

Situación México

México

Tercer Trimestre 2011
Análisis Económico

- Fuerte crecimiento mundial en perspectiva con riesgos bajistas y desafíos en la consolidación fiscal
- En México el gasto doméstico compensa en parte el menor dinamismo externo. Las perspectivas de crecimiento de la economía mexicana en 2011 se mantienen por encima del 4%
- La inflación, al ritmo de la holgura de factores productivos para atender la demanda. Sus mínimos se habrían registrado ya y no son previsibles repuntes sobre el 4%
- La exposición de México a la crisis de la deuda soberana en el área del euro es muy reducida por la menor relación comercial con el área y por la fortaleza de las políticas domésticas

Índice

1. En Resumen.....	2
2. Escenario global: la política se sitúa en el centro de la perspectiva económica.....	5
3. México, crecimiento de 2011 afectado por el menor dinamismo externo en el primer semestre.....	8
4. Inflación: sorpresas a la baja por la acumulación de factores favorables, transitorios y de ciclo.....	11
5. Mercados financieros, al ritmo de factores globales.....	16
6. Previsiones.....	19

Fecha de cierre: 28 de julio de 2011

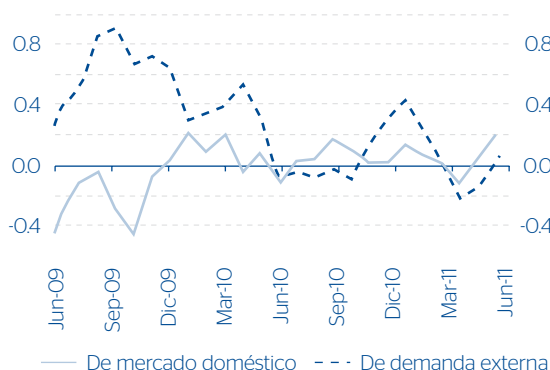
1. En Resumen

El menor dinamismo externo en la primera mitad de 2011 frena el crecimiento Mexicano, que se mantendrá por encima del 4% en el conjunto del año

La economía mexicana se ha visto afectada en la primera mitad de 2011 por el freno de la recuperación global, en particular en EEUU, consecuencia de factores eminentemente transitorios. Así, los problemas de suministro manufacturero desde Japón por el terremoto y tsunami de marzo pasado y el aumento de los precios del petróleo, que frena el gasto en EEUU, están remitiendo. Con ello es previsible un segundo semestre de 2011 con crecimientos en México, en promedio, más elevados que en la primera mitad del año. El menor freno registrado en el gasto doméstico, consistente con el aumento del ingreso disponible de los hogares por el aumento del empleo formal y la caída de la inflación, que debería mantener niveles acotados en próximos trimestres, permite esperar que México crezca aún ligeramente por encima del 4% en 2011.¹ Con todo, el balance de riesgos de esta previsión está sesgado a la baja, en el mismo sentido que la incertidumbre del escenario global, dada la lenta recuperación del empleo y la falta de soluciones a la potencial insolvencia de la deuda pública de Grecia, con el consiguiente contagio al costo y la disponibilidad de financiamiento de otras economías del área del euro. Adicionalmente siguen subyacentes las vulnerabilidades sobre el gasto de los hogares derivadas del menor nivel y crecimiento y mayor volatilidad del ingreso laboral procedente del mercado informal, además de su más difícil acceso al financiamiento.

Gráfica 1

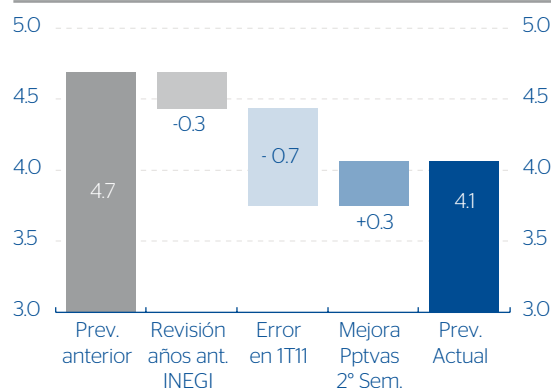
México, indicadores sintéticos del estado de la economía, pp, crecimiento estandarizado
Valores positivos son consistentes con crecimientos superiores al promedio



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

Revisión de las perspectivas de crecimiento de México para 2011



Fuente: BBVA Research

Para los siguientes dos años, las perspectivas de crecimiento se mantienen en tasas cercanas al 3.5% en promedio, bien por encima del promedio de la década pasada.² Los factores subyacentes a este escenario se mantienen: crecimiento-históricamente moderado- de EEUU, impacto positivo de las ganancias de competitividad de algunos sectores y condiciones de financiamiento favorables, consistentes con una inflación que seguirá siendo históricamente baja y estable y con unas políticas económicas, fiscal y monetaria, orientadas a la estabilidad.

¹ Esta revisión a la baja desde el 4.7% estimado hace tres meses incorpora también el efecto de la revisión realizada en el mismo sentido por INEGI del nivel y crecimiento del PIB de 2008 a 2010. Sobre el escenario anterior de BBVA Research, la simple revisión de datos ya conocidos supone 0.3 pp de menor crecimiento en 2011.

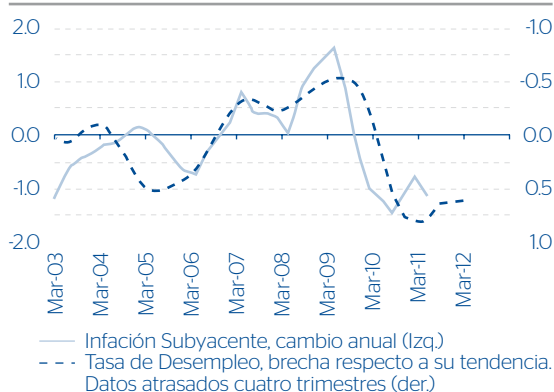
² El crecimiento promedio anual de la economía Mexicana en 2001-10 fue del 1.8% anual, cifra que pasa a ser del 2.7% si no se considera el año 2009, cuando el PIB cayó el 6.2%.

La mejora de la inflación se debe a la falta de presiones de demanda por lo que sus mínimos se alcanzaron en la primera mitad de 2011

Si en actividad el panorama del primer semestre del año se puede calificar de mixto, en inflación sin embargo ha sido netamente positivo, con variaciones mensuales de los precios más bajas de lo esperado por BBVA Research y por el consenso de mercado, lo que dado el componente estacional de los precios llevó a la tasa de inflación anual a su mínimo de cinco años en marzo pasado en el 3.0%. Las sorpresas registradas fueron resultado de la acumulación de factores favorables, tanto en el componente no subyacente de la canasta de precios como en el subyacente. En el primero: un incremento de precios regulados menores a lo previsto dado el aumento de costos energéticos y unos alimentos frescos y productos agrícolas también con evoluciones de precios más bajas. En el segundo: presiones alcistas únicamente en alimentos procesados, mientras que servicios, vivienda y manufacturas registran inflaciones mínimas. La falta de presiones de demanda y la tendencia apreciadora del tipo de cambio son los factores subyacentes a este comportamiento. Con todo, la intensidad de la caída de la inflación subyacente anual, cercana al punto porcentual en los últimos trimestres y la casi permanente sorpresa a la baja para el consenso del mercado puede hacer pensar que hay algo más detrás del comportamiento de los precios, un cambio en su proceso de formación por un aumento de la competencia o del papel de unas expectativas de inflación de medio plazo ancladas. Sin embargo, no existe evidencia concluyente sobre ese cambio, de acuerdo al análisis realizado, el comportamiento de la inflación en México se sigue ajustando del mismo modo a la disponibilidad de recursos sin utilizar y a los costos de producción y distribución. De esta manera, parece razonable pensar que los mínimos de inflación, o al menos de su componente más estable, se han registrado ya en la primera mitad de 2011, siendo previsibles entonces repuntes a lo largo de los próximos trimestres en consistencia con la continuidad del crecimiento. No son previsibles en todo caso, repuntes sostenidos de la inflación por encima del 4% en 2011 y 2012, lo que permitirá que Banxico mantenga su pausa monetaria con el fondeo en 4.5% hasta mediados del año próximo.

Gráfica 3

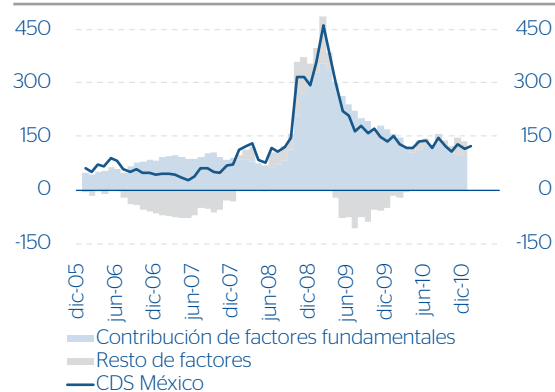
México, inflación y disponibilidad de recursos en los mercados de factores, pp



Fuente: Banxico y BBVA Research

Gráfica 4

Prima de riesgo de la economía Mexicana: factores fundamentales y contagio externo medido mediante CDS de bonos Mexicanos a 5 años en dólares de EEUU



Fuente: BBVA Research con datos de OCDE

Panorama favorable para el financiamiento de la economía mexicana, alejada de las fuentes de riesgo en Europa

Las condiciones de financiamiento en las que se desenvolverá la economía mexicana seguirán siendo favorables al crecimiento en la medida en que se mantengan ancladas las perspectivas de inflación, las finanzas públicas sigan mostrando déficits reducidos y se mantenga el compromiso con la sostenibilidad de la deuda pública dado que su precio pone el suelo al costo del financiamiento del resto de la economía mexicana. Sin embargo, aunque no cabe descartar totalmente el contagio en los activos financieros mexicanos por eventos ajenos, como por ejemplo la resolución que se dé en el área del euro a los problemas de liquidez y solvencia de la deuda pública de algunos de sus miembros, el impacto debería ser muy limitado. México destina a Europa menos del 5% de sus exportaciones de bienes y aunque la inversión directa proveniente del área no es menor, son las expectativas de crecimiento de la economía de destino las que dirigen este tipo de flujos.

En todo caso, el riesgo para México parece muy limitado mientras se mantenga el crecimiento económico, ligado al de EEUU y el compromiso con la solvencia de la deuda. Así, la evolución del riesgo financiero Mexicano dada por los derivados de incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés) “se contagia” en periodos de crisis de la aversión global al riesgo, pero pasados éstos, vuelve a comportarse de acuerdo a factores ligados al ciclo, pero también resultado de políticas, como son el nivel de reservas y de deuda externa.

2. Escenario global: la política se sitúa en el centro de la perspectiva económica

La economía mundial continuará creciendo con fuerza tras un bache en el primer semestre

La economía mundial experimentó una ligera desaceleración en la primera mitad del año, más pronunciada en EE.UU., aunque también en algunos países emergentes. No obstante, debido a que los factores que subyacen en la desaceleración son en su mayoría temporales por naturaleza (altos precios del petróleo, interrupciones en la cadena de suministro global y malas condiciones climáticas), el crecimiento mundial continuará a un ritmo sólido, al 4.2% en 2011 y al 4.4% en 2012 (Gráfico 5).

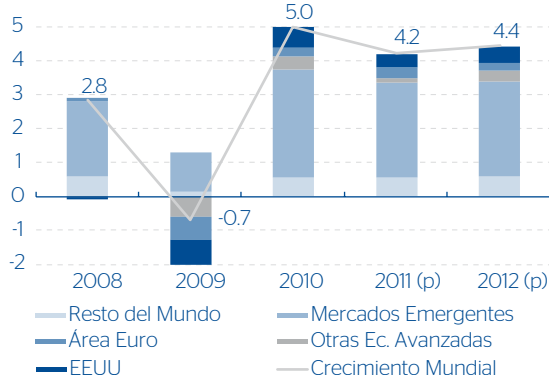
No obstante, los riesgos sobre la previsión están ahora más sesgados a la baja. Aunque la desaceleración en la actividad en EE.UU. debería ser temporal a medida que los precios del petróleo dejen de subir y las cadenas de suministro internacional se restauren, la recuperación permanece débil y pueden producirse recaídas. Ello puede esperarse después de una crisis financiera con consumidores altamente apalancados. El reciente bache en EE.UU. ha servido de recordatorio de este hecho para los mercados, y puede influir en las expectativas de los consumidores y los productores en el futuro.

Tanto en Europa como en EE.UU. las preocupaciones fiscales conllevan grandes desafíos para los responsables políticos. Debido a que los problemas de solvencia no se han afrontado en su totalidad, la crisis de deuda soberana en los países periféricos europeos se ha intensificado (Gráfico 2), con el riesgo de que pase a ser sistémica a medida que la presión del mercado se extiende más allá de Grecia, Portugal e Irlanda hacia España, Italia y, potencialmente, Bélgica. Aunque su solvencia no se ha puesto en duda, EE.UU. también afronta el desafío de un gran ajuste fiscal a corto plazo, con el riesgo de que las negociaciones políticas se conviertan solamente en soluciones a corto plazo y no en un plan de consolidación a largo plazo. Esto aumentaría las probabilidades de un repunte repentino en las rentabilidades a largo plazo en EE.UU.

Finalmente, en las economías emergentes, las preocupaciones de recalentamiento han cedido ligeramente ya que las medidas de endurecimiento de las políticas monetarias fundamentalmente continúan ralentizando gradualmente el crecimiento en Asia y Latinoamérica. Las políticas fiscales permanecen todavía mayoritariamente en un nivel acomodaticio, lo que concede un exceso de responsabilidad a las autoridades monetarias en un momento en que permanecen las preocupaciones sobre la apreciación de los tipos de cambio en estas economías.

Gráfica 5

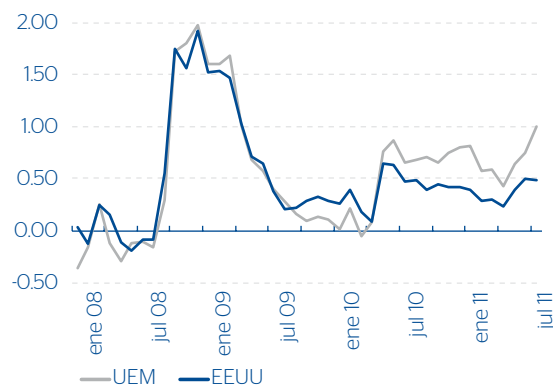
Crecimiento del PIB global y aportaciones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfica 6

Índice de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Ya es hora de que se afronten las preocupaciones de solvencia en Europa, lo que requiere decisiones audaces por parte de los políticos europeos

En las últimas semanas, una nueva oleada de tensión en el mercado financiero en Europa se ha extendido a España e Italia, y, por tanto, ha aumentado las posibilidades de que la crisis pase a ser sistémica en toda Europa (con repercusiones más allá de la UE). Esta situación ha sido el resultado de un retraso en la concesión del segundo paquete de ayuda a Grecia y de la insistencia para que los tenedores de bonos privados soporten parte del costo de una nueva ayuda financiera a este país, además de la falta de una solución exhaustiva a las preocupaciones de solvencia subyacentes en Grecia. Esta falta de decisión en Grecia se ha extendido a países sin problemas de solvencia como España e Italia, y, en consecuencia, al sector financiero europeo, que ha visto cómo se ha agotado su liquidez rápidamente.

En este contexto, con tanto en juego, el Eurogrupo llegó a un acuerdo el 21 de julio para afrontar las preocupaciones de liquidez y solvencia. Respecto a la liquidez, decidió mejorar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), permitiendo el préstamo de forma preventiva a los países solventes con problemas –de forma similar a la Línea de Crédito Flexible del FMI– y la compra de bonos soberanos en mercados secundarios. Respecto a la solvencia, se suavizaron las condiciones de los préstamos oficiales a Grecia (y también se amplió a otros países del programa) y se llegó a un acuerdo con el sector privado para una reducción del valor presente neto de sus tenencias de deuda griega en un 21% mediante swaps de deuda y recompras.

Se han realizado ciertamente grandes –y, en algunos casos imprevistos– avances en la dirección correcta para solucionar la crisis financiera en Europa. Sin embargo, Europa sigue teniendo problemas, y esto se ha reflejado sólo en una reducción moderada en la prima de riesgo en los países periféricos. Aparte de que deben concretarse los detalles técnicos de los acuerdos del 21 de julio, se destacan cuatro líneas de acción principales. En primer lugar, el EFSF debe ampliarse y financiarse previamente de acuerdo con su nueva capacidad de compra de bonos en los mercados secundarios y como proveedor de liquidez (incluso de forma preventiva) para países ajenos a un programa de UE/FMI. En segundo lugar, Europa debe trabajar hacia una unión fiscal más integrada, que finalice con la introducción de Eurobonos, junto con normas fiscales y un estricto control de los presupuestos nacionales. En tercer lugar, las reformas económicas deberán seguir aplicándose de forma creíble en los países bajo un programa de apoyo financiero y deberían establecerse agendas creíbles de reformas para el resto de la UE, especialmente para aquellos países en riesgo de quedar excluidos de financiamiento por parte de los mercados. En cuarto lugar, las autoridades de la UE deberían decidir finalmente cómo reducirán la deuda griega a un nivel sostenible y cómo acabarán con las preocupaciones sobre su solvencia, ya sea mediante un rescate público, alcanzando un consenso con el sector privado o acordando una suspensión de pagos ordenada.

Hasta que no se adopten estas cuatro medidas, Europa se enfrentará a elevados diferenciales soberanos (no sólo en el caso de los países periféricos europeos) y a una mayor reestructuración de la deuda en el futuro. Mientras, Europa estará expuesta a “accidentes financieros” debido a la fatiga por las reformas o por los rescates, lo que generaría una reestructuración de la deuda desordenada que podría tener un impacto negativo global. Por tanto, es necesario un consenso político en el que los partidos políticos y los países alcancen compromisos. Por una parte, los países periféricos deben presentar planes totalmente creíbles para reducir sus desequilibrios y realizar las reformas estructurales necesarias para aumentar su crecimiento potencial. No obstante, lo más probable es que la credibilidad sólo se logre renunciando a cierta soberanía de política económica en favor de las instituciones de la UE. A cambio de estos compromisos, los países fuertes clave de la Eurozona deberían apoyar la expansión del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) para que actúe como un barrera de protección real para los países amenazados, ahora que se ha mejorado su funcionamiento, y promover la creación de un Eurobono, que debería incluir una reducción de la soberanía fiscal en los países que se benefician del mismo.

Este gran acuerdo entre los países clave y los países periféricos seguramente supondrá costos aunque sus beneficios serán seguramente mucho mayores y beneficiarán a todos los países de la UE: mayor estabilidad financiera y una recuperación más equilibrada y sostenible.

La consolidación fiscal en EE.UU. también acapara la atención política

En EE.UU., la disputa política entre los dos enfoques contrarios y altamente ideologizados respecto a la reducción del déficit añadió mucha confusión, aunque hasta el momento no ha aumentado la presión del mercado sobre las tasas estadounidenses. Esta situación reflejó la creencia de que se alcanzaría una solución para aumentar el techo de la deuda y evitar así el impago. Sin embargo, un acuerdo para aumentar el techo de la deuda sin un plan para una consolidación fiscal a largo plazo no afrontará las preocupaciones de sostenibilidad a largo plazo.

La política también tiene la clave en la perspectiva en muchos países en Latinoamérica

En menor grado, en Latinoamérica, muchos países también afrontan la incertidumbre derivada del transcurso futuro de la situación política. En algunos casos, procede de la debilidad percibida por algunos gobiernos al tener que hacer frente a cargos por corrupción o protestas masivas. En otros casos, es el resultado de cambios recientes en los gobiernos o la incertidumbre acerca del resultado de elecciones futuras. Aunque es cierto que el ciclo de elecciones en la región ha tenido menos influencia en el ciclo económico en la última década, es fundamental que este capital no se malgaste por grandes cambios políticos que se desvíen de las reformas económicas continuadas.

Las preocupaciones por el recalentamiento ceden ligeramente en muchas economías emergentes, aunque los riesgos globales y la apreciación de sus divisas pueden hacer que el endurecimiento de política sea más prudente

Las economías emergentes siguen mostrando riesgos de recalentamiento, aunque menos intensos ante las medidas de endurecimiento de las políticas y dificultades continuadas (en Asia) a causa de los mayores precios de las materias primas y el terremoto en Japón. Es importante destacar que se redujeron los riesgos de un ajuste brusco en China ya que el crecimiento en el segundo trimestre registró sólo una ligera desaceleración consistente con un aterrizaje suave de la economía. No obstante, la inflación en las economías emergentes es todavía una preocupación, y existe el riesgo de que los responsables políticos se queden "detrás de la curva", en algunos casos por mantener una actitud prudente acerca del entorno mundial y en otros casos por preocuparse acerca de una excesiva apreciación de la divisa.

3. México, crecimiento de 2011 afectado por el menor dinamismo externo en el primer semestre

Desaceleración previsiblemente transitoria en el primer semestre de 2011 y vinculada a moderación en la demanda externa

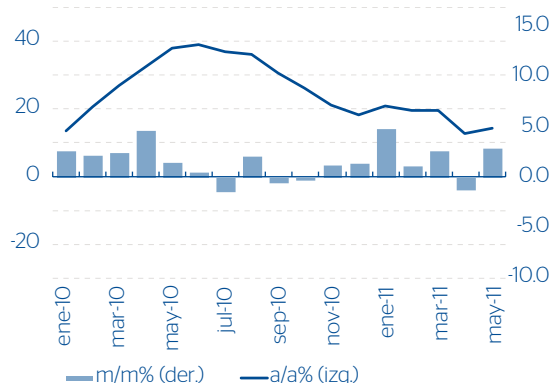
Aunque 2011 comenzó en lo que a coyuntura económica se refiere con buen pie, continuando el tono positivo del final de 2010, la gran vinculación de nuestra industria con el ciclo externo y el peso del sector automotriz fueron factores que implicaron una mayor exposición de México a eventos adversos externos que llevaron a una moderación más aguda de lo originalmente esperado y que al cierre de esta publicación parece de carácter temporal.

Dos eventos externos marcaron la pauta de la primera parte del año: por un lado, la demora en la recuperación del gasto de los hogares norteamericanos y la desaceleración del PIB en su conjunto. Esto tuvo su origen en la debilidad derivada del proceso de desapalancamiento en que se encuentran y de un mercado laboral que está lejos todavía de retomar los niveles previos a la crisis a lo que hay que añadir el impacto del alza del precio de las materias primas. EEUU es el destino de cerca del 80% de las exportaciones manufactureras mexicanas, muy concentradas en algunas ramas de bienes de consumo duradero¹ que son precisamente los que tienden a moderar su crecimiento en mayor medida ante incertidumbre sobre la evolución presente y futura del ingreso disponible.

Por otro lado, un segundo evento, que impactó tanto a EEUU como a México fue la catástrofe generada por el terremoto de marzo pasado en Japón, el cual afectó la cadena de suministros para la industria automotriz. Así, en abril la producción automotriz experimentó la caída más pronunciada después del desplome de 2009, con un descenso mensual del 19.3% (31.1% en las empresas de matriz japonesa).

Gráfica 7

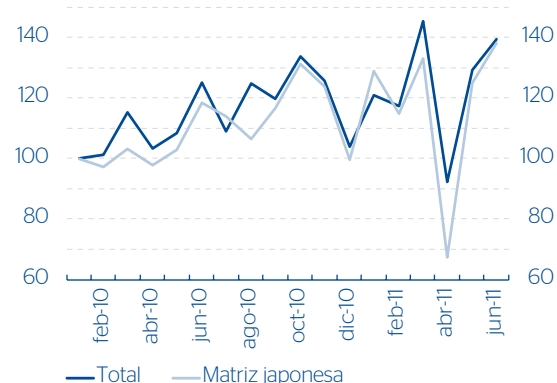
Exportaciones a EEUU (Var % a/a y m/m%)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 8

Producción Automotriz: Total y empresas con matriz japonesa (Ene10=100)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

¹ Por orden de monto exportado, la industria automotriz destina el 83% de sus exportaciones a EEUU, cifra que pasa a ser del 95% en equipo de cómputo o del 74% en televisores

Condiciones de financiamiento e ingreso disponible favorecen el consumo de los hogares aunque con vulnerabilidades latentes

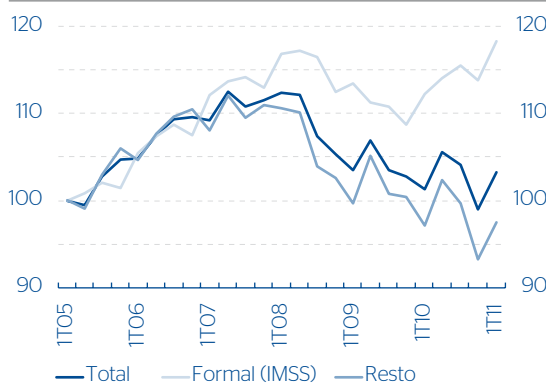
La moderación en indicadores relacionados con la industria y sector externo fue parcialmente compensada con la mejor evolución relativa del sector servicios, que aunque con mucha heterogeneidad entre sus componentes, destaca en lo positivo con actividades como ventas al menudeo, apoyo a negocios o actividades de transporte.

Así, el gasto de consumo de los hogares ha ido incluso mejor a lo esperado hace tres meses, lo que se relaciona con la combinación de dos efectos positivos: mejora por un lado en el ingreso disponible² y por otro, disponibilidad de oferta de financiamiento. En cuanto a la disponibilidad de oferta, cabe recordar que el indicador de oferta de crédito apunta a que la disponibilidad de este ha estado aumentando desde los eventos de 2008-2009³. En cuanto al primer aspecto, cabe decir que la creación de empleo según datos del IMSS ha rebasado por mucho el nivel previo a la crisis (en el orden de 450 mil empleos más que el máximo en el 3T08). Por su parte, los salarios reales en este grupo han mostrado una tendencia de mejora paulatina.

Con todo, siguen vigentes las vulnerabilidades sobre el desempeño del gasto de los hogares ligadas al bajo nivel del ingreso disponible de una parte muy significativa de los ocupados que además no siempre tiene acceso fácil al crédito bancario para modular en el tiempo sus decisiones de gasto e inversión. Y es que el ingreso disponible proveniente del mercado laboral para el conjunto de ocupados fuera del sector privado formal, casi el 70% de la población ocupada, se encuentra aun por debajo del nivel previo a la crisis, lo que obedece principalmente a menores niveles de ingreso laboral por hora en términos reales. A ello se unen otros indicadores que reflejan la vulnerabilidad del ingreso laboral del conjunto de la población, como las aun altas tasas de desempleo o porcentaje de empleados en condiciones críticas o de subempleo⁴. Así, la tasa de desocupación ha pasado de 4% en 2008 hasta 5.4% en promedio en 2010, sin una clara tendencia de caída hasta ahora. A la vez, los empleados en lo que la ENOE denomina “condiciones críticas” han pasado de 10.5% de los ocupados a 11.8% en el mismo periodo de comparación, mientras que los subempleados han pasado del 6.8% al 8.6% del total.

Gráfica 9

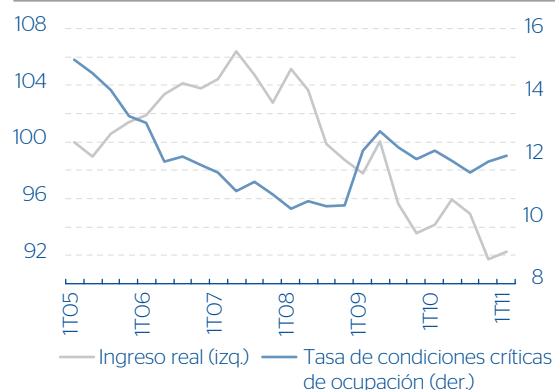
Ingreso Disponible Real procedente del mercado laboral (1T05=100)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 10

Ingreso real y Tasa de condiciones críticas de ocupación (1T05=100 y % de ocupados)



Fuente: BBVA Research

² La variable que construimos para aproximar el ingreso disponible proveniente del mercado laboral combina el empleo con el ingreso por hora o por persona en términos reales. Los cálculos se basan en los datos publicados de la ENOE que toma como base el Censo de Población de 2005 hasta el 4T10, mientras que el 1T11 es consistente con el Censo de Población 2010. Ello dificulta la comparación de los datos.

³ Como se mencionó en la revista Situación México del 2T11 (pg. 12), la metodología de construcción del indicador cambió por lo que no es perfectamente comparable antes y después del 3T10.

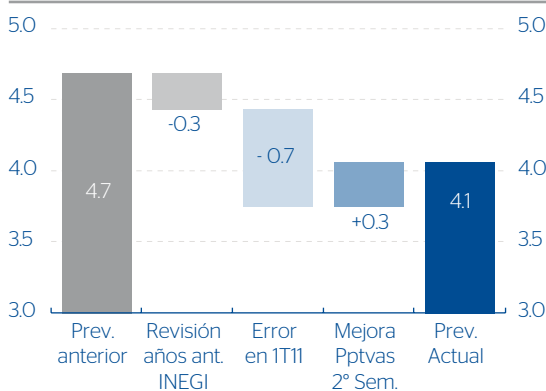
⁴ Subempleo: porcentaje de la población ocupada que tiene la necesidad y disponibilidad de ofertar más tiempo de trabajo de lo que su ocupación actual le permite. Condiciones Críticas de Ocupación: porcentaje de la población ocupada que se encuentra trabajando menos de 35 horas a la semana por razones de mercado, más la que trabaja más de 35 horas semanales con ingresos mensuales inferiores al salario mínimo, y la que labora más de 48 horas semanales ganando hasta dos salarios mínimos.

Crecimiento, similares perspectivas más allá de 2011

El entorno global descrito en la sección anterior en lo que se refiere a EEUU muestra un crecimiento en ese país que se revisa a la baja desde 3.0% previsto para 2011 hace tres meses hasta 2.1% ahora. También, las previsiones para los siguientes años se mantuvieron sin cambios, dada la hipótesis de transitoriedad de los factores que justifican el cambio de visión sobre 2011. En paralelo, en México, el crecimiento del primer semestre del año habrá sido más débil de lo esperado hace tres meses, aunque con un perfil de recuperación en los periodos más recientes. Por otro lado, INEGI ha revisado el nivel del PIB desde 2008 a 2010 con un perfil cada vez más intenso a la baja que ha supuesto por lo tanto crecimientos más bajos de lo considerado hasta ahora en los tres años anteriores.⁵ Ello supone un sesgo a la baja sobre las perspectivas de 2011 por simple comparación de 0.3 pp. Adicionalmente, la sorpresa a la baja del crecimiento en el 1T11 respecto a lo previsto hace tres meses rebajaría nuestra estimación de crecimiento para el año en 0.7 pp. Sin embargo, considerando las positivas perspectivas respecto a la dinámica futura de variables de demanda externa así como sobre la continuidad en la mejora del ingreso disponible real de los hogares y en su acceso al financiamiento, estimamos que existe espacio para que en los siguientes trimestres la expansión del PIB sea ligeramente mayor a lo previsto hace tres meses. En particular, consideramos que existen elementos que sustenten un gasto privado de las familias robusto en los siguientes trimestres, acompañado de mejora en la inversión de las empresas del sector privado. Con ello, estimamos que el ajuste a la baja en la perspectiva de crecimiento para México sea de seis décimas respecto a lo estimado previamente, hasta 4.1%, manteniendo el pronóstico para los años posteriores sin cambios relevantes. En este sentido se mantiene un escenario de crecimiento moderado en línea con el ritmo de la recuperación de la demanda externa, sustentado en el compromiso de las políticas domésticas de demanda orientadas a la estabilidad de la inflación y a la consolidación de las finanzas públicas.

Gráfica 11

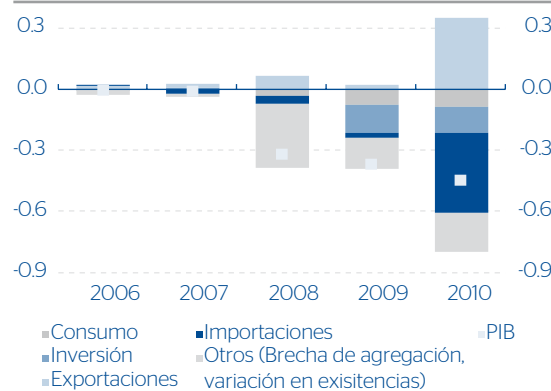
Revisión de las perspectivas de crecimiento de México para 2011



Fuente: BBVA Research

Gráfica 12

PIB: descomposición por componentes de la revisión del nivel



Fuente: BBVA Research y CNBV

⁵ A la vez que se revisan a la baja los datos del PIB, las cifras del Censo poblacional de 2010 elevan la estimación del nivel de la población en casi cuatro millones de personas. Con ello, el producto per cápita de México parece que habrá de ser revisado a la baja en su nivel y no sabemos si en su crecimiento dado que aún está pendiente de conocer la nueva senda de evolución de la población consistente con el Censo de 2010. Los niveles de productividad aparente, el ratio entre producto y empleo también pueden verse afectados

4. Inflación: sorpresas a la baja por la acumulación de factores favorables, transitorios y de ciclo

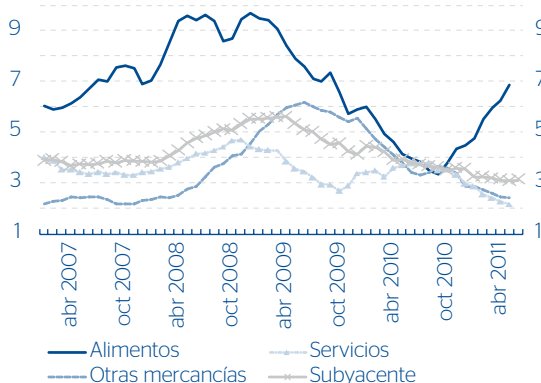
La inflación sorprendió de nuevo a la baja en el 2T11 gracias a factores volátiles y la falta de presión de la demanda

Tras un primer trimestre en el cual la inflación se redujo hasta alcanzar tasas muy próximas al 3%, era de esperarse un repunte a lo largo del segundo trimestre apoyado en las subidas de los precios de diversas materias primas como el petróleo, el maíz y el trigo, así como por el repunte de los precios de los productos agrícolas que se da al terminar el ciclo de cosechas primaverales. Sin embargo, los precios se desaceleraron desde el 3.5% en el 1T11 a 3.3% en el 2T11. También se descontaban aumentos más intensos a los observados en la inflación subyacente consistentes con un cierre de la brecha de recursos disponibles para atender la demanda que finalmente no se ha producido.

Ante los datos de inflación mejores a lo esperado en el 2T11, y, al incorporar la corrección a la baja del crecimiento, nuestra perspectiva de inflación para 2011 y 2012 mejora. Así, en lo que se refiere a la inflación subyacente, su caída del 3.3% al 3.2% entre el 1T11 y 2T11 resulta de comportamientos divergentes entre sus componentes. Por una parte los precios de los alimentos procesados han reaccionado con bastante intensidad a los altos precios del maíz y el trigo en los mercados internacionales, y aumentaron de 5.5% a/a en marzo a 6.9% a/a en junio. Mientras que el resto de los componentes del subíndice subyacente, otras mercancías y servicios, se han desacelerado de manera continua desde el 4T10, ubicándose en 2.4% y 2.2% a/a respectivamente, en junio pasado. La reducida inflación mostrada por dichos componentes, ha compensado las presiones observadas en los alimentos, contribuyendo a que la inflación subyacente haya registrado en el 2T11 su segunda tasa más baja en la historia.

Gráfica 13

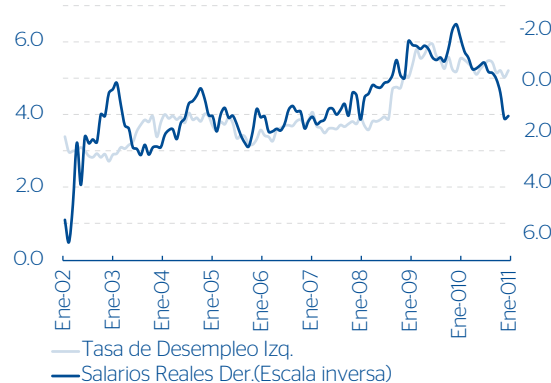
Inflación subyacente y componentes (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 14

Cambio del Salario real y tasa de desempleo (Var. % a/a y % de la PEA respectivamente)



Fuente: BBVA Research con datos de IMSS e INEGI

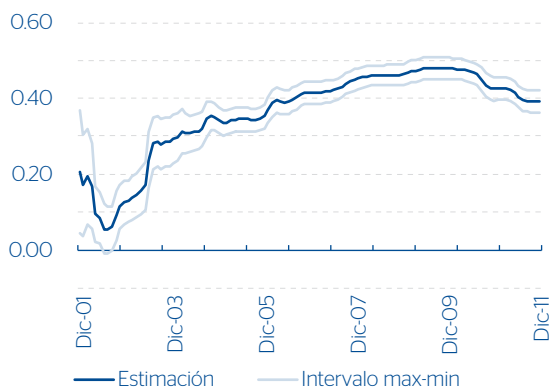
La inflación, al ritmo de la holgura de los factores productivos para atender la demanda

El buen desempeño de la inflación subyacente -excluyendo alimentos- está muy ligado al ciclo económico. Los elevados ritmos de crecimiento del PIB en los últimos trimestres han estado más ligados a las actividades relacionadas con la demanda externa que con el mercado doméstico. La inflación está ampliamente determinada por los costos de producción que enfrentan las empresas, básicamente: salarios, el precio de los insumos, los costos de transporte, el aumento esperado en el

precio de los insumos y de los precios de los competidores. Debido a que los salarios son uno de los principales costos, en el actual contexto de un mercado laboral en el que la tasa de desempleo continúa muy por encima de su nivel previo a la crisis, los salarios y por lo tanto los costos muestran resistencia a la subida. Además, una política presupuestaria que amortigua mediante subsidios el alza en los precios de los combustibles frena también el aumento de los costos de distribución. Finalmente, la inflación se mantendrá acotada mientras el ritmo de recuperación del gasto no baste para que las empresas, por temor a ceder cuota de mercado a sus competidores aumenten los precios de sus productos.

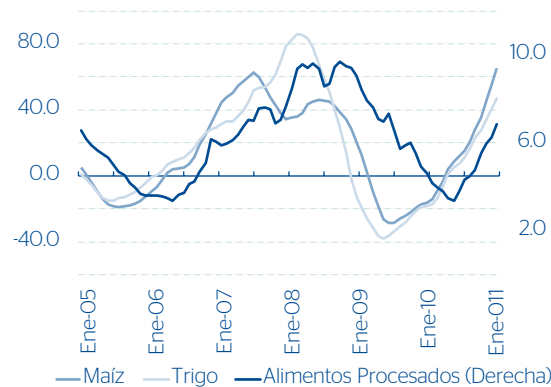
De esta manera, los precios de los alimentos procesados constituirán el principal riesgo al alza del componente subyacente. Sin embargo, nuestro escenario de precios de *commodities* agrícolas (principalmente maíz y trigo) es de continua caída de sus cotizaciones ya que ya han tocado sus máximos. Con todo, la inflación subyacente permanecerá contenida y en su conjunto cerrará 2011 en torno a 3.4%. En lo que se refiere a 2012 el moderado, pero sostenido crecimiento de la demanda doméstica terminará reduciendo significativamente la cantidad de recursos disponibles para atenderla, favoreciendo aumentos acotados de la inflación subyacente. Acotados en la medida en la que el empleo no cobre fuerza suficiente para hacer caer la tasa de desempleo en forma relevante, impulsando la recuperación del ingreso y el consumo de los hogares hasta un nivel en el que el poder de fijación de precios de las empresas sea mayor. En todo caso, no consideramos que se haya dado un cambio en el proceso generador de los precios que permita esperar en el horizonte de previsión tasas de inflación estables en los niveles actuales.¹

Gráfica 15

Elasticidad de la inflación al salario nominal (%)

Fuente: BBVA Research. Resultados de una estimación de regresión ampliando progresivamente la muestra (rolling regression).

Gráfica 16

Precios de los alimentos procesados (INPC) y precios del maíz y trigo en mercados internacionales (Var. % a/a)

Fuente: BBVA Research con datos de Infotel

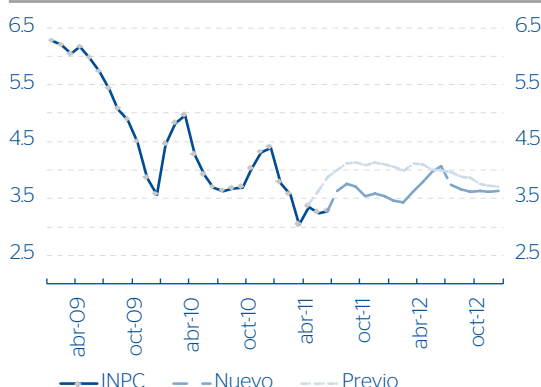
La inflación no subyacente también ha venido sorprendiendo a la baja en el primer semestre del año, contribuyendo a la mejora del balance de riesgos inflacionarios. Existen elementos ya descontados sobre su comportamiento el resto del año, por lo cual consideramos que a pesar de que experimentará gran volatilidad, al cierre su contribución será un factor de apoyo para que la inflación general se ubique en torno a 3.6% al final de 2011. Así, consideramos que los precios de los productos agrícolas subirán menos intensamente en el segundo semestre de 2011 beneficiados por el periodo de mayor producción del ciclo bienal, muy regular desde 1999. Además los precios de los pecuarios muestran menores afectaciones por el aumento de los granos a nivel mundial, con lo que los precios no subyacentes de los alimentos, difícilmente provocarán desviaciones alcistas de la inflación al cierre del año. Por su parte los precios de los energéticos se encuentran en buena medida descontados, debido a la política de deslizamiento de los precios de la gasolina. A pesar de esto, existe incertidumbre respecto a las tarifas eléctricas y el precio del gas, que están

¹ Ver Observatorio Económico titulado "Inflación, al ritmo de la holgura de factores productivos". Disponible en: http://www.bbva.com/bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/110801_InflacionMexico_71_tcm346-265004.pdf?ts=382011

influidos parcialmente por el precio del crudo y que hasta ahora han registrado presiones muy moderadas que además se deben reducir dadas las perspectivas del precio del petróleo. Finalmente consideramos que las tarifas fijadas por los gobiernos locales -que han sorprendido a la baja, desde inicios del año- continuarán muy acotadas incluso en 2012, dada la cancelación del impuesto a la tenencia de automóviles que seguramente se dará en la mayoría de los Estados, y el hecho de que estas tarifas se ajustaron fuertemente en 2010. De esta manera aunque es imposible descartar riesgos al alza en la inflación no subyacente, a lo largo de los últimos dos años esta ha sorprendido a la baja, por lo que consideramos difícil que esta desvíe la trayectoria de los precios por encima del intervalo de variabilidad de Banxico.

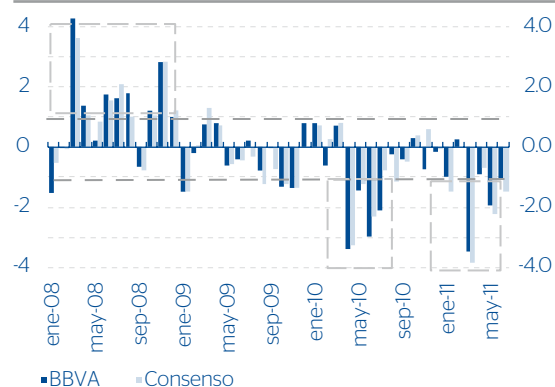
En conclusión, la perspectiva inflacionaria para 2011, mejoró de manera muy importante en el 2T11 apoyada por aspectos volátiles puntuales, pero principalmente por la ausencia de presiones por parte de la demanda. Esta última situación no se revertirá en el corto plazo, por lo que constituye el principal ancla de la inflación. Adicionalmente los choques de oferta parecen haber comenzado a ceder en los diversos mercados de materias primas, si bien fundamentalmente aún les resta camino por andar, consideramos altamente probable que sus cotizaciones continúen reduciéndose los próximos meses. Por lo anterior estimamos que la inflación cerrará el año en torno a 3.6%, dentro del rango de variabilidad de Banxico. En lo que se refiere a 2012, y considerando lo comentado previamente para la inflación subyacente, las perspectivas son de mantenimiento de las tasas por debajo del 4%.

Gráfica 17
Escenario de Inflación BBVA Research
(Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 18
Sorpresas en inflación
Error estandarizado de la previsión a un mes
de la tasa mensual del INPC



Fuente: BBVA Research con datos de Infotel

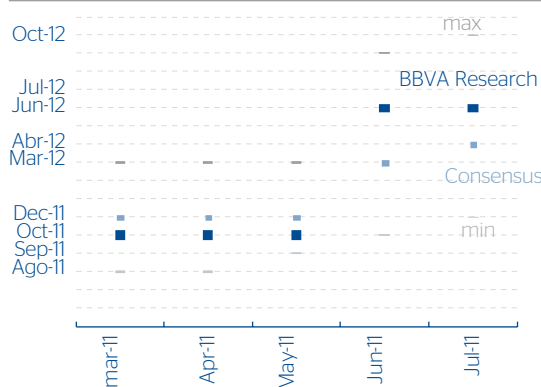
La ausencia de presiones de demanda sobre los precios y el anclaje de las perspectivas de inflación de mediano plazo auguran una pausa monetaria hasta bien entrado 2012

La incertidumbre sobre la postura de política monetaria de Banxico en el mediano plazo se ha reducido significativamente. Después de un primer trimestre caracterizado por el incremento de los precios internacionales de las materias primas y eventos climáticos adversos que dejaban ver la posibilidad de un proceso inflacionario durante el verano, la inflación ha sorprendido a la baja y se ha llevado consigo el escenario de un alza de la tasa de fondeo durante 2011. Un traspaso inflacionario de los precios de las materias primas menor al esperado, aunado a un menor ritmo de reducción de la holgura de recursos productivos, nos llevan a retomar nuestro escenario de inicios de año de una pausa monetaria hasta junio de 2012.²

La comunicación de Banxico ha acentuado su moderación, incorporando las novedades en el balance de riesgos de la inflación. Así, desde el comunicado de política monetaria de mayo Banxico ha destacado la mejoría en balance de riesgos inflacionarios y reitera que, a pesar de algunas incertidumbres hacia delante, espera que el crecimiento de los precios se comporte de acuerdo con su pronóstico. Este sitúa a la inflación, en su escenario más probable, entre 3 y 4% en 2011 y 2012, respectivamente, con una inflación subyacente ligeramente por debajo del 3% en 2012. En materia de actividad, la moderación del ritmo de crecimiento genera que la velocidad de cierre de la brecha de producto se haya reducido y se reiteran los signos de holgura en la economía (i.e. uso capacidad instalada, mercado laboral y crediticio) que han sido señalados desde marzo pasado. Derivado de este escenario, Banxico concluye que, al momento, “no se esperan presiones generalizadas sobre los precios”, relajando así el debate mostrado en las minutas de marzo y abril sobre la capacidad de la brecha de producto para aproximar apropiadamente las presiones sobre los precios.

Gráfica 19

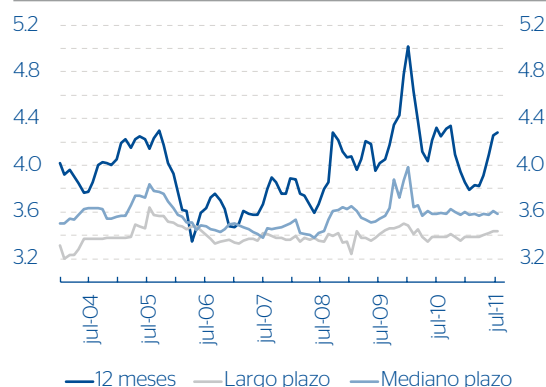
Expectativa de analistas sobre la próxima alza de la tasa de política monetaria



Fuente: BBVA Research con datos de Banamex

Gráfica 20

Evolución de las expectativas de inflación (%)



Fuente: BBVA Research y encuesta Infosel

² A la fecha de cierre de esta publicación no se dispone de un calendario de decisiones de política monetaria para 2012.

Creciente debate en Banxico sobre el impacto de su comunicación sobre unas expectativas de inflación ancladas por encima del objetivo de estabilidad de precios del 3%

Como se refleja en las minutas de las reuniones de política monetaria, las sorpresas a la baja en materia de inflación han acentuado el debate entre los miembros de la Junta de Gobierno de Banxico (la Junta) sobre las expectativas de inflación y el cumplimiento del objetivo de 3 por ciento. Si bien desde la minuta de la reunión de marzo ha habido diversas opiniones en cuanto a la resistencia que muestran las expectativas de inflación para ajustarse a la baja, en la minuta de la reunión de mayo destacó el intercambio de opiniones respecto al papel de la comunicación del Banco Central en la formación de expectativas. En particular, sobre el efecto que pueda tener el destacar los avances en materia de reducción de la inflación.

Se pueden distinguir dos posturas. La primera apoya la idea de que se enfaticen los avances en materia de inflación cuando sea el caso e incluso propone acompañar la decisión de política monetaria de un mensaje en el que se expongan dichos avances. Por el contrario, la segunda postura dentro de la Junta señala que el hecho de resaltar avances cuando no se ha alcanzado la meta puede ser interpretado por los agentes económicos como una señal de complacencia por parte de Banxico y con ello, elevar los costos de convergencia de la inflación hacia el 3 por ciento. Este intercambio de opiniones resulta relevante, dado que las expectativas de inflación son un indicador de las tensiones en el crecimiento de los precios que pudieran suponer inflaciones más elevadas en el futuro. Ello supondría la necesidad de una actuación de la política monetaria, dado el retardo con el que se produce su impacto. Con todo, aun cuando la mayoría de los miembros de la Junta concluyeron que la comunicación del Banco debe ser equilibrada al destacar avances y retos hacia delante, puede notarse que en los últimos dos comunicados se han dedicado algunas líneas más a exponer los avances en materia de combate a la inflación.

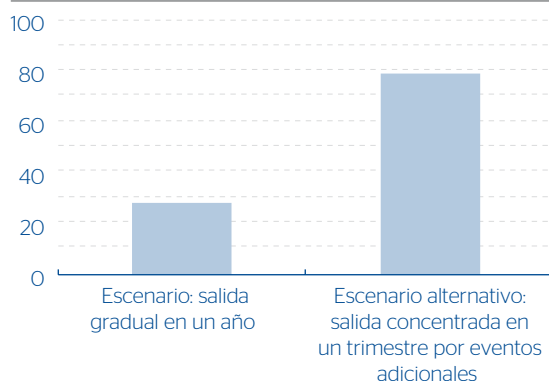
5. Mercados financieros, al ritmo de factores globales

La incertidumbre sobre la situación de las finanzas públicas en Europa y EEUU relega, por ahora, la discusión sobre el retiro de los estímulos monetarios en EEUU, que consideramos tendrá un efecto moderado sobre las tasas de interés

Los precios de los activos financieros a nivel global se han visto influidos tanto por episodios de aversión al riesgo, como por la incertidumbre sobre la duración e intensidad de la desaceleración de la economía de EEUU. Por un lado, la atención ha estado centrada en el contagio de la crisis de deuda pública griega que pueden sufrir las economías española e italiana. Ante estos episodios de aversión al riesgo global, la búsqueda de activos refugio (flight to quality) ha llevado a una reducción de las tasas de interés en EEUU y, en concordancia, también de las tasas de interés en México. A diferencia de otros periodos de aversión al riesgo, los activos de renta fija mexicanos no han registrado una caída en sus precios, lo que resulta consistente con el estrecho canal de contagio directo de la crisis de deuda europea al mercado mexicano. Más recientemente, las dudas a lo largo del proceso de ampliación del techo de endeudamiento público en los EEUU también supusieron tensiones en los mercados.

Gráfica 21

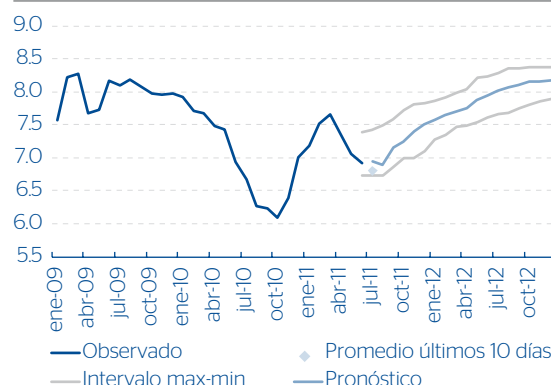
Impacto en el rendimiento del Bono a 10 años de la estrategia de salida del QE2, pb



Fuente: BBVA Research. Para detalles sobre los escenarios véase el Observatorio Económico del 28 de julio titulada "El final del QE2 tendrá un limitado impacto alcista sobre las tasas domésticas"

Gráfica 22

Tasa de interés bono 10 años a tasa fija (%)



Fuente: BBVA Research

Por otro lado, los datos más recientes de la economía de EEUU apuntan a un lento ritmo de recuperación con un débil mercado laboral y un sector de vivienda aún deprimido. Ante este panorama, la comunicación de la FED deja ver que la tasa de fondos federales se mantendrá sin cambios al menos el resto del año e incluso señaló en sus últimas minutas que planea tardar entre dos y tres años en regresar a un balance compuesto exclusivamente por bonos del Tesoro. Sobre una ronda adicional de relajamiento monetario, el Presidente de la FED señaló ante el Congreso de EEUU que es una de las opciones ante nuevas amenazas deflacionarias, sin embargo quedó claro que es una medida que no planea ponerse en marcha en el corto plazo, y menos si no se dan problemas de liquidez en el propio funcionamiento de los mercados. El panorama de crecimiento muy moderado genera presiones adicionales a la baja sobre las tasas de interés, tanto en EEUU como en México al incrementar la demanda por activos de renta fija.

Los elementos de incertidumbre mencionados anteriormente han dominado la escena internacional, dejando de lado el debate sobre los posibles incrementos de tasas de interés como resultado del retiro de las intervenciones en el mercado de bonos gubernamentales por parte de la FED (QE2). No obstante, a medida que estos acontecimientos tomen un curso más claro, la discusión sobre el

efecto de la terminación del QE2 volverá a ser relevante. De acuerdo con el análisis realizado por BBVA Research¹ el final del QE2 tendrá efectos limitados sobre las tasas de interés de largo plazo en México. La salida de flujos de extranjeros será previsiblemente moderada dado que el retiro de la liquidez también será gradual. Además, esperamos permanezcan otros factores favorables para la economía mexicana como el diferencial de tasas de interés entre México y EEUU y la pertenencia de México al *World Government Bond Index (WGBI)*. En particular, se estima que el final del QE2 puede generar un incremento de entre 30 y 40 puntos base en la tasa de 10 años a lo largo de los próximos 12 meses. Estas estimaciones son consistentes con nuestro escenario que señala niveles de la tasa de 10 años en agosto cercanos a 6.9 por ciento que previsiblemente se incrementarán a partir de septiembre y podrían alcanzar niveles de 7.5 por ciento a finales de 2011. En todo caso, la incertidumbre de las previsiones está más sesgada al alza que a la baja, en consistencia con el sesgo de las perspectivas de crecimiento y de tasas en EEUU.

En lo que se refiere al tipo de cambio, el Peso se verá afectado por los elementos de riesgo señalados, lo que supondrá previsiblemente en el corto plazo un aumento de su volatilidad con tendencia a la depreciación, sin superar los 12 ppd, al vaivén de la preferencia por el riesgo global. Posteriormente, una vez que se confirme un escenario de menor aversión al riesgo por la resolución de la incertidumbre vigente sobre el perfil y la sustentabilidad de la deuda pública de algunos países desarrollados, el tipo de cambio debería volver a reflejar los elementos de crecimiento, inflación y diferencial de tasas con EEUU. Con ello, sería razonable pensar el retomar una senda de moderada depreciación.

El efecto sobre México de la crisis de deuda soberana en Europa debería ser limitado ante su baja exposición a este continente

El grado de relación de la economía Mexicana a la europea no es elevado. Como destino de las exportaciones mexicanas, Europa tiene un peso marginal. Del 29 % del PIB que representan las exportaciones, únicamente el 1.4% del PIB tiene como destino Europa. Como fuente de inversión extranjera directa su importancia es relevante, alcanzando incluso en 2010 más de la mitad del total de la inversión recibida. Sin embargo, el determinante relevante para dicha inversión son las expectativas de actividad de la economía de destino, en este caso, la mexicana. La liquidez de los inversores europeos se dirigirá más fácilmente a economías emergentes alejadas de su ciclo económico ante una moderación en la actividad de sus países de origen.

Sobre la posible existencia de un “canal bancario” resultado del relevante papel de subsidiarias mexicanas con matrices en países europeos en el sistema bancario, no existe una alta vulnerabilidad directa para México ante potenciales escenarios de riesgo para los bancos europeos. Los bancos de propiedad extranjera son subsidiarias independientes con autonomía de gestión de capital y liquidez, lo que limita la exposición a su matriz, además de que la regulación y la supervisión local aseguran que el riesgo crediticio con esta no tenga un peso relevante. Adicionalmente, la banca en México mantiene altos niveles de capital lo que le permitiría enfrentar condiciones de estrés, en caso de que estas se llegasen a dar.² Pruebas de estrés realizadas por el Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero muestran que el sector bancario mantendría su solvencia a pesar de condiciones adversas tanto económicas como financieras.³

¹ Véase la publicación Observatorio Económico del 28 de julio titulada “El final del QE2 tendrá un limitado impacto alcista sobre las tasas domésticas”. Disponible en: http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/110728_ObsEcoMexico_23_tcm346-264823.pdf?ts=2972011

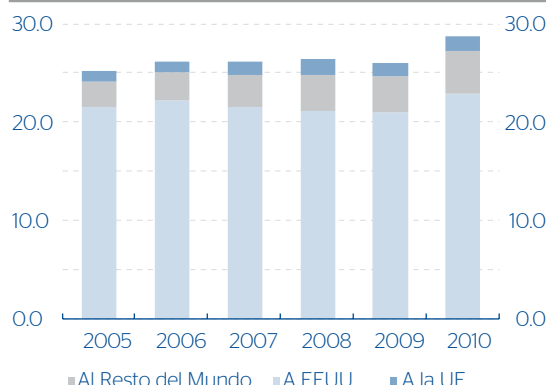
² Al mes de mayo la banca comercial mantiene un índice de capital cercano al 17%, lo que lo sitúa en más del doble del mínimo regulatorio, el cual se encuentra en 8%.

³ El informe anual (abril 2011) del Consejo de Estabilidad contiene pruebas de estrés que incluyen: i) una depreciación del tipo de cambio como la ocurrida en el episodio de quiebra de Lehman Brothers, ii) incremento en las tasas de interés a los niveles observados después del evento del 11 de Septiembre, y iii) pérdidas esperadas y morosidad en la cartera de crédito como las ocurridas en la recesión del año 2009. El informe anual está disponible en: http://www.cesf.gob.mx/docs/informe_anual_2010_cesf.pdf.

Durante la crisis *subprime*, el incremento en el riesgo de los bancos estadounidenses se percibió en el incremento de tasas de interés en su mercado interbancario. En el caso de México, ante los episodios de incertidumbre de un contagio de Grecia a otros países Europeos ocurridos entre mayo y julio de 2011, el mercado interbancario no se vio afectado.⁴ En caso que finalmente se diera una resolución desordenada de la crisis de deuda soberana en algunos países de Europa, el impacto sobre México vendría determinado por la magnitud del contagio que llegara a sufrir Estados Unidos, principal socio económico de México.

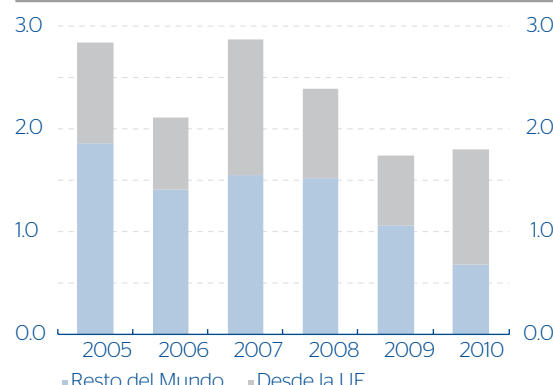
El bajo traspaso del riesgo de Europa a México también se observa en los Derivados de Incumplimiento Crediticio (CDS por sus siglas en inglés) de México, los cuales se mantienen anclados resultado de las buenas condiciones macroeconómicas del país, en particular por el bajo nivel de deuda externa y los crecientes niveles de reservas (para más detalle ver el Observatorio Económico titulado "Los fundamentales económicos anclan el nivel del CDS de México en un entorno global incierto").⁵

Gráfica 23

Exportaciones mexicanas de bienes por destinos, % del PIB


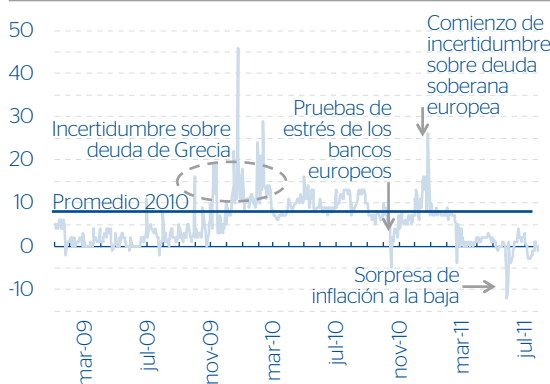
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 24

Inversión Extranjera Directa en México por origen, % del PIB


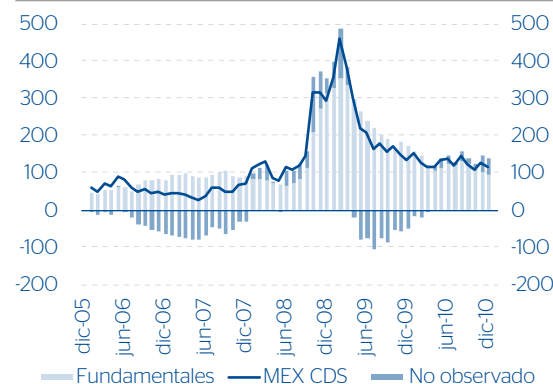
Fuente: BBVA Research con datos de la Secretaría de Economía

Gráfica 25

Diferencial entre la tasa de fondeo bancaria y la tasa objetivo de política monetaria, %


Fuente: BBVA Research con datos de Banco de México

Gráfica 26

Descomposición del CDS (puntos base)


Fuente: BBVA Research con datos de la CNBV

⁴ Si bien en los primeros episodios de incertidumbre sobre la condición de la deuda griega parece observarse cierta volatilidad en el mercado interbancario, ésta se ha disipado.

⁵ Disponible en Observatorio Económico: "Los fundamentales económicos anclan el nivel del CDS de México en un entorno global incierto" http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/110627_ObsEcoMexico_21_tcm346-261237.pdf?ts=2872011

6. Previsiones

Cuadro 1

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2009	2010	2011	2012	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Indicadores Macroeconómicos												
PIB (variación % real)	-3.5	3.0	2.1	2.6	2.2	3.3	3.5	3.1	2.2	1.6	2.0	2.4
Consumo personal (var. % real)	-1.9	2.0	2.1	2.1	0.9	2.1	2.2	3.0	2.8	2.1	2.0	1.7
Consumo gobierno (var. % real)	1.7	0.7	-1.4	1.1	1.2	0.7	0.6	0.1	-1.1	-2.2	-1.8	-0.5
Inversión fija bruta (var. % real)	-18.8	2.6	6.3	8.1	-5.0	4.0	4.5	7.4	7.4	4.2	6.6	7.0
Construcción ¹	-22.2	-4.3	-1.5	4.0	-6.8	4.2	-7.8	-6.3	-2.9	-6.9	1.9	2.3
Producción industrial (var. % real anual)	-11.0	5.3	3.9	3.5	1.6	6.5	6.9	6.2	5.4	3.8	3.0	3.3
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.7	-3.3	-3.7	-4.2	-3.4	-3.4	-3.4	-3.2	-3.4	-4.1	-3.7	-3.7
Inflación anual (fin de periodo)	2.7	1.5	2.6	2.6	2.3	1.1	1.1	1.5	2.7	3.6	2.9	2.6
Inflación anual (promedio de periodo)	-0.4	1.6	2.8	2.2	2.4	1.8	1.2	1.3	2.1	3.4	3.0	2.7
Balance fiscal primario ² (% del PIB)	-10.0	-8.8	-9.4	-6.8	-	-	-	-8.8				-9.4

Cuadro 2

Indicadores y Pronósticos México

	2009	2010	2011	2012	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Actividad Económica												
PIB (series desestacionalizadas)												
Variación % real anual	-6.2	5.4	4.1	3.8	5.1	7.3	5.1	4.2	4.4	3.4	4.2	4.2
Por habitante en dólares	7,572	8,680	10,158	10,502	8,344	8,634	8,605	9,137	9,580	10,194	10,450	10,408
Miles de millones de dólares	881	1,035	1,212	1,271	995	1,030	1,026	1,090	1,143	1,216	1,247	1,242
Inflación (% prom.)												
General	5.3	4.2	3.4	3.8	4.8	4.0	3.7	4.2	3.5	3.3	3.4	3.5
Subyacente	5.0	3.9	3.2	3.3	4.4	3.9	3.7	3.6	3.2	3.1	3.3	3.3
Mercados Financieros (% fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	4.5	4.5	4.5	5.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
Cetes 28 días	4.5	4.3	4.7	5.6	4.5	4.5	4.5	4.1	4.1	4.3	4.4	4.6
TIIE 28 días	4.9	4.9	4.4	5.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	4.9	4.7
Bono 10 años (% prom.)	8.1	6.6	7.3	8.1	7.7	6.9	6.0	5.8	7.5	7.0	7.3	7.6
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	11.7	11.7	11.8
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-2.7	-3.2	-2.9	-2.7	--	--	--	-3.2	--	--	--	-2.9
Sector Externo³												
Balanza comercial (mmd)	-4.9	-3.0	-3.8	-6.4	0.3	-0.1	-2.2	-1.0	2.0	1.4	-3.8	-3.4
Cuenta corriente (mmd)	-6.4	-5.6	-10.2	-14.3	0.4	-0.7	-1.9	-3.5	-1.4	-0.2	-3.8	-4.8
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.7	-0.5	-0.8	-1.1	0.2	-0.3	-0.7	-1.3	-0.5	-0.1	-1.2	-1.5
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	4.3	3.4	1.0	3.7	4.9	5.4	4.9	3.9	4.2	4.1
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	5.4	5.4	4.8	4.1	5.3	5.6	5.2	5.5	5.2	4.9	4.7	4.5

Cuadro 3

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	9.5	5.2	5.4	8.9	12.8	9.3	7.3	6.0	5.0	4.7	5.0
Demanda interna	-7.1	4.2	4.1	3.7	2.4	5.7	4.0	4.7	4.6	4.1	3.5	4.0
Consumo	-5.8	4.7	3.9	3.5	3.7	6.8	4.1	4.1	4.5	4.2	3.4	3.6
Privado	-7.2	5.0	4.0	3.5	4.2	7.0	4.3	4.5	5.0	4.7	3.2	3.2
Público	3.8	2.8	3.3	3.6	1.2	5.3	2.5	2.0	1.3	1.3	4.4	6.1
Inversión	-11.5	2.4	4.6	4.1	-2.5	2.0	3.5	6.9	5.1	3.6	4.2	5.4
Privado	-16.8	2.9	5.9	2.9	-4.1	2.0	6.3	7.9	15.1	5.7	1.0	2.2
Público	7.1	1.2	1.1	7.5	2.0	2.3	-3.6	4.2	-21.1	-1.9	13.3	14.3
Demanda Externa	-13.5	26.0	10.7	10.2	24.7	34.6	27.9	16.9	14.0	9.4	9.2	10.3
Importaciones	-18.4	23.8	8.4	9.8	21.8	33.1	23.5	17.0	10.8	9.6	6.3	7.2
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	-2.1	3.3	2.1	2.8	-0.2	2.1	5.3	6.0	1.6	1.2	2.7	2.9
Secundario	-7.6	6.0	4.1	4.0	6.2	7.2	6.3	4.6	4.5	4.0	4.1	4.0
Minería	-2.9	2.2	0.1	1.8	1.5	3.0	2.8	1.5	-2.4	-0.5	2.2	1.2
Electricidad	2.2	2.4	7.5	4.0	0.7	2.1	3.4	3.2	8.7	7.1	7.2	7.0
Construcción	-7.3	0.0	4.3	5.6	-3.6	-1.6	0.9	4.5	4.9	3.3	3.8	5.3
Manufactura	-9.7	10.0	5.0	4.1	12.0	13.3	9.2	6.1	6.2	5.4	4.4	4.0
Terciario	-5.2	5.0	4.0	3.8	4.8	7.3	3.9	4.1	4.2	3.4	4.1	4.3
Comercio	-14.2	13.4	7.9	7.6	14.9	17.7	11.9	9.4	8.1	6.0	7.9	9.6
Transporte, correos y almacenamiento	-6.5	6.5	3.2	2.8	7.3	10.9	5.1	2.9	3.3	2.8	3.7	3.1
Información en medios masivos	0.8	5.6	4.0	4.9	5.3	4.4	6.1	6.6	7.1	4.6	2.1	2.3
Serv. financieros y de seguros	-4.4	2.7	3.5	3.2	-0.2	5.6	-2.6	8.8	2.1	2.3	5.8	3.6
Serv. inmob. y de alq. de bienes muebles e int.	-1.3	1.8	3.3	2.8	3.6	1.4	1.0	1.4	2.3	3.7	3.6	3.6
Serv. profesionales, científicos y técnicos	-4.7	-3.0	3.3	2.5	-4.0	-3.7	-2.6	-1.7	5.5	2.8	2.5	2.6
Dirección de corporativos y empresas	-7.6	1.4	3.6	4.6	-6.9	-2.0	9.2	6.3	2.5	3.6	3.8	4.6
Serv. de apoyo a los neg., serv. de remediación	-4.7	1.3	2.6	2.5	-0.6	2.0	1.0	3.0	3.4	2.6	2.0	2.5
Serv. educativos	0.5	3.0	1.1	1.0	2.2	13.5	-0.8	-1.1	1.0	1.2	1.0	1.1
Serv. de salud y de asistencia social	0.7	-1.8	0.8	1.4	1.3	-9.9	0.7	1.3	0.3	1.2	1.0	0.9
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	-4.6	1.7	2.8	2.2	-1.8	2.0	2.2	4.5	5.1	2.0	1.9	2.1
Serv. de alojamiento tem. y prep. de alim. y beb.	-7.7	3.9	1.7	2.0	-0.8	11.9	2.7	2.6	0.8	2.0	1.8	2.0
Otros serv. excepto actividades del gobierno	-1.1	0.6	2.7	2.8	-0.9	-0.9	1.4	2.7	3.1	2.6	2.6	2.6
Actividades del gobierno	4.8	4.4	1.5	1.7	0.9	8.5	5.0	3.2	0.6	0.6	2.0	2.8

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

3: Acumulado, últimos 12 meses

mmd: miles de millones de dólares

dpp: 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 Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: www.bbva.com / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores".

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

Economías Desarrolladas:
Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz-Avarca

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

BBVA Research Mexico
Avenida Universidad 1200
Colonia Xoco
C.P. 03339 México D.F.
Publicaciones:
E-mail: researchmexico@bbva.bancomer.com

Estas y otras publicaciones de BBVA Research
están disponibles en inglés y en español en: www.bbvaereasearch.com

Otras publicaciones:

