de crédito bancario no son una limitante para su operación (%)

Fuente: Encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio-Banxico

Gráfica 23

Índice de oferta de crédito

Fuente: BBVA Research con base en la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio-Banxico

Revisión al alza de las perspectivas de crecimiento de México en 2011

Los mejores datos recibidos del desempeño de la economía mexicana en los tres meses transcurridos desde la anterior edición de esta publicación y un entorno global en el que México se verá beneficiado de unos precios del petróleo más elevados nos llevan **a revisar el pronóstico de PIB en 2011 desde 4.3% previo hasta 4.7% actual**. A su interior, consideramos que los componentes de la demanda entrarán en una fase de estabilización, donde si bien la expansión podría ser algo más baja que en 2010 (en consumo, exportaciones e importaciones, no así en inversión), **las tasas de crecimiento se acercarán más a expansiones congruentes con un crecimiento más sostenible**.

En el frente inflacionario, destaca desde el fin del año pasado la tendencia a la baja, impulsada principalmente por la moderación en la no subyacente, donde el elemento clave fue la baja en el grupo de precios más volátiles como agropecuarios y administrados. Por su parte, la inflación subyacente tuvo también una tendencia de moderación en el primer trimestre, donde influyó el grupo de mercancías no alimentarias y el de servicios. Recordar en este punto que la reciente alza en precios internacionales de granos tuvo un efecto significativo aunque previsiblemente temporal sobre algunos alimentos procesados como la tortilla. En este sentido, el alza en el precio del petróleo observado en los meses recientes y a raíz de los conflictos en países del Norte de África y Medio Oriente, tuvo un efecto limitado sobre precios de gasolina y transporte, derivado de la política de subsidios a estos bienes.

Con base en la información disponible hasta ahora y considerando la posibilidad de una reversión próxima en la inflación influida por el efecto base de comparación en mayo y junio, consideramos que la inflación se ubicará en torno a 3.8% en promedio en el presente año, en el rango alto del abanico previsto por Banxico.

Los mayores ingresos por petróleo incrementarán los recursos y el gasto público y evitarán trasladar a la renta de los hogares el impacto negativo adicional de precios de gasolinas más elevados

El incremento en precios del petróleo a nivel internacional iniciado a partir de agosto de 2010 e intensificado como consecuencia de las revueltas en países de Medio Oriente y el norte de África ha llevado a revisar a la alza su pronóstico con respecto a lo considerado meses atrás. En particular, para el precio del petróleo tipo Brent, se considera ahora un precio cerca de 14 dls. por barril mayor que hace un par de meses para el promedio de 2011, 106.3 dólares. La perspectiva de que no habrá afectación adicional a la capacidad productiva al ir disminuyendo las tensiones en estas zonas geográficas y el margen disponible por los stocks de productos petrolíferos en los países importadores nos hacen considerar que el rebote de los precios será temporal, de forma que hacia 2012 consideramos que el precio habrá vuelto a la senda prevista previamente y más acorde con el ajuste de las expectativas de oferta y demanda.

Un mayor precio del petróleo a nivel global impacta a México a través de dos vías: mayores ingresos externos, lo que tiene efecto en la Balanza de Pagos, y mayor recaudación fiscal. Estos serían los canales relevantes, muy positivos para México, siempre y cuando la subida en precios de petróleo no sea lo suficientemente intensa ni lo suficientemente duradera como para amenazar al crecimiento global y con ello a la demanda externa que enfrenta nuestra economía.

México es un país exportador neto de petróleo. Así, en 2010 la balanza petrolera ascendió a 11,471 mdd, equivalentes a 1.1% del PIB. En ese periodo, el 86% de las exportaciones petroleras consistieron en petróleo crudo, y el resto son derivados como aceites de petróleo y combustóleo. Por su parte, las importaciones son fundamentalmente de gasolinas para vehículos (40% del total) e insumos petroquímicos (27%).¹

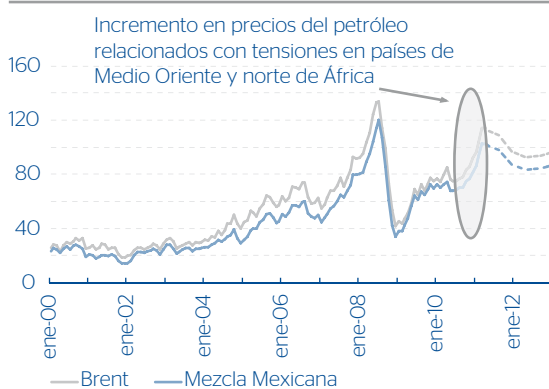
Para tratar de cuantificar el efecto que el mayor precio de petróleo tendría sobre cuentas externas, consideramos en primer lugar una relación lineal entre el precio internacional del petróleo (Brent)

¹ Si bien la proporción de exportaciones de petróleo crudo ha tendido a mantenerse relativamente estable en el tiempo, no es el caso de la composición de las importaciones, donde a partir de 2004, la proporción de importaciones de gasolina pasó de una media de 20% a cerca de 40% actual

respecto a la mezcla mexicana de petróleo de exportación, con base en la relación histórica de ambos. Este ratio tiene cierta volatilidad, pero asumimos como razonable el 90%, consistente con un ratio precio de la mezcla / precio del Brent promedio desde 2008. Obtenido así el precio de la mezcla mexicana consistente con el escenario de Brent, la estabilidad de la plataforma de producción petrolera mexicana y la relación directa entre precios del petróleo y el coste de las gasolinas e insumos importados permite estimar una relación directa entre precio e ingresos y pagos petroleros de la cuenta corriente. Con todo ello resulta que **el cambio realizado en las perspectivas de precios del petróleo en 2011 implicaría como % del PIB, 1.6 pts adicionales en exportaciones petroleras y 1.3% más en importaciones.**²

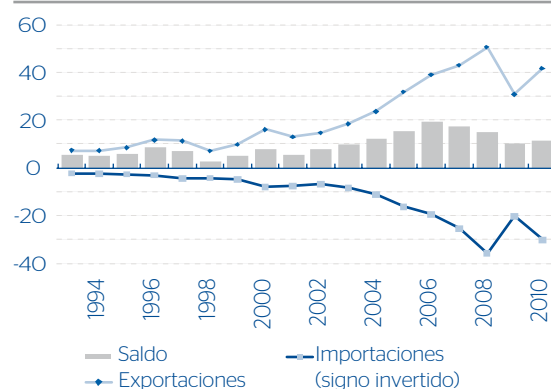
Así, se tiene que el efecto adicional de un incremento cercano a 12 dls por barril para la mezcla mexicana sería de 0.3 pts del PIB en 2011 y tendería a disiparse para 2012.

Gráfica 24

Precios del petróleo (dólares por barril)

Fuente: BBVA Research

Gráfica 25

Balanza petrolera (miles de millones de dólares)

Fuente: BBVA Research

En cuanto a los ingresos públicos, los ingresos petroleros representan cerca de 30% de los ingresos presupuestales totales, y se obtienen por concepto de impuestos y derechos, derivados de la extracción, explotación, producción y comercialización de petróleo y sus derivados. Estos mayores ingresos petroleros son entonces consistentes con un escenario de incremento del gasto público tanto corriente como de capital, como se detalla en la siguiente sección. **Se estima que el incremento en el precio de petróleo significará (todo lo demás constante) unos mayores ingresos públicos, aproximadamente de 1.4 puntos del PIB en 2011 y 0.1 pts en 2012.**

Por su parte, la clasificación del precio de gasolinas y diesel como bienes administrados, implica que los ajustes en precios internacionales se dan paulatinamente lo que implica un subsidio equivalente a la diferencia de precios de gasolina interna y externa. Recordar que a partir de diciembre de 2009 se reiniciaron los deslizamientos mensuales con el fin de reducir el monto de subsidio y con ello la carga sobre las finanzas públicas. Este subsidio implica dejar de recaudar ingresos a través del IEPS, existiendo así una transferencia implícita a favor de los consumidores.

Esta transferencia, como se discutirá más adelante, ha contribuido a reducir el impacto inflacionario de la subida de precios internacionales de petróleo. Como porcentaje del PIB, el subsidio a gasolinas ha implicado una pérdida de recaudación de 1.8% en 2008, cercana a cero en 2009 y equivalente a 0.4% en 2010. La cuantificación del cambio en el monto de este subsidio o transferencia a raíz de la nueva perspectiva de precios, se hace a través de varios ejercicios³, de los que se estima que implicará 0.8% del PIB en 2011 y 0.3% en 2012, es decir 0.3 y 0.1 puntos menos que con el escenario de petróleo anterior (12 dls por barril menos). En virtud de que este subsidio representa una transferencia implícita

² Para este ejercicio se asume "todo lo demás constante", es decir, que no se consideran efectos diferenciados sobre otros componentes de la cuenta corriente de la balanza de pagos

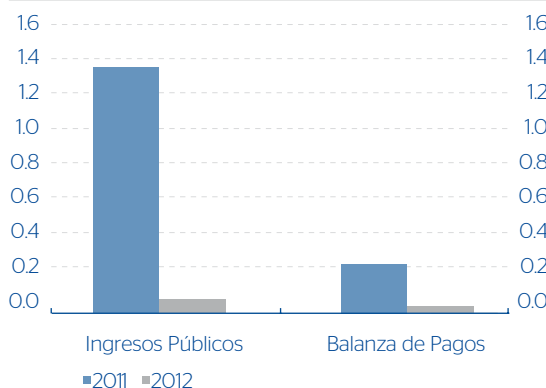
³ Se hacen estimaciones donde se considera el monto del subsidio como una función del precio y la cantidad (ventas internas de gasolina, mayoritariamente magna) a su vez se considera que el consumo interno de gasolina está en función de la actividad económica asumiendo para ello el escenario base. Otras estimaciones se consideran precios del productor, precios del consumidor así como costos de transacción (margen comercial y costos de transporte).

a los consumidores, conviene su cuantificación en términos de ingreso disponible de los hogares.

Estimamos que este subsidio se ubicará en torno a 0.4 ptos adicionales de ingreso disponible de los hogares en 2011 y 0.1% en 2012⁴, hasta totalizar cerca de 1 pp y 0.5pp respectivamente.

Gráfica 26

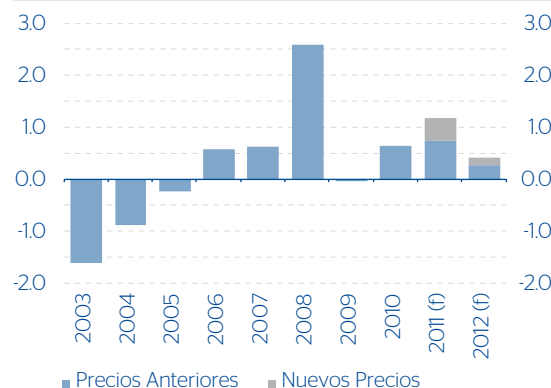
Efecto directo de un choque positivo temporal en el precio del petróleo



Fuente: BBVA Research

Gráfica 27

Subsidio a gasolinas como % del Ingreso Disponible de los Hogares



Fuente: BBVA Research

Las finanzas públicas se benefician de la recuperación de los ingresos tributarios con el crecimiento y la subida de tarifas

Tras caer el 6.5% anual real durante 2009, el ingreso presupuestal consolidado del Gobierno Federal, se recuperó 0.9% real en 2010, si bien la cifra parece modesta dado que en el presupuesto del 2010 se aprobaron aumentos en diversos impuestos como el IVA y el ISR, los menores ingresos no recurrentes (i.e. remanente de operación de Banxico) fueron el freno a una recuperación más intensa. De hecho, **al excluir dichos ingresos de la base de comparación, los ingresos presupuestarios aumentaron el 10%**, un resultado que refleja tanto el apoyo del ciclo económico a la recaudación, unos precios del petróleo más elevados a los estimados en el presupuesto y los cambios en la estructura impositiva. Con todo ello, los ingresos presupuestarios resultaron casi el 6% superiores a lo previsto en la Ley de Ingresos para 2010, aproximadamente el 1.3% del PIB.

Durante 2010, la postura fiscal continuó siendo deficitaria para proveer un estímulo frente a la crisis, que fue superior al registrado en 2009, tal y como se estableció al aprobar el presupuesto. Así, el déficit excluyendo la inversión de Pemex paso de 0.2% del PIB en 2009 a 0.8% del PIB en 2010, estando previsto que se corrija en 2012 y 2013 hasta llegar de nuevo al equilibrio en esta medida de saldo público.

En el detalle de los ingresos tributarios se aprecia la recuperación experimentada por el impuesto al valor agregado (IVA), cuya recaudación subió el 18.8% a/a real apoyado en un aumento tanto de su tarifa (de 15% a 16%) como de la base imponible por el aumento de la actividad económica. Esta mejora de la actividad se percibió también en los ingresos de los organismos y empresas no petroleras, con un aumento del 9.2% a/a real ligado al aumento de afiliados al IMSS y las mayores ventas de la Comisión Federal de Electricidad (CFE). Por su parte, el conglomerado de impuestos a los ingresos, que incluye el impuesto sobre la renta (ISR), impuesto empresarial a tasa única (IETU) y el impuesto a los depósitos en efectivo (IDE), aumentó 9.7% a/a real.

En lo que se refiere al primer trimestre de 2011, la recuperación en los ingresos presupuestales se ha mantenido. Sin embargo la tasa de crecimiento real del trimestre es de tan solo 1.6% a/a real debido a que en febrero de 2010 se recuperaron \$20,000 mdp del Fondo de Estabilización para la Inversión en Infraestructura de Petróleos Mexicanos (FEIPEMEX). Aunque al excluir estos recursos los ingresos

⁴ Para estas estimaciones, se aproxima una medida de ingreso disponible de los hogares considerando datos de Contabilidad Nacional (Ingreso Disponible de los Hogares) así como la relación de ingreso laboral total de la economía con supuestos de empleo total y evolución del ingreso laboral

del sector público crecieron 4.5% a/a real. En cuanto a los gastos, estos mantuvieron su tendencia creciente al aumentar 2.7% a/a real. A su interior el gasto programable (gasto corriente y de inversión) aumento 4.3% a/a real, por su parte el gasto no programable (costo financiero más participaciones a las entidades federativas) se redujo en -2% real gracias a una reducción del costo financiero del sector público de -17.2%. Esta reducción se debe primordialmente a la menor tasa de interés de la deuda y a la apreciación del tipo de cambio.

Cuadro 1

Ingreso y Gasto Presupuestario, Saldo Presupuestal y Requerimientos Financieros del Sector Público (% del PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010
Ingreso Presupuestal	21.8	22.0	23.5	23.6	22.5
Ingreso Petrolero	8.3	7.8	8.6	7.3	7.4
Ingreso Tributario	9.0	9.3	9.9	9.5	10.0
IVA	3.7	3.6	3.7	3.4	3.8
ISR	4.3	4.7	4.6	4.5	4.8
Resto de Tributarios	1.0	1.0	1.5	1.5	1.4
No tributarios no petroleros	0.8	1.4	1.2	3.2	1.3
Organismos y Empresas 1/	3.7	3.5	3.7	3.6	3.8
Gasto Presupuestal	21.7	21.8	23.6	25.9	25.3
Gasto Corriente	4.0	4.3	4.2	4.4	4.4
Gasto en Inversión	3.2	3.5	4.4	5.1	4.9
Gasto en Inversión Hidrocarburos	0.5	0.6	0.8	2.4	2.3
Participaciones	3.2	2.9	3.5	3.2	3.3
Costo Financiero del Sector Público	2.4	2.1	1.9	2.2	1.9
Saldo Presupuestal	0.1	0.1	-0.1	-2.3	-2.8
RFSP 2/	-1.2	-1.0	-1.6	-2.6	-3.4

1/ Incluye CFE, IMSS, ISSSTE y LyFC durante los años previos a su extinción. 2/ Incluye el balance tradicional (presupuestario mas extrapresupuestario) mas las necesidades de financiamiento por Pidiriegas, IPAB, FARAC, revisión de registros, Banca de Desarrollo y fondos de fomento y Programa de Apoyo a Deudores

El impulso del ciclo y de los mayores precios del petróleo permitiría una mayor ambición en el esfuerzo de consolidación fiscal, lo que daría un mayor margen de actuación en momentos de ajuste

Para poder valorar del modo más atinado posible el carácter de la postura fiscal, en qué medida las decisiones tomadas en el presupuesto suponen un impulso o un freno al crecimiento, hay que eliminar de los distintos conceptos de ingreso y gasto público el impacto que sobre ellos tiene la actividad, llegando a una medida de saldo presupuestal estructural. Existen diversos procedimientos para extraer el impacto del ciclo económico en las magnitudes presupuestarias, bien a través de la selección de partidas afectadas por el ciclo o bien a través del balance agregado. Con el fin de contrastar los resultados y asegurar que los resultados sean robustos hemos utilizado distintas aproximaciones⁵ basadas en ambos enfoques. Los resultados de los distintos procedimientos no presentan grandes diferencias en cuanto a la descomposición del saldo presupuestal en su componente ligado al ciclo y el remanente que se considera entonces como estructural y por lo tanto reflejo de decisiones de política presupuestaria. En la gráfica adjunta se presenta la descomposición considerada finalmente.

Desde una perspectiva comparada, el papel del ciclo en el balance presupuestal mexicano ha de tener en consideración las características específicas de su economía. En primer lugar un reducido nivel en porcentaje del PIB de ingresos y gastos, lo que a priori hace suponer un menor papel del sector público. Pero además, existen diferencias relevantes en su composición. Así, el saldo cíclico tendería a ser más grande en una economía exportadora de petróleo debido a que generalmente el precio del petróleo tiene un carácter pro cíclico en la medida en la que suba por aumentos de la demanda global. De este modo, el componente cíclico incorpora una parte asociada al ciclo económico del país y otra al impacto del precio

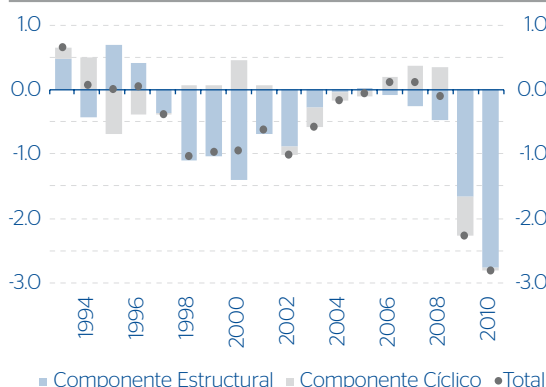
⁵ Para un detalle sobre las mismas ver: **Situación México BBVA Tercer trimestre 2010** y **Situación España octubre 2006**, ambos disponibles en www.bbva-research.com

del petróleo, que tendería a incrementar la demanda proveniente del sector público. Finalmente, la falta de estabilizadores contra ciclos por el lado del gasto público, como por ejemplo, el subsidio de desempleo, es un elemento que minimiza el carácter contra cíclico de la política fiscal mexicana.

Más allá de la magnitud concreta de la descomposición, una primera conclusión, es que **en 2009, al contrario de 1995, la política presupuestaria mexicana tuvo margen para mitigar el impacto de la recesión.**

Gráfica 28

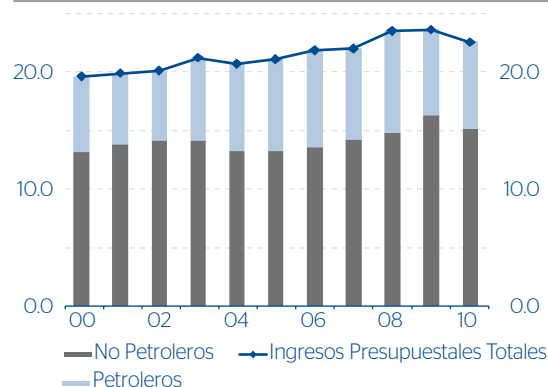
Saldo Presupuestal, impacto del ciclo económico (% PIB)



Fuente: BBVA Research y SHCP. Estimación mediante el método propuesto por Burside y Meshchayakova (2005).

Gráfica 29

Ingresos Presupuestales, Petroleros y No Petroleros (% PIB)



Fuente: SHCP y BBVA Research

Los resultados muestran además que el componente cíclico estimado -es decir el efecto del crecimiento de la economía sobre el saldo- tras haber sido negativo en 2009 se aproxima a cero de acuerdo a cualquiera de los métodos de estimación considerados. Ello implica que los efectos de la crisis han dejado de ser un factor que incrementa el déficit presupuestal. Alternativamente, las distintas estimaciones muestran que el saldo estructural es aproximadamente del mismo tamaño que el balance presupuestal observado y aprobado por el Congreso de la Unión. Ello lleva a inferir que las decisiones presupuestales no favorecen indeseados aumentos del déficit financiados únicamente gracias a un aumento temporal de ingresos asociado al ciclo. Así, México solamente necesita aprobar presupuestos en equilibrio (excluyendo la inversión de Pemex) bajo la estructura vigente para no acumular déficits dado que la Ley de Estabilidad Hacendaria garantiza el equilibrio presupuestal anual. No hay fallas institucionales que provoquen déficits indeseados.

El equilibrio presupuestario año a año supone en momentos de expansión cíclica, y más si los ingresos petroleros ayudan, un saldo estructural que se amplía, es decir, un impulso adicional al crecimiento desde el sector público en periodos en los que la economía crece por sí misma y que en el límite puede suponer, por ejemplo, un aumento de las tensiones inflacionistas. Por el contrario, en momentos de crecimiento bajo o incluso de recesión, el saldo cíclico se hace menos positivo o más negativo y obliga a tomar medidas estructurales contractivas para mantener el equilibrio. El compromiso continuado de las instituciones mexicanas con la consolidación fiscal permitió en 2009 y 2010 llevar a cabo medidas contra-cíclicas a través de un aumento de la inversión pública. Sin embargo, **cabría ser más ambiciosos para mejorar el papel de la política fiscal como estabilizadora del ciclo y hacer un uso de los recursos obtenidos más eficiente. Una vía a explorar para continuar mejorando el papel contra cíclico de la política presupuestal podría ser la ampliación de los objetivos y dotación de los fondos de estabilización petrolera.**

Referencias

Burside, Craig y Meshchayakova, Yuliya (2005a), "Cyclical Adjustment of the Budget Surplus: Concepts and Measurement Issues", en Burside, Craig (Editor), Fiscal Sustainability in Theory and Practice. A Handbook, The World Bank, Capítulo 5, pp. 113 - 132.

Distribución de ingresos petroleros y fondos de estabilización

El ingreso no presupuestado proveniente de las exportaciones de crudo tiene tres destinos: el fondo de estabilización de los ingresos petroleros, la inversión en infraestructura de la empresa Petróleos Mexicanos (PEMEX), y las entidades federativas, las cuales destinan los recursos a gasto e inversión.

Considerando un escenario para el precio promedio esperado de la mezcla mexicana para 2011 de 95 dólares, se estima que los ingresos excedentes del gobierno podrían alcanzar alrededor de 1.4% del PIB en 2011. Estos recursos se distribuirían de la siguiente manera, 0.6pp iría a las entidades federativas, 0.5pp al fondo de estabilización y 0.3pp se destinaría a incrementar la infraestructura de PEMEX.

Con el fin de acumular recursos públicos para alcanzar distintos objetivos de largo plazo, distintos países han creado fondos soberanos de riqueza. La mayoría de estos fondos son creados por países que cuentan con importantes cantidades de recursos naturales, particularmente energéticos, buscando que los recursos no renovables contribuyan a la estabilidad y el desarrollo en el largo plazo. Entre sus objetivos específicos destacan la estabilidad de las finanzas públicas ante movimientos en los precios de los recursos naturales, transferir recursos entre generaciones e invertir una parte de las reservas buscando una mejor relación entre riesgo y rendimiento.

El Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros de México es uno de estos fondos soberanos, orientado a minimizar el impacto de posibles disminuciones de los ingresos petroleros del Gobierno Federal con respecto a los estimados inicialmente en el ejercicio fiscal, permitiendo así que se cubra el gasto previsto en el presupuesto del año. El fondo de estabilización es financiado mediante la venta de crudo a través de dos conceptos. El primero es el derecho sobre hidrocarburos que aplica una tasa entre el 1 y el 10% sobre el valor anual del total de las extracciones de petróleo crudo en el año dependiendo del precio del petróleo exportado. El segundo es el 40% del ingreso petrolero excedente sobre el presupuestado inicialmente. Aunque los recursos de este concepto se acreditan contra el primero.

Cuadro 2

Distribución de los ingresos adicionales del gobierno provenientes de la exportación de petróleo crudo (% PIB salvo indicación en contrario)

Precio de la mezcla de crudo de México, 2011 (dólares)	Ingresos excedentes del gobierno	Derecho extraordinario		Ingresos excedentes		
		Ingresos de las Entidades Federativas	Ingresos de las Entidades Federativas, 25%	Infraestructura de Entidades Federativas, 10%	Fondo de Estabilización, 40%	Infraestructura de PEMEX, 25%
95	1.4	0.18	0.30	0.12	0.49	0.30
Memorandum:						
Entidades Federativas			0.6			
Fondo de Estabilización			0.5			
Infraestructura de PEMEX			0.3			

Notas:

Crecimiento esperado del PIB 2011 de 4.7%

Precio del petróleo en la estimación de ingresos 65.4 dólares

Derecho extraordinario se aplica un 13.1% a la diferencia entre el precio de venta del petróleo y el precio presupuestado

Asumiento que no existen gastos adicionales con relación al presupuesto o por desastres naturales

Fuente: BBVA Research con datos de la Secretaría de Hacienda

Siendo el petróleo un recurso no renovable, sería muy positivo que dicho fondo sea utilizado como una herramienta de política fiscal orientada al largo plazo, a generar las condiciones que permitan mantener la capacidad de crecimiento de la economía una vez agotado el recurso petrolero. Un fondo que tiene esta característica y que con frecuencia es citado como un ejemplo es el Fondo Global de Pensiones del Gobierno de Noruega (GPF por sus siglas en inglés). Este fondo obtiene su capital mediante la exportación de petróleo y si bien apoya el gasto público, lo hace en forma moderada, de tal forma que el capital se preserve. De acuerdo a Velculescu (2008), Noruega tiene a partir de 2001 una regla fiscal que establece que se debe mantener un límite en el déficit público estructural no petrolero de alrededor de 4% de los activos del Fondo. Esto debido a que 4% es la tasa de retorno real de largo plazo estimada de invertir los recursos del fondo, esta regla permite mantener el capital real del fondo y gastar solamente su retorno. Entre los fondos soberanos es común que se busque preservar e incluso hacer crecer el capital en términos reales mediante inversiones de largo plazo. Esto dado el agotamiento futuro de los recursos naturales de sus países y sus objetivos de asegurar y mantener el bienestar futuro del país (e.g. Abu Dhabi y Kuwait), cubrir las pensiones de los trabajadores (e.g. Rusia) o ahorrar para las generaciones futuras (e.g. Alberta, Canadá), lo que contrasta con el objetivo de cubrir el gasto previsto únicamente en el ejercicio fiscal.

Con el fin de mantener un nivel de ahorro suficiente para alcanzar objetivos de largo plazo de sustentabilidad de finanzas públicas y capacidad de crecimiento, distintos países han logrado acumular montos importantes en sus fondos soberanos, que en el caso de los países exportadores de petróleo se apoyan también por montos relevantes de exportación. En relación a otros países exportadores de petróleo, y dado su nivel de exportación de crudo, el monto de activos del fondo de estabilización en México es reducido.

Cuadro 3

Algunos fondos soberanos de riqueza cuyo capital proviene de ingresos por actividades petroleras

País	Nombre del fondo	Activo (Miles de millones de dólares)	Activo (% del PIB)	Exportación de petróleo del país (miles de barriles por día)
Timor Oriental	Timor-Leste Petroleum Fund	6	1,003.2	101
EAU	Abu Dhabi Investment Authority	627	207.7	2,700
Kuwait	Kuwait Investment Authority	260	198.0	2,349
Noruega	Government Pension Fund - Global	557	134.4	2,150
Arabia Saudita	SAMA Foreign Holdings	439	98.9	8,728
Libia	Libyan Investment Authority	70	94.3	1,542
Qatar	Qatar Investment Authority	85	65.6	753
Bahrein	Mumtalakat Holding Company	9	40.2	238
Algeria	Revenue Regulation Fund	57	35.4	1,891
Kazajistán	Kazakhstan National Fund	39	27.9	1,345
Omán	State General Reserve Fund	8	14.7	594
Trinidad y Tobago	Heritage and Stabilization Fund	3	14.1	248
Rusia	National Welfare Fund	143	9.7	5,430
Iran	Oil Stabilisation Fund	23	6.4	2,400
Canadá	Alberta's Heritage Fund	14	0.9	2,001
EEUU	Alaska Permanent Fund	40	0.3	1,704
México	Fondo de Estabilización de Ingre. Petroleros	3	0.3	1,360
Venezuela	Fondo de Estabilización Macroeconómica	1	0.3	2,182
Nigeria	Excess Crude Account	1	0.2	2,327

Últimas cifras disponibles

Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute, The World Factbook-Central Intelligence Agency, FMI y BBVA Research

4. Banxico, nuevo ciclo monetario que no llegará al pico anterior

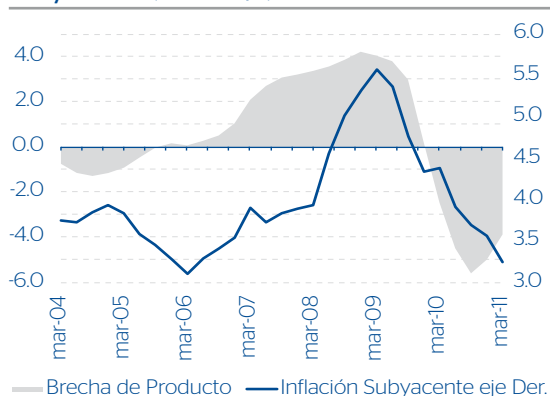
Inflación: anclaje a medio plazo, pero incertidumbre a corto en un escenario de choques de oferta

Durante el primer trimestre del año la inflación registró una tasa promedio anual de 3.5%, ubicándose dentro del rango estimado por Banxico para el trimestre de entre 3 %y 4%. Puntualmente, en el mes de marzo la inflación registró la que será su tasa anual mínima del 2011 al ubicarse en 3.0%. Pese a este comportamiento favorable, algunos factores además de un desfavorable efecto base, llevan a esperar repuntes de la inflación en los próximos meses. En primer lugar el incremento de los precios del petróleo y de otros energéticos como el gas al reaccionar a las tensiones políticas en algunos países del Medio Oriente y el Norte de África. Adicionalmente los precios de las materias primas alimentarias siguieron aumentando por problemas de oferta en medio de una demanda pujante. De entre ellas, el maíz y el trigo tienen un peso relativamente elevado en la canasta de consumo doméstico. Ambos factores se esperan que sean transitorios, aunque la intensidad esperada en los mismos en este año implica revisiones al alza en nuestro pronóstico de inflación para 2011. Es importante aclarar que los elementos de resistencia al alza de la inflación, mencionados en publicaciones previas, se mantienen.

En este sentido, **la demanda doméstica no parece estar generando presiones al alza en los precios**. Así, la brecha de producto entre su nivel registrado y su potencial, que estimamos se cerrará en el segundo semestre del año no alcanzará a volverse lo suficientemente elevada para constituir por sí sola un riesgo adicional en la inflación. Además, el crecimiento esperado para los salarios reales en el futuro próximo apoyará este escenario.¹ El tipo de cambio tampoco constituirá un factor de presión al alza sobre los precios, gracias a la apreciación que ha experimentado a lo largo de los últimos trimestres en consistencia con el escenario de crecimiento doméstico y búsqueda de rentabilidad financiera en lo global. Este escenario continuaría en el horizonte de previsión, sosteniendo la cotización del peso. La reversión abrupta ante un aumento de la prima de riesgo global es poco probable y sus efectos en los precios serían acotados, como la experiencia de finales de 2008 parece justificar.

Gráfica 30

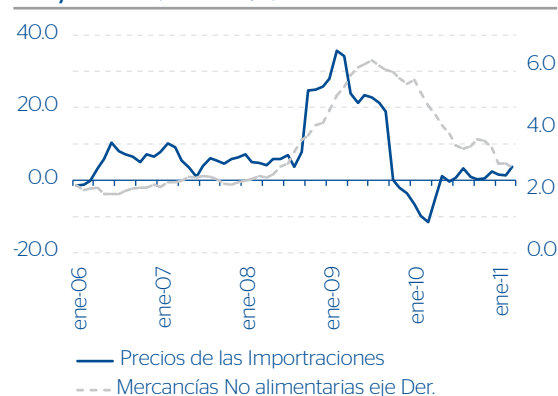
Brecha de producto rezagada 4t (%) e inflación subyacente (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research y Banxico

Gráfica 31

Precios de las importaciones* e inflación subyacente (Var. % a/a)



*Es la suma de la variación anual del índice de precios de las Importaciones en dólares y la variación del tipo de cambio nominal del peso frente al dólar

Fuente: Banxico y BBVA Research y Banxico

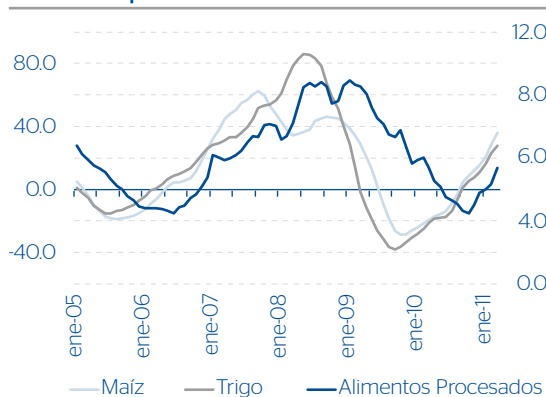
¹ El comportamiento de la tasa de desempleo, en niveles superiores a los previos a la crisis es consistente con la falta de tensiones en el mercado laboral.

Finalmente creemos que los precios de los productos agrícolas (frutas y verduras), pese a que experimentaron un choque transitorio derivado de las heladas en el norte del país en febrero, se mantendrán en línea con nuestra expectativa de principios del año. Un factor positivo a considerar es el buen desempeño de los precios fijados por los gobiernos locales a inicios del año, los cuales además de beneficiarse de un efecto base respecto al 2010, han mostrado tasas mensuales muy acotadas en el primer trimestre, las cuales en buena medida se deben a descuentos e incluso a la cancelación de la tenencia, en diversas ciudades y estados del país. De mantenerse el resto del año este desempeño, será un factor de contención de la inflación.

Por el lado de los factores exógenos que sesgan al alza nuestro pronóstico en primer lugar está el precio del crudo, el cual ha recuperado su tendencia al alza desde enero del 2009, después de haberse derrumbado con el inicio de la crisis, esta tendencia incorpora tanto la recuperación económica de los países en desarrollo como la mayor demanda por parte de economías emergentes. Con el afianzamiento de la recuperación mundial y más recientemente con las tensiones políticas surgidas en algunos países productores, el precio del petróleo ha acelerado su aumento en los últimos meses. Nuestro escenario previo para los precios del petróleo no incorporaba las tensiones políticas, y por tanto la senda de precios esperada para el año consideraba precios menores. Nuestra nueva senda incorpora esas tensiones al precio del crudo, provocando que este afecte la estructura de costos de diversos sectores e impulse aumentos de los precios al consumidor. De esta manera **el shock petrolero tendrá un efecto estimado en la inflación anual de 0.2pp al cierre de 2011, un efecto acotado dado que la estructura de mercado en México permite evitar un traspaso intenso de los choques de oferta globales a los precios finales domésticos.** El precio de las gasolinas se desliza de acuerdo a una regla establecida previamente por la SHCP (8 centavos al mes en el caso de la gasolina Magna), que no parece que se vaya a modificar al menos este año, y muy probablemente podría reducir su intensidad en 2012, al bajar el precio del crudo y el diferencial entre los precios de las gasolinas de México y EEUU. Por su parte las tarifas eléctricas también tendrán un impacto, sin embargo en este caso influyen más el precio del gas y el carbón, si bien consideramos ajustes más intensos en la tarifa eléctrica, la diversidad en la producción de la energía en nuestro país que va desde la generación con hidroeléctricas hasta la generación nuclear, ayuda a que el contagio del choque sea menor. Finalmente los precios del Gas Domestico también tendrán impactos relevantes, sin embargo de nuevo la estructura del mercado, es altamente regulado, evitará la transmisión completa.

Gráfica 32

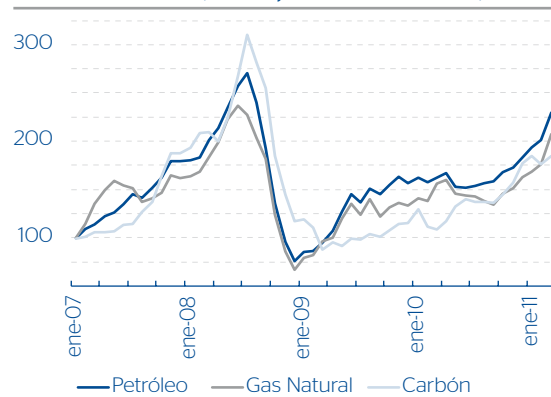
Precios del maíz y trigo en mercados internacionales (Var. % a/a) e inflación de alimentos procesados



Fuente: BBVA Research, Banxico y Bloomberg

Gráfica 33

Indices de precios de energéticos en mercados internacionales (Índice, enero 2007=100)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

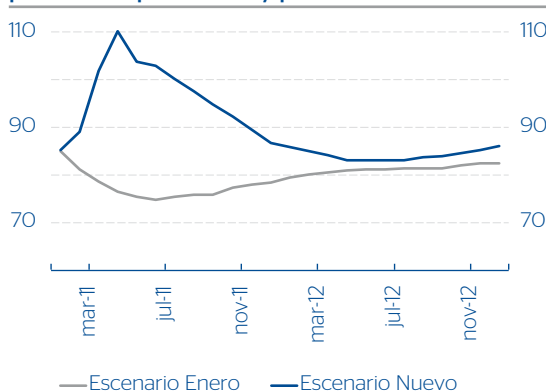
La dinámica reciente de los mercados internacionales de granos es de un alza constante, que para el trigo y el maíz es altamente relevante en México, pues su consumo directo² constituye alrededor del 22% del consumo de alimentos procesados y cerca del 3.2% de la canasta de consumo total. Esta alza se ha debido tanto a factores fundamentales -menores cosechas y mayor demanda- y en menor medida al atractivo que tienen las materias primas como instrumentos de inversión financiera. Sin embargo estos granos cotidianamente son insumos intermedios de otros alimentos procesados, por lo que los efectos de sus alzas se sienten en todo el subíndice que, ha pasado de una tasa del 3.4% a/a en octubre a una de 5.6% a/a en marzo. Adicionalmente los precios de los granos influyen en la dinámica de los pecuarios (carne de cerdo, res y pollo) como insumo intermedio. **Nuestro escenario incorpora que los precios del trigo y el maíz empezarán a reducirse poco a poco en los próximos meses, gracias a que muy probablemente sus cosechas serán superiores este año, sin embargo dada la demanda creciente** de alimentos en los países en desarrollo, los precios se mantendrán elevados. Estos elementos nos dan un efecto de 0.1pp adicional en la inflación respecto a nuestro escenario previo. Con todo, en promedio, los ajustes realizados a nuestro escenario representan un aumento 0.1% en la inflación promedio del 2011 al pasar de 3.7% a 3.8%, sin embargo en términos del cierre del año la inflación pasa de 3.8% estimado previamente a 4.1% en el nuevo escenario, además se ubicaría por arriba de 4% desde el mes de agosto.

Los factores de más relevancia en el comportamiento de medio plazo de la inflación, como son las presiones de demanda, la evolución del tipo de cambio y el anclaje de las perspectivas inflacionistas de los agentes, continúan siendo favorables a la estabilidad de precios. Por otro lado, presiones provenientes de los mercados de materias primas energéticas y alimentarias desvían transitoriamente en 2011 los precios de su senda de convergencia.

Finalmente hemos de destacar **la existencia de riesgos sobre el escenario descrito**, tanto al alza como a la baja y que reflejan la incertidumbre existente en los escenarios económicos. Entre los que beneficiarían la convergencia de los precios se encuentran la continuidad del desempeño favorable en los precios fijados por los gobiernos locales y sobre todo, **la posibilidad de que la competencia se intensifique en algunos sectores beneficiando a los consumidores.** Entre los factores que sesgarían los precios al alza se encuentran **la posibilidad de que los precios del petróleo continúen aumentando por el contagio de las tensiones políticas a países del Medio Oriente con mayor peso en la producción mundial de crudo**, un nuevo ciclo de cosechas bajas a causa de fenómenos climáticos, y finalmente una reversión abrupta de la entrada de capitales que fuera provocada por un episodio de volatilidad financiera internacional aguda. La materialización de los eventos anteriores sesgaría nuestro pronóstico a la baja o al alza respectivamente.

Gráfica 34

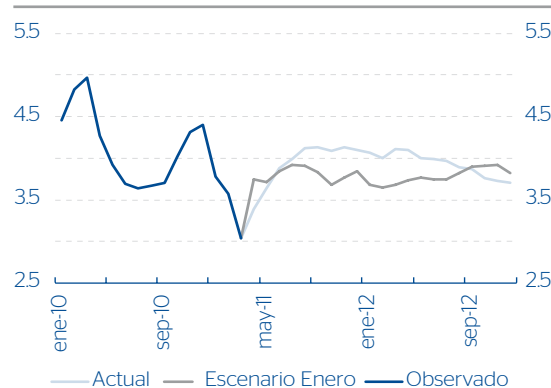
Escenarios precio de la mezcla mexicana de petróleo (dpb) nuevo y previo



Fuente Banxico y BBVA Research

Gráfica 35

Escenarios de inflación: actual y previo (Var. % a/a)



Fuente Banxico y BBVA Research

² El consumo directo de trigo y maíz se refiere a productos como tortillas, pan harinas y cereales en hojuelas.

Recuadro 1: Reforma de la Ley Federal de Competencia: una reforma necesaria pendiente del reglamento

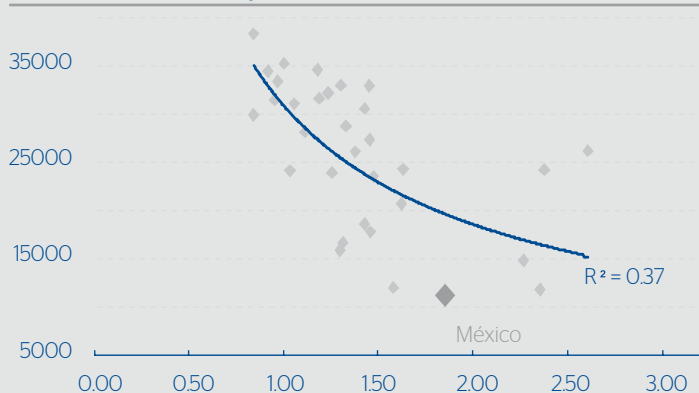
La reciente reforma a la Ley Federal de Competencia alinea la regulación mexicana con la que, de acuerdo a la literatura, se considera más avanzada. En síntesis, las reformas aprobadas¹ refuerzan las capacidades de indagación y de sanción de la Comisión Federal de Competencia (CFC) mediante: i) multas más elevadas, e incluso sanciones penales ante prácticas monopólicas, ii) posibilidad de visitas de verificación sin previo aviso y con el auxilio de la fuerza pública así como el establecimiento de medidas precautorias mientras se investiga, iii) simplificación de trámites y control de legalidad de las decisiones tomadas que evite la posibilidad de retardos indebidos. Con todo, para considerar esta reforma como un hecho queda pendiente de aprobarse y publicarse aún el reglamento de la Ley, algo que debe hacerse en los próximos seis meses, así como fijarse las reglas procesales y establecerse por parte del Poder Judicial de la Federación los juzgados especializados en materia de competencia económica. El reglamento ha de fijar los criterios técnicos que permitan medidas cautelares de cesación de prácticas consideradas como monopólicas y las reglas procesales y

los juzgados especializados determinarán la efectividad real de la reforma aprobada. Habrá que estar atentos dada la importancia de este cambio regulatorio.

Una regulación orientada a fortalecer la competencia entre los agentes económicos tiene efectos positivos sobre la productividad y capacidad de crecimiento de la economía, a la vez que la provisión de cantidades y la fijación de precios de bienes y servicios, permite a los consumidores maximizar la utilidad obtenida de su renta disponible². Como se observa en el gráfico adjunto, existe una relación directa entre el grado de restricción a la competencia dado por la regulación de un país y su nivel de vida medido a través del PIB per cápita ajustado por capacidad de compra. México se encuentra entre los países de la OCDE en los que el margen de mejora en lo que se refiere a disminuir la restricción a la competencia y aumentar el PIB per cápita es mayor. El indicador de restricciones a la competencia elaborado por la OCDE es mayor en Israel, Grecia, Polonia y Turquía, países todos ellos con mayores rentas per cápita que México³.

Gráfica 36

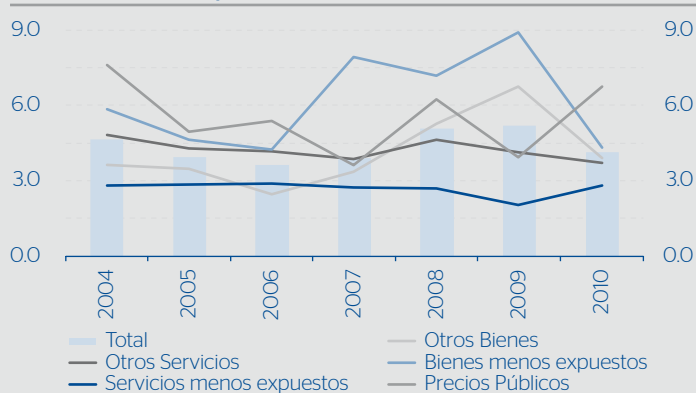
OCDE. PIB per cápita y restricción a la competencia. 2008.
Dólares constantes ajustados de PPC e indicador OCDE⁴



Fuente: BBVA Research con datos de OCDE

Gráfica 37

México, inflación, promedios anuales. %



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

¹ Texto de la reforma en la Gaceta del Senado, disponible en Internet: <http://www.cfc.gob.mx/images/stories/Noticias/Comunicados2011/dictamenreformaalfce2011.pdf>

² En el sitio web de la CFC se encuentra diverso material que muestra esta tesis. Unas buenas síntesis son: <http://www.cfc.gob.mx/images/stories/Noticias/Presentaciones/11.competenciaycompetitividadsep2010.pdf> <http://www.cfc.gob.mx/images/stories/Noticias/Presentaciones/consumidores-mar2010.ppt>

³ Con todo, de las cuatro economías más desarrolladas con mayores grados de restricción a la competencia que México (Polonia, Turquía, Grecia e Israel), dos de ellas, Grecia e Israel, tienen niveles de PIB per cápita que más que doblan el mexicano, mientras que Polonia y Turquía son relativamente comparables con México en términos de renta real por persona.

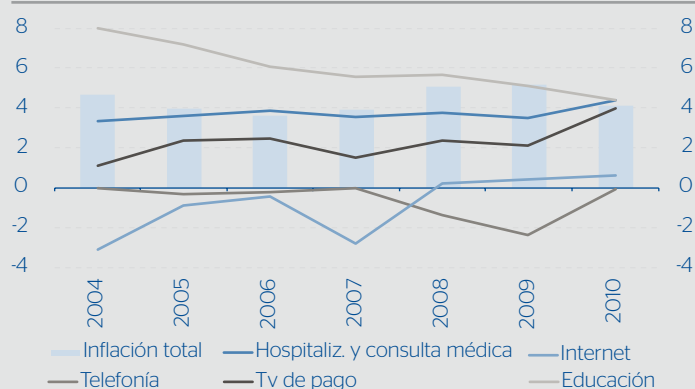
⁴ Indicador elaborado por la OCDE para los países del área con una escala de 0 a 6, de menor a mayor restricción a la competencia. Para más detalles sobre su elaboración: http://www.oecd.org/document/36/0,3746,en_2649_37463_35790244_1_1_1_37463,00.html

En lo que se refiere a la mejora de la renta real del consumidor como consecuencia de un proceso de formación de precios en el que la competencia dificulte procesos de extracción de renta del consumidor, la evidencia también es favorable⁵. En este sentido, hemos clasificado la cesta de bienes y servicios del INPC en cinco grandes grupos. En primer lugar hemos agregado en el grupo Precios Públicos todas aquellas rúbricas del INPC en las que es el bien o servicio es proporcionado por el sector público o bien sus precios están determinados por este. Son, básicamente tarifas y precios de energía y agua, además de tasas por servicios como la expedición de documentos, estacionamientos o cuotas de autopista. En segundo lugar, para las rúbricas de bienes y de servicios hemos separado aquellas que de acuerdo a la literatura existente sobre el asunto en México vienen de sectores en los que existe la posibilidad de poder de mercado empresarial⁶. En concreto, dentro de los bienes donde se presupone mayor poder de mercado por parte de las empresas hemos incluido medicinas y algunas rúbricas de alimentos⁷. En cuanto a los servicios, dentro de este grupo estarían: transporte aéreo, telecomunicaciones, servicios hospitalarios y de consulta, educación y seguros de coches⁸.

Como se observa en el gráfico adjunto, mientras que el conjunto de las rúbricas de servicios registra crecimientos de precios inferiores a las del conjunto de la cesta del INPC⁹, el nivel de la inflación de bienes es más elevado, y dentro de los bienes, aun mayor para aquellos productos en los que se presupone mayor poder de mercado de las empresas. Desde luego que no es este factor el único que está detrás de las diferencias relativas de las cifras de inflación. El impacto del tipo de cambio sobre la inflación importada es muy relevante para los bienes, y especialmente en el caso de los Otros Bienes, -manufacturas fundamentalmente-. Además, el signo de estas variaciones es coincidente con depreciaciones y apreciaciones del tipo de cambio del peso frente al dólar. En cuanto al impacto de las presiones de la demanda sobre la inflación, tomando como referencia la brecha de producto, se podría considerar a priori un impacto más relevante en los servicios que en los bienes, pero información presentada por Banxico¹⁰ sobre la mayor frecuencia de ofertas en las cadenas de supermercados en 2010 sería consistente con el papel relevante de la demanda en la formación de precios en los bienes, al menos en 2010 en un entorno de moderada recuperación de la demanda de consumo.

Gráfica 38

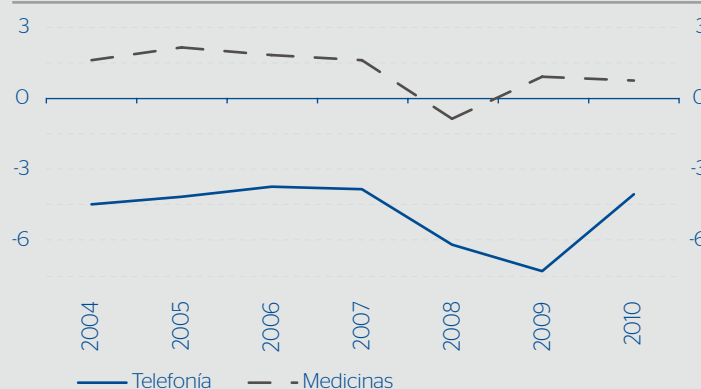
México, inflación en algunas ramas de servicios donde se presupone mayor poder de mercado de las empresas. Promedios anuales, %



Fuente: BBVA Research con datos Banxico

Gráfica 39

México, variación real de precios, descontada la inflación total de la economía. %



Fuente: BBVA Research con datos Banxico

⁵ En el caso de México y para un enfoque por deciles de renta y detalle regional, se puede consultar como trabajo de referencia: Urzúa, C. (2008). "Evaluación de los efectos distributivos y espaciales de las empresas con poder de mercado en México", ITESM, CCM e INEGI, Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares 2006. Disponible en: www.oecd.org/dataoecd/43/20/45047597.pdf

⁶ Urzúa, (2008) y Urzúa C. (2009). "Efectos sobre el bienestar social de las empresas con poder de mercado en México". EGAP ITESM. Disponible en: <http://alejandria.ccm.itesm.mx/egap/documentos/EGAP-2009-05.pdf>

⁷ En concreto: refrescos, carnes procesadas, pollo, leche, huevos, maíz, azúcar, café, cigarrillos y cerveza.

⁸ Esta última rúbrica es la única que con la información disponible se reporta con ponderador de su importancia en el INPC y que se podría considerar como correspondiente a servicios financieros.

⁹ Excepto en el caso de los denominados Otros Servicios entre 2004 y 2006.

¹⁰ Ver Banxico, Informe Anual 2010, pp 36 a 41, disponible en: <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/index.html>

Con todo, puede resultar llamativo a priori que el grupo de productos de la cesta del INPC que registra menores aumentos en sus precios en los últimos cuatro años, sea el que agrupa a los servicios en los que se presupone un mayor poder de mercado por parte de las empresas a la hora de fijar precios y que supone el 10% del INPC. Como se observa en el gráfico adjunto, los servicios hospitalarios y la televisión de pago registran crecimientos muy estables entre el 2% y el 4%, mientras que la educación mantiene una tendencia de descenso en su cifra de inflación, convergiendo hacia niveles promedio de la cesta de consumo. Por otro lado, los servicios de telefonía registran caídas de inflación

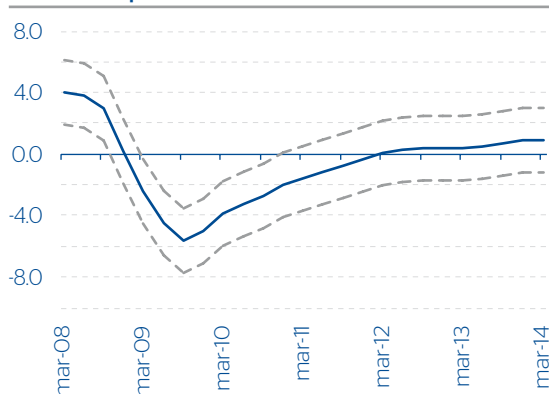
en 2008 y 2009 y un crecimiento nulo en 2010 tras años de estabilidad. Es decir, la telefonía, que pesa el 3.3% de la cesta del INPC está contribuyendo a reducir la inflación en los últimos años, precisamente el periodo en el que la competencia en el sector se ha intensificado con la entrada de nuevos oferentes al mercado y con una regulación dirigida a aumentar la competencia entre los mismos. Los cambios en la regulación podrían estar empezando a notarse también en los precios de consumo de las medicinas, que van reduciendo ligeramente la brecha positiva de crecimiento de sus precios con los del conjunto de la cesta del INPC.

Política monetaria: esperar y ver ante la posible materialización de riesgos al alza sobre la inflación

Durante los primeros cuatro meses del año el tono de la comunicación de la política monetaria se ha venido moderando dado que se ha ido confirmando un escenario más favorable de inflación doméstica, aunque con riesgos inflacionarios que, en nuestra opinión, no han menguado y con una incertidumbre elevada a corto plazo, como se ha descrito previamente. Por ejemplo, el comunicado de política monetaria del mes de marzo hizo énfasis en riesgos inflacionarios que en ocasiones anteriores se habían considerado como de menor impacto, y se reconoció un “deterioro del balance de riesgos de inflación” como consecuencia de dos factores. Primero, el alto grado de incertidumbre sobre los precios a futuro de los granos y otras materias primas y; segundo, la posibilidad de que los conflictos geopolíticos generaran reasignaciones de portafolios y flujos de capitales que pudieran presionar al tipo de cambio. Adicionalmente, se enfatizó que la brecha de producto podría tornarse positiva hacia mediados de año y no durante la segunda mitad como se afirmó en comunicados anteriores, aunque se matizó al afirmar que “diversos indicadores de los mercados de los factores de la producción todavía muestran holgura”. Además, en las minutas de la reunión de marzo se observa que tanto el deterioro del balance de inflación como el cierre de la brecha de producto han sido materia de debate entre los miembros de la Junta de Gobierno del Banco Central. Por una parte se discutió el posible efecto inflacionario que tendría el alza del precio de los energéticos, y al igual que en la minuta de la reunión de enero, se enfatizó que sólo en la medida en que el cambio en los precios relativos de las materias primas contamine las expectativas se puede pensar en un proceso generalizado de inflación. Por otra parte, también hubo opiniones diversas en cuanto a la capacidad que tiene la brecha de producto para aproximar apropiadamente presiones sobre los precios, por lo cual algunos miembros de la Junta reiteraron que debe usarse de manera complementaria con otros indicadores del mayor o menor dinamismo de la demanda. Así, en este punto se ha destacado en las minutas de marzo y abril que posiblemente la evolución de la brecha de producto no ha sido acompañada de presiones sobre los precios por las “condiciones holgadas” que aun existen en el mercado laboral, en el de crédito, y en el uso de la capacidad instalada, además del reducido déficit de cuenta corriente. Asimismo se considera que los bienes y servicios no comercializables siguen creciendo ligeramente por debajo de su potencial.

Gráfica 40

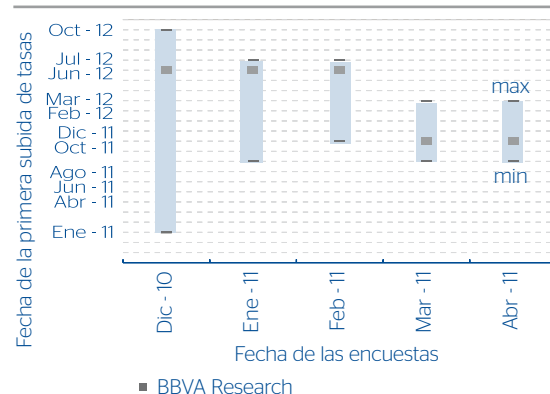
Estimación de la brecha de producto, (% del PIB potencial)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 41

Perspectivas de primer movimiento de la tasa de fondeo



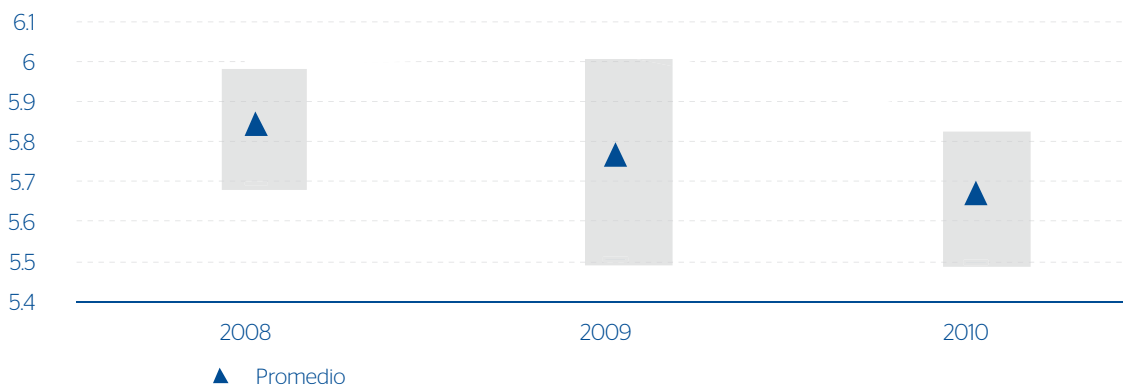
Fuente: BBVA Research y encuesta Banamex

La subida del fondeo, dirigida a mantener el anclaje de las perspectivas de inflación, será menos intensa que en anteriores ciclos de tensionamiento

De esta forma, se confirma que un factor clave para determinar la postura de política monetaria es la expectativa de inflación, que al momento permanece anclada pero está expuesta a riesgos relevantes. En primer lugar, hay que señalar su carácter de variable no observable directamente, sino cuya evolución y perspectivas se han de seguir a partir de otras y diagnosticar en función de un conjunto amplio de información. Así pues, el tono de la comunicación de Banxico es moderado y, con la inflación en niveles inferiores al 3.5% no pareciera verse en el corto plazo un cambio hacia una postura más restrictiva. Sin embargo, se considera que **la política monetaria podría endurecerse y la pausa monetaria concluir durante el último trimestre del año** por las siguientes razones. En primer lugar, se estima que el incremento en el precio de las materias primas en combinación con un efecto base adverso generará que la inflación esté por encima del límite superior del intervalo de variabilidad del objetivo de inflación durante algunos meses a partir del verano. En segundo lugar, se prevé que la actividad tanto en EEUU como en México continúe creciendo, lo cual se reflejará tarde o temprano en los mercados de factores de producción, hecho que podría generar presiones sobre los precios. Estos elementos, finalmente, pueden tener un efecto en la elevación de las expectativas de inflación, y en consecuencia **se incrementan las posibilidades de observar un aumento en la tasa de política monetaria para evitar un aumento generalizado de precios**. En particular, estimamos que la tasa de política monetaria se incrementará en 50 puntos base durante el cuarto trimestre de 2011 y continuará subiendo en 2012 hacia niveles de 5.5 por ciento, nivel cercano a nuestras estimaciones más recientes de lo que se puede considerar la tasa de interés natural de México.¹ Cabe recordar que la tasa natural es la tasa de interés de equilibrio consistente con la estabilidad de precios en un contexto en el que la producción crece acorde con su potencial. Esta tasa no es una referencia de cuál debería ser el fondeo en cada momento, sino de cuál es la estimación para cada punto en el tiempo de la tasa de fondeo consistente con estabilidad de precios y presiones de demanda nulas. Dado su carácter de variable no observable y representativa de equilibrios periodo a periodo **y con una tendencia central de largo plazo**, cabría esperar que no oscilase demasiado y que su descenso fuese consistente, por ejemplo, con una caída de las expectativas de inflación en la economía ligada a un aumento de la credibilidad de la política monetaria de Banxico. **Durante los últimos años parece que la tasa natural de interés en México se ha reducido lenta pero sostenidamente**, algo que resulta consistente con que, a igualdad de todo lo demás, el siguiente ciclo monetario puede alcanzar tasas registradas de fondeo menos elevadas que los anteriores, y más si, como se espera, el dinamismo cíclico de la actividad no parece que vaya a alcanzar los niveles registrados durante la primera mitad de la década anterior.

Gráfica 42

Tasa de interés natural, estimaciones alternativas. %



Fuente: BBVA Research

¹ Para los detalles sobre la metodología de la estimación ver Hernández y Amador (2008), "La Tasa Natural en México: un Parámetro Importante para la Estrategia de Política Monetaria", Observatorio Económico 28 de noviembre 2008. Disponible en internet.

Moderada subida de las tasas largas y fortaleza del Peso asumiendo un entorno financiero global favorable a la entrada de flujos a México

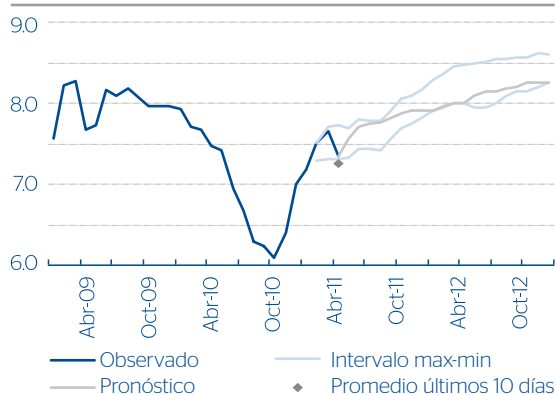
Las tasas de interés en las economías desarrolladas se mueven en los últimos meses como resultado de fuerzas contrapuestas. Al alza por el impacto en las políticas monetarias de las mayores expectativas de inflación derivadas del incremento en los precios de las materias primas, en especial del petróleo. A la baja, por la percepción de que el impulso del ciclo es algo menos intenso en estos últimos meses respecto al vigente a finales de 2010 y, por lo tanto, la expectativa de que la salida de las políticas monetarias laxas en precios y cantidades seguirá siendo muy cautelosa, en particular en EEUU. En este país, el mercado viene incorporando un incremento en las expectativas de inflación en las tasas de interés de largo plazo, de acuerdo con el diferencial entre las tasas de los bonos que ofrecen rendimientos nominales y los que pagan en términos reales (breakeven). En un contexto de relajamiento monetario, los inversionistas demandan un mayor rendimiento ante los visos de alza en los precios y la oportunidad de obtener mayor rendimiento en otros activos financieros resultado de la expectativa de recuperación económica. Adicionalmente, a medida que se aproxima el mes de junio y con ello, el final del segundo programa de relajamiento monetario (QE2) se empieza a considerar la magnitud del repunte en las tasas derivado del retiro de las intervenciones en el mercado de bonos gubernamentales por parte de la Reserva Federal (FED). Sobre este punto se pueden distinguir dos vías mediante las cuales las compras de bonos del Tesoro por parte de la FED afectan a las tasas de interés. Primero, el “efecto de flujo” definido como la respuesta de los precios a la operación de compra y; segundo, el “efecto stock” definido como los cambios persistentes en el precio que resultan de movimientos a lo largo de la curva e incluyen la reacción del mercado derivada de cambios en las expectativas respecto a la cantidad de activos disponibles.¹ Cabe señalar que este último efecto actúa sobre las tasas de interés a través de la reducción de la cantidad de instrumentos que posee el mercado y con ello, la reducción, en el agregado, de la prima que demandan los inversionistas por mantener un activo de largo plazo. Como partidarios de la predominancia del “efecto flujo” administradores de PIMCO han destacado recientemente que el retiro de la FED del mercado de bonos traerá consigo una fuerte alza en las tasas de interés, dado el alto porcentaje del total que representan estas compras.² Al otro lado del espectro, hay partidarios del predominio del “efecto stock”, entre ellos el presidente de la FED, quien afirmó ante el Congreso en Febrero que no espera ver un gran impacto sobre los rendimientos de los bonos cuando la FED concluya con la compra de activos. Además los activos en poder de la FED se seguirán reinvertiendo conforme vayan venciendo sin que exista en este momento un calendario de reducción del tamaño de su balance. Con todo, predomine uno u otro, **el resultado final de la salida de la política de liquidez abundante y barata en un escenario de recuperación cíclica serán alzas de la rentabilidad de la deuda pública en EEUU. La incertidumbre está, sobre todo, en el ritmo de las subidas.**

Desde el punto de vista doméstico, en México se prevé que la mayor inflación, que se incrementará en los meses centrales de 2011, y la expectativa de subida en la tasa de fondeo durante el último trimestre del año añadirán en los próximos meses cierta presión alcista sobre las tasas largas locales a la proveniente del aumento de los rendimientos en los mercados globales. Así, se espera que la tasa de rendimiento del bono mexicano de 10 años se acerque a niveles de 7.9 por ciento a finales de 2011. Con todo, de continuar los fuertes ritmos de entrada de capitales a México, se impone cierto sesgo bajista al ritmo de subida de las tasas largas en los próximos meses. En este sentido, de acuerdo con datos de Banxico, en 2010 la tenencia neta de deuda pública mexicana a tasa nominal aumentó en alrededor de 23 mil millones de USD, con ritmos crecientes a lo largo del año que han continuado en el primer trimestre de 2011 con alrededor 10 mil millones de dólares más. Parte de estos flujos están ligados al tono muy relajado de la política monetaria de EEUU, que paulatinamente irá desapareciendo, pero otra parte debería ser más permanente, ligada a la entrada de la deuda pública local en índices de referencia como el World Government Bond Index (WGBI) de Citigroup, que ha permitido la participación de grandes inversionistas institucionales en el mercado mexicano.

¹ Se calcula que la compra de bonos del Tesoro por parte de la FED en el periodo de Marzo 17, 2009 a Octubre 29, 2009 redujo, las tasas de interés, en promedio, en alrededor de 30 puntos base a lo largo de la curva (efecto stock) y condujo a una caída de 4 puntos base en las tasas de los sectores demandados los días en que ocurrieron las compras. D'Amico, S. et al. “Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases.” Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series, no. 2010-52, septiembre. Pp 3

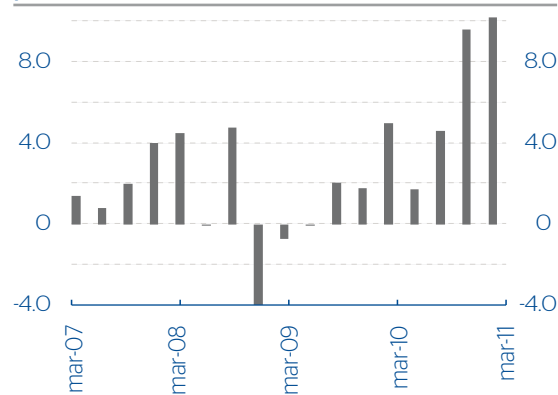
² The Economist. “Buttonwood I The old Bill”. Volumen 398 Número 8725. Pp 82

Gráfica 43

Tasa de interés del bono mexicano a 10 años, %


Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 44

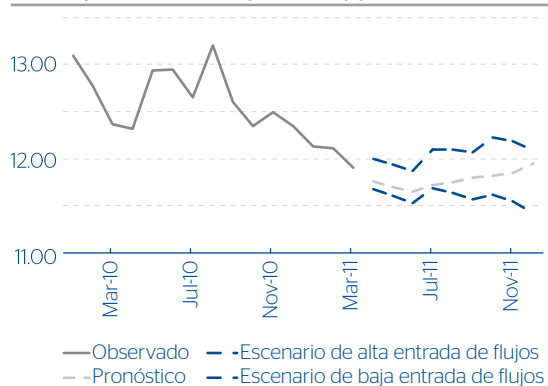
Flujos de entrada desde el extranjero a deuda pública mexicana, millones de dólares


Fuente: Banxico y BBVA Research

El sesgo bajista sobre las previsiones de tasas se convierte en sesgo de apreciación en la previsión del tipo de cambio del peso frente al dólar para los próximos trimestres, más apreciada aun que la que se presentó hace tres meses, en la anterior edición de esta publicación. Para acotar el impacto de los flujos extranjeros de entrada a deuda en el tipo de cambio se ha construido un sencillo modelo en el que se consideran dos escenarios para los mismos, alto y bajo, sobre una hipótesis para el comportamiento de la bolsa mexicana. El escenario de flujos elevados se basa en un mayor peso de México en el WGBI en 2011 debido a la salida de Grecia, mientras que el escenario bajo se asocia con niveles mínimos de los últimos años en los meses posteriores a junio, final del QE2. También se considera que hacia finales de 2011 los estímulos monetarios se hayan reducido (e.g. final del QE2) y con ello se frene la entrada de capitales, sobre todo a la parte más corta de la curva de rendimientos mexicana.

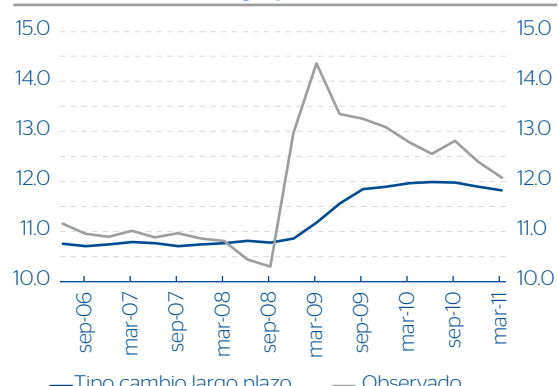
Con todo ello, consideramos que no son descartables a corto plazo apreciaciones del tipo de cambio por debajo de los niveles planteados como centrales, que en todo caso serían algo más elevados en la segunda parte de 2011 con el freno en la entrada de capitales antes mencionada, aunque sin llegar a 12.0 ppd. Finalmente, hay que señalar que estos niveles no están alejados de los que se consideran consistentes con la evolución de precios y productividad aparente relativa de México y EEUU.

Gráfica 45

Tipo de cambio del peso mexicano respecto al dólar, escenarios alternativos según flujos extranjeros a deuda pública, ppd


Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 46

Tipo de cambio del peso mexicano frente al dólar, nivel registrado y consistente con fundamentos de largo plazo


Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

5. Previsiones

Cuadro 4

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2009	2010	2011	2012	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Indicadores Macroeconómicos												
PIB (variación % real)	-2.6	2.9	3.0	2.7	2.4	3.0	3.2	2.8	2.3	2.9	3.3	3.3
Consumo personal (var. % real)	-1.2	1.7	2.8	2.4	0.8	1.7	1.8	2.6	2.8	2.9	3.0	2.6
Consumo gobierno (var. % real)	1.6	1.0	0.9	1.8	1.1	0.6	1.2	1.1	0.2	0.9	0.9	1.6
Inversión fija bruta (var. % real)	-18.3	3.9	7.3	7.8	-2.0	5.1	5.3	7.4	6.7	5.9	8.0	8.7
Construcción ¹	-22.9	-3.0	-1.9	4.5	-6.2	4.9	-5.6	-4.6	-2.5	-7.4	1.3	1.6
Producción industrial (var. % real anual)	-11.0	5.3	5.2	3.9	1.6	6.5	6.9	6.3	5.7	5.3	4.7	5.0
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.7	-3.3	-3.6	-3.7	-3.1	-3.4	-3.5	-3.2	-4.1	-3.6	-3.1	-3.6
Inflación anual (fin de periodo)	2.7	1.5	3.0	2.0	2.3	1.1	1.1	1.5	2.7	3.3	3.2	3.0
Inflación anual (promedio de periodo)	-0.4	1.6	2.8	2.2	2.4	1.8	1.2	1.3	2.1	2.9	3.2	3.1
Balance fiscal primario ² (% del PIB)	-10.0	-8.8	-9.6	-7.6	-	-	-	-8.8				-9.6

Cuadro 5

Indicadores y Pronósticos México

	2009	2010	2011	2012	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Actividad Económica												
PIB (series desestacionalizadas)												
Variación % real anual	-6.1	5.5	4.7	3.8	5.0	7.4	5.3	3.1	5.7	4.3	4.4	4.2
Por habitante en dólares	8,170	9,691	10,537	10,602	9,055	9,552	9,856	10,302	10,242	10,395	10,534	10,979
Miles de millones de dólares	884	1,044	1,211	1,265	997	1,034	1,031	1,114	1,153	1,213	1,220	1,256
Inflación (% prom.)												
General	5.3	4.2	3.8	3.9	4.8	4.0	3.7	4.2	3.5	3.6	4.0	4.1
Subyacente	5.0	3.9	3.6	3.7	4.4	3.9	3.7	3.6	3.2	3.3	3.7	4.0
Mercados Financieros (% fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	4.5	4.5	5.0	5.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	5.0
Cetes 28 días	4.5	4.1	5.2	5.6	4.5	4.5	4.5	4.1	4.1	4.3	4.8	5.2
TIIE 28 días	4.9	4.9	5.3	5.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	5.0	5.3
Bono 10 años (% prom.)	8.1	6.6	7.5	8.1	7.7	6.9	6.0	5.8	7.5	7.3	7.5	7.8
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	13.5	12.6	11.8	12.2	12.8	12.6	12.8	12.4	12.0	11.6	11.6	11.8
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-2.7	-3.2	-2.9	-2.7	--	--	--	-3.2	--	--	--	-2.9
Sector Externo³												
Balanza comercial (mmd)	-4.6	-3.1	-13.5	-21.8	0.4	-0.1	-2.3	-1.1	0.6	-1.8	-6.3	-6.1
Cuenta corriente (mmd)	-6.2	-5.7	-13.4	-19.0	0.5	-0.7	-1.9	-3.6	-2.6	-2.0	-4.8	-4.0
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.7	-0.5	-1.0	-1.6	0.2	-0.3	-0.7	-1.3	-0.2	-0.7	-1.6	-1.4
Petróleo (mezcla mex., dpb, prom.)	70.3	77.6	90.0	85.7	71.5	69.9	69.5	77.6	93.4	102.9	98.1	90.0
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	-3.1	3.7	5.0	3.7	1.0	3.7	4.9	5.4	4.9	5.2	5.0	4.8
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	5.5	5.4	4.5	4.0	5.3	5.3	5.6	5.3	5.0	4.7	4.4	4.2

Servicio de Estudios Económicos
del Grupo BBVA

Cuadro 6

Indicadores y Pronósticos México

	2009	2010	2011	2012	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Demanda Agregada (Var % anual, desestacionalizada)												
Demanda Agregada Total	-9.4	9.3	6.2	5.6	8.5	12.8	9.1	7.0	6.7	4.9	6.1	7.2
Demanda interna	-6.9	4.2	4.2	3.8	2.4	5.7	4.0	4.6	4.4	4.6	4.1	3.8
Consumo	-5.7	4.7	3.5	3.5	3.7	6.8	4.1	4.1	4.3	4.1	3.1	2.5
Privado	-7.1	5.0	3.6	3.4	4.2	7.0	4.4	4.5	4.9	4.7	3.0	2.1
Público	3.5	2.8	2.5	3.6	1.2	5.3	2.6	2.1	0.5	0.5	3.6	5.3
Inversión	-10.9	2.4	7.0	5.0	-2.2	2.0	3.4	6.6	4.9	6.6	7.9	8.7
Privado	-16.8	2.8	8.5	6.1	-3.8	1.8	6.3	7.7	5.1	8.0	8.9	12.1
Público	9.4	1.2	3.1	2.1	2.2	2.5	-3.7	3.9	4.4	2.7	5.1	0.0
Demanda Externa	-13.1	24.8	12.2	10.7	23.4	33.8	27.0	15.1	11.7	8.3	11.0	17.8
Importaciones	-18.3	22.6	10.8	10.5	20.4	32.3	22.2	15.3	9.6	6.5	10.8	16.1
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	-1.9	5.7	3.8	2.9	-0.1	4.2	8.9	9.8	7.7	2.2	2.7	2.9
Secundario	-7.4	6.1	4.8	4.4	6.2	7.2	6.3	4.6	5.7	4.6	4.2	4.8
Minería	-2.5	2.4	1.2	2.7	1.8	3.3	3.0	1.4	-0.1	1.4	1.6	2.1
Electricidad	2.2	2.3	4.4	3.6	0.9	2.1	3.3	2.8	7.1	3.4	3.6	3.7
Construcción	-6.4	0.0	5.4	6.7	-3.2	-1.6	0.8	4.2	5.8	5.3	5.1	5.3
Manufactura	-9.8	10.0	5.7	4.2	12.0	13.4	9.4	5.9	7.4	5.4	4.6	5.4
Terciario	-5.3	5.0	5.1	4.1	4.7	7.3	3.9	4.1	6.0	4.8	5.0	4.8
Comercio	-14.2	13.4	7.7	6.2	14.8	17.7	12.0	9.5	9.8	7.2	7.6	6.1
Transporte, correos y almacenamiento	-6.5	6.5	3.9	3.1	7.3	10.9	5.1	2.9	5.2	3.4	3.8	3.4
Información en medios masivos	0.8	5.6	6.4	8.1	5.2	4.4	6.1	6.6	7.5	7.0	5.1	6.0
Serv. financieros y de seguros	-6.6	2.7	6.4	7.8	-1.2	5.4	-2.1	9.5	4.7	5.4	8.2	7.3
Serv. inmob. y de alq. de bienes muebles e int.	-0.6	1.8	3.7	3.0	3.5	1.6	0.9	1.4	3.6	3.6	3.7	3.9
Serv. profesionales, científicos y técnicos	-4.7	-3.0	2.8	2.3	-3.6	-3.6	-2.5	-2.2	3.0	2.9	2.6	2.5
Dirección de corporativos y empresas	-7.6	1.4	5.3	2.0	-6.0	-2.4	9.0	6.2	8.3	9.0	2.1	2.1
Serv. de apoyo a los neg., serv. de remediación	-4.7	1.3	2.7	2.3	-0.5	2.0	1.0	2.9	2.5	3.2	2.5	2.6
Serv. educativos	0.5	3.0	2.6	2.4	2.2	13.5	-0.8	-1.1	2.3	2.6	2.7	2.7
Serv. de salud y de asistencia social	0.8	-1.7	0.8	0.7	1.4	-9.9	0.7	1.3	1.6	0.6	0.5	0.4
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	-4.6	1.7	1.0	2.2	-1.7	2.0	2.2	4.5	3.8	2.1	0.3	-2.0
Serv. de alojamiento tem. y prep. de alim. y beb.	-7.7	3.9	2.3	2.1	-0.9	11.9	2.7	2.6	2.0	2.5	2.3	2.4
Otros serv. excepto actividades del gobierno	-0.7	0.6	2.9	2.7	-0.7	-0.8	1.4	2.6	2.5	3.1	3.0	3.1
Actividades del gobierno	4.6	4.4	2.3	1.3	0.9	8.5	5.0	3.3	6.8	-1.1	0.9	3.0

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

3: Acumulado, últimos 12 meses

mmd: miles de millones de dólares

dppb: dólares por barril

*RFSP: Requerimientos Financieros del Sector Público

nd: no disponible

Nota: pronóstico aparece en **negritas**

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

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Servicio de Estudios Económicos
del Grupo BBVA

Consejo Editorial

Adolfo Albo

Julián Cubero

Jorge Sicilia

Han elaborado esta publicación

Editor

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.bancomer.com

Pedro Uriz

pedro.uriz2@bbva.bancomer.com

Iván Martínez

ivan.martinez2@bbva.bancomer.com

Arnoldo López

arnoldo.lopez@bbva.bancomer.com

Con la colaboración de: Escenarios Económicos

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Sistemas Financieros y Regulación
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@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

Estados Unidos y México:

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macroeconómico México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

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.rodriquez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

Interesados dirigirse a:

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

Otras publicaciones:

