

# Situación México

Primer trimestre 2011

## **Análisis Económico**

- Entorno global: desacoplamientos en marcha
- México, mejores perspectivas en un entorno favorable
- Banxico: margen para la pausa monetaria
- Consumo: la oferta de crédito contribuye al crecimiento del gasto de los hogares



# Índice

1. En Resumen.....	2
2. Desacoplamientos en marcha .....	5
Recuadro 1: Los “EAGLEs”: los mercados emergentes, clave en los próximos 10 años.....	9
3. Entorno externo, real y financiero, favorable para la economía mexicana.....	11
4. Soporte doméstico del crecimiento: consumo, empleo y crédito .....	14
Recuadro 2: Consumo de los hogares, comparación internacional: peso, volatilidad y estructura.....	15
Recuadro 3: Consumo y financiamiento: relación y causalidad.....	23
5. Inflación, con margen para mantener la pausa monetaria .....	26
6. Previsiones .....	34

**Fecha de cierre: 11 de febrero de 2011**

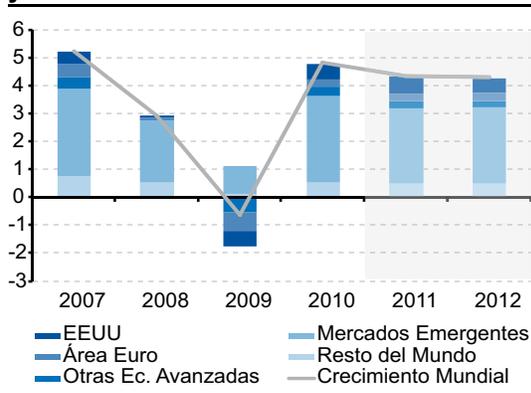
# 1. En resumen

**Las perspectivas de crecimiento de la economía mexicana han mejorado en línea con las de EEUU, con el mantenimiento de unas favorables condiciones de financiamiento y con su difusión en el mercado doméstico a través del aumento del empleo.** En un escenario global en el que cada vez está más claro el diferente ritmo de recuperación dependiendo de la zona de la que se trate, México se beneficia de su elevada exposición a EEUU, que junto al conjunto de economías emergentes constituyen los soportes del ciclo positivo en la economía mundial. Además, las condiciones de financiamiento de la economía mexicana siguen siendo muy favorables, tanto en términos de costo como de disponibilidad, tanto foránea como doméstica, lo que favorece que el dinamismo externo se transmita a la generación de renta de hogares y empresas a través del empleo y la inversión. Considerando el mantenimiento de estos factores, se espera que tras haber crecido cerca del 5.2% en 2010, resulta razonable esperar que México mantenga en 2011-12 una tasa de variación del PIB del 4% anual en promedio (4.3% en 2011 y 3.8% en 2012), bien por encima en todo caso del promedio de la década pasada, cercano al 2%.

**El balance de riesgos del escenario de crecimiento está sesgado al alza en 2011, lo que no debería distraer la atención de los problemas que dificultan la mejora de la capacidad de crecimiento de medio plazo en México: la falta de un imperio de la Ley efectivo y completo, una competencia económica con margen de intensificación y una política fiscal muy confiable pero vulnerable e insuficiente.** El entorno descrito acumula mayor grado de incertidumbre al alza que a la baja en el corto plazo dada la mayor posibilidad de efectos adicionales positivos que negativos de factores como; i) el impulso fiscal acordado en diciembre o las menores incertezas en el ámbito regulatorio tras las elecciones intermedias en EEUU, elementos positivos que se añaden a una evolución de la competitividad de México en el mercado manufacturero de EEUU que va más allá del impulso de un tipo de cambio más depreciado; ii) la todavía retardada posición cíclica de la economía mexicana tras la recesión de 2009, lo que permite un mayor margen de maniobra ante los dilemas que plantea el tipo de cambio en otras áreas. Ello sin olvidar que al periodo de pausa monetaria ya se le va vislumbrando un final, en 2012, pero con riesgo de que pudiera ser antes, y las tasas largas ya han abandonado los mínimos históricos registrados este verano pasado, a los que no volverán en el horizonte de previsión. Estos factores son más o menos intensos, pero se agotan en el tiempo por su carácter cíclico, y pueden suponer el riesgo de considerar menos urgente el atender los bien sabidos retos de largo plazo que enfrenta la economía mexicana, desafíos que se harán perentorios cuando el ciclo pierda su fuerza y a los que ha de responderse de manera continuada, sin descansos por un mayor crecimiento coyuntural.

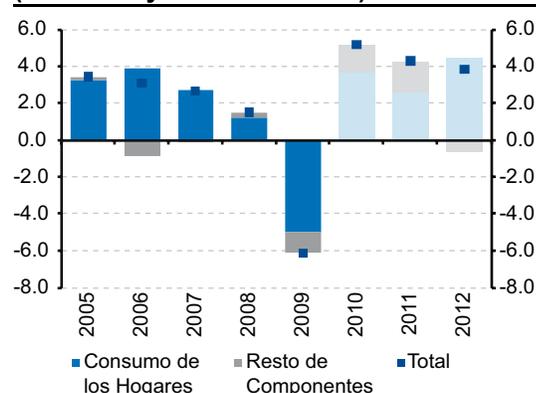
**El consumo de los hogares seguirá creciendo contando con el soporte de una oferta de financiamiento bancario con capacidad de atender una demanda que evoluciona de acuerdo al ingreso disponible de los hogares.** La demanda doméstica y en particular el consumo de los hogares está recuperándose apoyado en la capacidad de gasto de las familias, muy dependiente de su expectativa de ingreso disponible. Éste depende, a su vez, de su ingreso disponible efectivo, determinado fundamentalmente en el mercado laboral por el empleo y el ingreso por hora, pero también de la capacidad de suavizar las oscilaciones derivadas de la pérdida de ingresos laborales mediante transferencias de otros agentes: el sector público –ayudas por desempleo, gasto en sanidad y educación–, el sector externo –remesas de emigrantes– o el sector financiero mediante la disponibilidad de crédito al consumo. Como se ilustra en la publicación, el peso del consumo de los hogares en México no es comparativamente bajo respecto al de otros países, pero sí que es más volátil, seguramente porque los mecanismos que permiten suavizar los choques en el ingreso son menos relevantes. En este sentido, como se observa en la gráfica adjunta, la evolución del gasto en consumo se asemeja más a la del ingreso disponible obtenido en el mercado laboral formal que a la del total

Gráfica 1  
**Crecimiento del PIB global y contribuciones**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2  
**México, crecimiento económico (Var % a/a y contribuciones)**



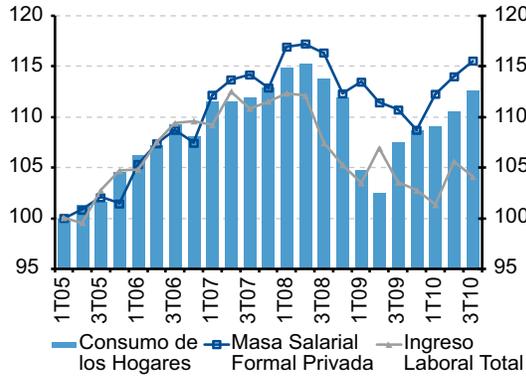
Fuente: BBVA Research

del mercado laboral mexicano. Esa mayor semejanza resulta consistente con el mayor acceso a los mecanismos de suavización de los choques en ingreso, como gasto público en sanidad y educación o financiamiento, preponderantemente proporcionado por el sistema bancario mexicano en función de las perspectivas de generación de ingreso existentes. Así, como se ilustra en la publicación, existe una relación estadística significativa y positiva entre el gasto de los hogares en consumo y el crédito bancario destinado a este segmento. Además, también se muestra cómo los indicadores de oferta de crédito disponibles, aunque no ligados directamente al financiamiento del consumo, llevan a concluir la existencia de una relación positiva entre consumo y capacidad de oferta de crédito bancario al consumo, pudiéndose deducir que excepto en el periodo de la crisis financiera global, no ha existido una restricción relevante en la oferta de crédito. Esa restricción de oferta estuvo ligada a un entorno financiero global muy adverso, en el que el costo y la disponibilidad de financiamiento para los bancos, además del riesgo de crédito en determinados segmentos de la economía, llevó a intensificar criterios prudenciales y de riesgo en la concesión de financiamiento.

En el entorno considerado, parece razonable esperar un soporte creciente desde el financiamiento al gasto en consumo de los hogares. Así, por ejemplo, la vuelta del indicador de oferta al nivel promedio vigente entre 2003 y 2008 resultaría consistente con un aumento del consumo real de los hogares de entre 0.4 y 1.6 puntos porcentuales. Esta magnitud, relativamente reducida se deriva del limitado mercado al que el sistema bancario mexicano puede acceder dado el elevado grado de informalidad existente en la economía. Un mayor grado de formalidad en la economía lleva aparejado no sólo un mayor acceso al financiamiento por criterios legales, sino también y sobre todo, niveles de productividad, salarios e ingreso relativamente más elevados y por lo tanto con mayor capacidad de gasto.

**Expectativas de inflación ancladas y brecha de producto todavía negativa permiten esperar que la pausa monetaria se mantenga hasta 2012, aunque con un sesgo a una más pronta subida, en la segunda mitad de 2011.** Los cambios en la comunicación de la política monetaria por parte de Banxico consolidan el papel preponderante de las perspectivas inflacionistas en el centro de sus decisiones a través de la valoración del impacto que puedan tener sobre ellas un amplio abanico de variables, desde la brecha de producto al tipo de cambio pasando por choques de oferta que alteren los precios relativos. Sin automatismos en la toma de decisiones, con un margen de maniobra consistente con un enfoque preventivo para lograr la estabilidad de precios. Las expectativas inflacionarias de la economía mexicana se encuentran ancladas por debajo del límite superior del objetivo de inflación de Banxico del 3%, sin que sean previsibles, en nuestra opinión, cambios que puedan llevar a una subida de tasas de Banxico al menos a lo largo de todo este año. Las presiones desde la demanda

Gráfica 3  
**México, ingreso y consumo de los hogares (1T05=100)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 4  
**México, indicador de oferta de crédito bancario (Índice de 0 a 100)**

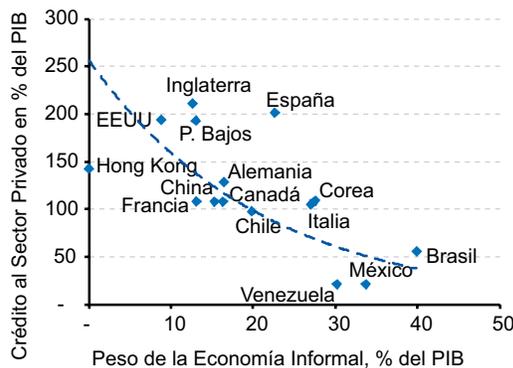


Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

sobre los precios serán, en caso de haberlas, limitadas, dada una brecha de producto que, independientemente de su nivel exacto parece que está aún simplemente cerrándose. Además, ello es condición necesaria pero no suficiente para que se den presiones de demanda sobre los precios. El tipo de cambio contribuirá al anclaje de las perspectivas de inflación en un entorno en el que las políticas monetarias de los países desarrollados, y en particular la de EEUU, seguirán siendo acomodaticias este año. Además, parece que el impacto de las oscilaciones del tipo de cambio en la inflación registrada es significativamente menor que en el pasado como resultado de que México está integrado en una zona comercial mayor y del anclaje de las expectativas inflacionistas de los agentes económicos, con lo que el riesgo de un impacto alcista de potenciales depreciaciones del tipo de cambio parece muy limitado.

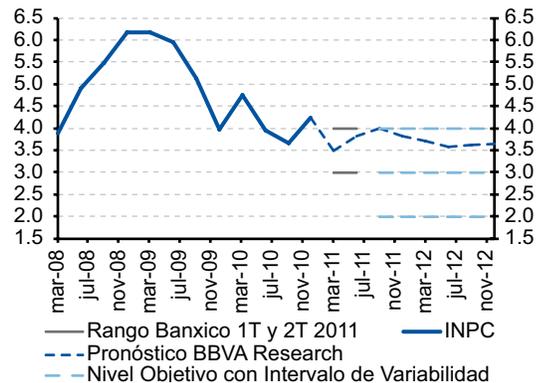
El escenario planteado resulta consistente con una perspectiva de continuidad de la pausa monetaria hasta bien entrado 2012, aunque con un balance de riesgos que se sesga más hacia una más pronta subida que hacia una subida más retardada. Un más rápido aumento de la demanda doméstica, no descartable dado lo comentado anteriormente, y/o el impacto de choques de oferta en precios relativos –por ejemplo de las materias primas alimenticias– pudiera trasladarse a las expectativas de inflación, lo que, en su caso, supondría una más pronta subida de las tasas de interés respecto al calendario previsto.

Gráfica 5  
**Informalidad y Crédito, % del PIB**



Fuente: BBVA Research con datos del Banco Mundial y Schneider y Enste (2004)

Gráfica 6  
**México, perspectivas de Inflación y objetivo de Banxico (% a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

## 2. Desacoplamientos en marcha

### **Continuarán las divergencias en la economía mundial, ampliándose el desacoplamiento tanto en términos de crecimiento como de políticas**

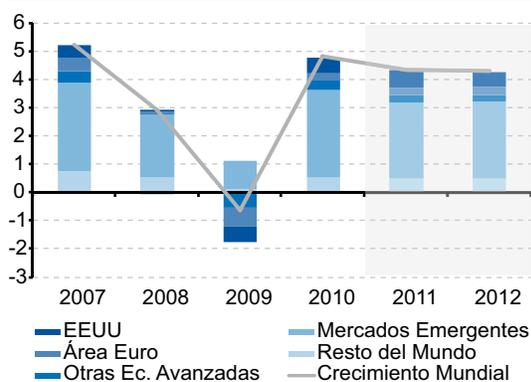
El crecimiento global se mantiene con fuerza. Tras cerrar 2010 con una tasa de crecimiento del 4.8%, se prevé que la economía mundial experimente una ligera desaceleración hasta niveles del 4.4% tanto en 2011 como en 2012: un comportamiento mejor de lo que podría haberse anticipado hace 12 meses. Esto se explica a través de la mejora de las perspectivas entre las economías avanzadas debido a (i) mejores expectativas de crecimiento en EE.UU. con las medidas de estímulo fiscal, y (ii) un sólido desempeño de las principales economías del centro de Europa, que se han desacoplado de los países de la periferia del área del euro, lastrados por las tensiones de los mercados financieros. De hecho, a pesar de que las tensiones de los mercados financieros empeoraron en Europa durante el último trimestre de 2010, la actividad económica en la región ha podido acelerarse, demostrando de este modo –al menos temporalmente– un cierto grado de desacoplamiento también entre la actividad económica real y la financiera. Así, en líneas generales, el patrón de crecimiento de la economía mundial se mantiene prácticamente sin cambios, dado que el verdadero motor de dinamización sigue siendo el área emergente, liderado por Asia (China e India en particular, véase Gráfica 7) al tiempo que las economías más desarrolladas siguen cediendo terreno, más en Europa que en Estados Unidos.

Todos estos desacoplamientos tienen tres importantes consecuencias de cara a las perspectivas. En primer lugar, la divergencia entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes seguirá conllevando unas políticas macroeconómicas diferenciadas en ambas regiones. Las políticas monetarias seguirán siendo altamente expansivas en Estados Unidos y en Europa, promoviendo la búsqueda de rentabilidades en otros ámbitos (en los mercados emergentes y, cada vez más, en las materias primas). Al mismo tiempo están comenzando a aparecer signos de recalentamiento en algunos países de Asia y Latinoamérica, lo cual está empujando a las autoridades a considerar la implantación de políticas de endurecimiento monetario antes de lo previsto anteriormente, especialmente en Asia (Gráfica 8). Los incentivos resultantes para la entrada de capital en las economías emergentes intensificarán los dilemas ya existentes en materia de políticas en ambas regiones entre, por un lado, las políticas de endurecimiento monetario que garanticen una transición fluida hacia unas perspectivas de inflación que no se eleven y, por otro, las políticas que eviten apreciaciones bruscas y repentinas de los tipos de cambio.

En segundo lugar, las divergencias de crecimiento entre EEUU y la UEM –junto con el riesgo financiero– ejercerán una presión bajista sobre el euro y, quizá aún más relevante, seguirán dirigiendo la atención de los mercados hacia la relativa dificultad de la UEM para crecer dados sus elevados niveles de deuda pública. Éste es uno de los elementos –junto con los diferentes tamaños de los programas de compra de deuda pública de los bancos centrales y las tensiones sobre la gobernanza económica en Europa– que explican por qué los mercados no han reaccionado de forma significativa ante un retraso adicional de la consolidación fiscal en Estados Unidos. La diferencia entre esta falta de reacción y el castigo ejercido por los mercados sobre algunos países de Europa no podría ser mayor.

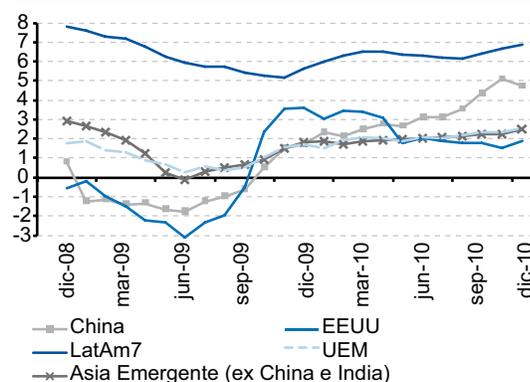
Finalmente, el creciente desacoplamiento experimentado dentro de la UEM empezará a presionar sobre la implementación de la política monetaria común, con objetivos divergentes, entre atender el incipiente riesgo de inflación, especialmente en los principales países del centro de Europa, y seguir respaldando la estabilidad financiera, especialmente –aunque no exclusivamente– en las economías periféricas.

Gráfica 7

**Crecimiento del PIB global y contribuciones**

Fuente: BBVA Research

Gráfica 8

**Inflación (% tasa interanual)**

Fuente: BBVA Research y Datastream

**Repunta el crecimiento en las principales economías avanzadas, pero se mantienen las fragilidades. Las posibilidades de un escenario de recaída en la recesión en Estados Unidos, que considerábamos muy bajas, se han disipado. Pero el riesgo de subida de los tipos de interés a largo plazo ha cobrado más relevancia**

Tal y como esperábamos, EEUU no ha vuelto a caer en recesión y las posibilidades de que este escenario se produzca en el futuro se han ido disipando. Este cambio de sentimiento se debe a cuatro factores fundamentalmente. En primer lugar, la mejora de los datos macroeconómicos a final de 2010 puso de relieve que el consumo en los hogares evolucionaba mejor de lo previsto. En segundo lugar, las contundentes medidas adoptadas por la Reserva Federal, implantando una segunda ronda de expansión cuantitativa (QE2), dio apoyo a los precios de la deuda en particular y a los precios de los activos en general. En tercer lugar, se espera que la reducción de la incertidumbre y el aumento de la confianza empresarial favorezcan la inversión. Por último, y quizá lo más importante, la aprobación de un nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 constituyó un importante impulso para reactivar el crecimiento económico. Resultado de todo ello, hemos ajustado al alza nuestra previsión de crecimiento para 2011 en 0.7 puntos porcentuales hasta el 3%.

Sin embargo, aún no han desaparecido las vulnerabilidades del escenario económico. Los mercados inmobiliarios se mantienen frágiles y siguen siendo susceptibles de dar sorpresas negativas. La renta de las familias crece lentamente debido a que el ritmo de la recuperación económica no es suficiente para reducir las tasas de desempleo de forma significativa. Asimismo, el crecimiento del crédito y los procesos de titulización siguen siendo escasos. Si bien ninguno de estos factores debería impedir la recuperación, sigue desarrollándose un escenario en el que cualquier tensión adicional negativa podría perjudicar a la economía. Por el momento, este panorama de recuperación económica gradual con bajas presiones inflacionistas por el lado de la demanda permitirá que la política monetaria siga siendo expansiva durante un periodo prolongado de tiempo.

Asimismo, no deberían olvidarse las lecciones derivadas de la crisis de deuda soberana en Europa. La implantación del nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 supone un impulso al crecimiento en el corto plazo, en un momento en el que se percibían las dudas sobre una posible recaída en un escenario de recesión. Pero no debería sobrevalorarse la solidez ni la persistencia de los factores que han evitado una reacción negativa de los mercados de deuda ante un nuevo retraso en la consolidación fiscal en Estados Unidos. Las compras de bonos por parte de los bancos centrales y las tensiones experimentadas en Europa (y la huida a la calidad de la deuda pública estadounidense) son, por su propia naturaleza, factores

que desaparecerán en el medio plazo y, antes de que eso suceda, Estados Unidos deberá mostrar su claro compromiso con la consolidación fiscal o, de lo contrario, se enfrentará a una subida repentina de los tipos de interés a largo plazo. Las agencias de calificación ya han empezado a señalar este riesgo. Hay tiempo para abordarlo pero deben ponerse en marchas las conversaciones y los planes oportunos con la mayor brevedad posible para reducir las preocupaciones fiscales a largo plazo.

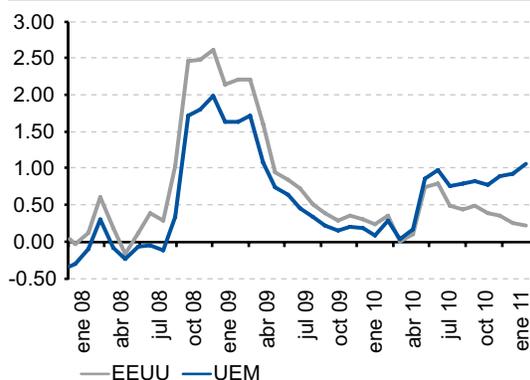
### **Las reformas económicas e institucionales en Europa serán fundamentales para resolver la crisis financiera**

Desde octubre de 2010, han vuelto a resurgir las tensiones financieras en Europa (Gráfica 9), especialmente en los países de la periferia. Las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y las pérdidas del sector financiero volvieron a aparecer, provocando una ampliación de los diferenciales de deuda soberana y presiones sobre el financiamiento de Gobiernos y empresas financieras y no financieras. Sin embargo, el efecto contagio a otros países europeos y fuera de la UE fue más limitado que en mayo pasado.

El aumento de las tensiones en los mercados financieros se debió fundamentalmente a dos factores. En primer lugar, la incertidumbre reinante en los mercados con respecto a la capacidad de las instituciones europeas para abordar la crisis de la deuda soberana. Creció la tensión entre los inversores privados ante la propuesta de que tendrían que asumir las pérdidas derivadas de las posibles reestructuraciones a partir de 2013 y por su percepción de que probablemente serían necesarios recortes en la deuda existente para restablecer la sostenibilidad fiscal. El segundo desencadenante fueron las crecientes dudas acerca de la credibilidad de las pruebas de resistencia realizadas al sistema financiero dada la necesidad de tener que ayudar a los bancos irlandeses poco después de que se considerara que tenían una capitalización adecuada. Estos dos desencadenantes se desarrollaron en un entorno de preocupación por la capacidad de algunos países periféricos como Portugal e Irlanda para cumplir sus objetivos de déficit fiscal y, en definitiva, por las dudas sobre la capacidad de algunas economías europeas para generar un ritmo de crecimiento suficiente que haga sostenible en el medio plazo la carga de su deuda. En definitiva, todo ello pone de manifiesto que los mercados están cada vez más centrados en los problemas de solvencia de la deuda soberana de algunos países que simplemente en preocupaciones por la liquidez. Esto pone de relieve la necesidad de implantar una solución integral, no sólo para resolver esta crisis, sino también para establecer un mecanismo permanente de prevención y resolución de crisis para el futuro. De cara a la prevención de futuras crisis, es necesario reforzar la coordinación fiscal, proporcionando mecanismos de absorción de posibles tensiones específicas en países concretos, pero reforzando también la vigilancia en el ámbito fiscal y en la dimensión macroeconómica (incluida la acumulación de desequilibrios en el sector privado). En cuanto a la resolución de la crisis, es necesario implantar un mecanismo definitivo y transparente que defina quién asumirá las pérdidas, de forma que se evite la volatilidad debida a la incertidumbre. Además, probablemente a estas alturas revista una importancia fundamental que se establezca también un mecanismo adecuado de transición.

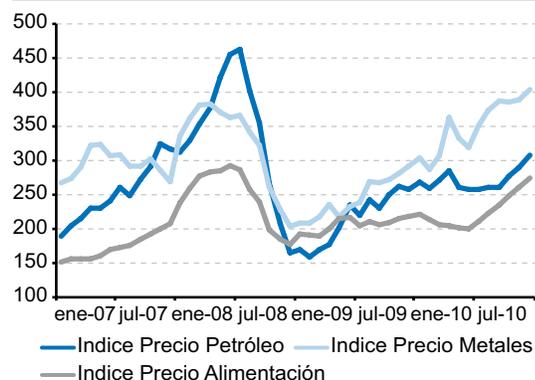
Tal y como se ha indicado anteriormente, el contagio financiero de este último episodio ha sido bastante limitado, incluidos los principales países europeos. Lo que junto al empuje de la demanda procedente de países emergentes ha permitido que el crecimiento de la UEM en su conjunto haya sido mayor de lo esperado, especialmente en Alemania. Sin embargo, este desacoplamiento entre las tensiones financieras experimentadas por los países periféricos y la actividad de la economía real en Europa no durará si no se acuerda pronto una reforma integral de la gobernanza y si los países no siguen presentando reformas económicas para reducir su vulnerabilidad fiscal, reestructurar el sistema financiero e incrementar el potencial de crecimiento. El acuerdo que se alcance en el próximo Consejo Europeo de marzo resultará clave a este respecto.

Gráfica 9

**Índice BBVA de tensiones financieras**

Fuente: BBVA Research

Gráfica 10

**Precios de las materias primas**

Fuente: BBVA Research

**Los precios de las materias primas se estabilizarán pero los riesgos de inflación son cada vez más relevantes en las economías emergentes, que seguirán creciendo con fuerza**

Los precios de las materias primas se han incrementado de manera generalizada en los últimos meses, situándose en niveles de máximos históricos en el caso de algunos metales (Gráfica 10). Esta escalada es coherente con la tendencia alcista a largo plazo de los precios de las materias primas impulsada por el aumento de la demanda en las economías emergentes, aunque también existen otros factores de corto plazo que intensifican este repunte, al menos en algunos tipos de materias primas. Por ejemplo, el rápido incremento de los precios de los alimentos en los últimos dos meses es, en gran medida, resultado de factores puntuales asociados a la oferta (climatología adversa), que deberían ir remitiendo a lo largo de 2011. Asimismo, debido a las amplias condiciones de liquidez global, los inversores han acudido a las materias primas buscando rentabilidad por su condición de activo financiero, incrementado así sus precios.

En adelante, esperamos que los precios de las materias primas se estabilicen en torno a los niveles actuales. En el caso de los precios de los alimentos, esto será resultado de la normalización de las cosechas en 2011. En el caso de los metales, el aumento de las existencias comenzará a incidir en los precios. Solo en el caso del petróleo esperamos un mercado más ajustado que siga empujando los precios ligeramente al alza durante 2011 pero que gradualmente irá relajándose. Ello se verá favorecido por la esperada reducción de las tensiones financieras en Europa, que debería alejar los flujos de inversión de las materias primas para acercarse a otros activos con unas primas de riesgo más contenidas. Sin embargo, los riesgos están sesgados al alza ya que la fuerte demanda asiática seguirá favoreciendo la tendencia al alza de los precios en el medio plazo.

El incremento de los precios de las materias primas ha sido en parte responsable del aumento de la inflación observada en las economías emergentes a finales de 2010 (Gráfica 8). En particular, el incremento de los precios de los alimentos ha tenido un efecto directo relevante en la aceleración de los precios en una serie de países (especialmente de Asia) con el riesgo de contribuir además a alimentar subidas adicionales de la inflación general por el aumento de costos en la cadena productiva. Sin embargo, en adelante, la estabilización prevista de los precios de los alimentos significará que este factor debería ser menos importante a la hora de determinar la inflación. Aunque el riesgo también ha aumentado en los países desarrollados, este es inferior que en las economías emergentes, dado que los precios de los alimentos tienen una menor ponderación en el IPC, al tiempo que la amplia capacidad productiva sin utilizar y las expectativas de anclaje de la inflación contribuirán a mantener controladas las presiones inflacionistas.

Más preocupante para las economías emergentes es el hecho de que el rápido crecimiento y la fuerte entrada de flujos de capital en Asia y Latinoamérica estén comenzando a generar un riesgo de recalentamiento de la economía, evidenciado en un aumento de la inflación pero también por el rápido crecimiento del crédito y de los precios de los activos. De hecho, esperamos que las economías asiáticas sigan creciendo con fuerza aunque, en nuestra opinión, las autoridades serán capaces de dirigir las hacia un “aterrizaje suave” evitando el recalentamiento, que sigue siendo un riesgo más pronunciado que hace tres meses. Impulsada por la demanda interna y los elevados precios de las materias primas, Latinoamérica crecerá con fuerza en 2011, convergiendo hacia un crecimiento potencial de en torno al 4% para el conjunto de la región. Tal y como se mencionó anteriormente, el principal desafío para ambas regiones será gestionar los dilemas que surjan en materia de políticas ante la fuerte entrada de flujos de capital. Creemos que las políticas de endurecimiento monetario se mantendrán en los países que las necesiten, pero que al tiempo se podrían imponer controles administrativos más estrictos dicha la entrada de flujos de capital y medidas prudenciales para limitar el crecimiento del crédito, especialmente en Asia.

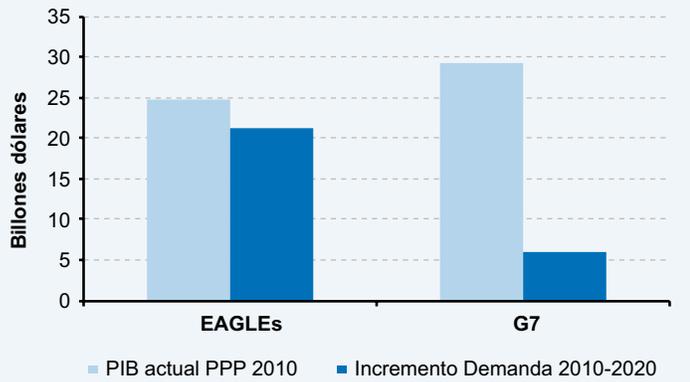
## Recuadro 1: Los “EAGLEs”: los mercados emergentes, clave en los próximos 10 años

El desacoplamiento entre las tasas de crecimiento de los mercados emergentes y las de los más desarrollados no constituye, bajo nuestro punto de vista, un fenómeno cíclico. Por el contrario, se trata de una característica estructural a medio plazo de la economía global. Existen varios factores que sustentan esta visión. En primer lugar, el impacto de la última crisis y los peajes impuestos por su resolución son claramente mucho mayores en los mercados desarrollados, en donde se espera una ralentización significativa del crecimiento con respecto al periodo expansivo previo a la crisis. En el caso de los mercados emergentes, el lastre generado por la crisis es mucho menos pesado y la rápida recuperación observada en 2010 es prueba evidente de ello. Con respecto al largo plazo, BBVA Research ha analizado detalladamente el potencial crecimiento del PIB a partir de escenarios probables para los factores de producción (empleo, capital) y la eficiencia con la que se combinan (productividad total de los factores). Este exhaustivo ejercicio pone de manifiesto como los mercados emergentes, en su conjunto, pueden apoyarse en una base más sólida para su crecimiento a largo plazo que las economías desarrolladas. En particular, sus perspectivas demográficas son más elevadas y con una composición más favorable para la participación en el mercado laboral, lo cual implica que previsiones incluso conservadoras de crecimiento a largo plazo no requieren una aceleración de la inversión ni de la productividad total de los factores.

En vista de ello, es comprensible que los inversores hayan mostrado un interés mayor por encontrar nuevas fórmulas para posicionarse en esta rotación del crecimiento mundial hacia los mercados emergentes. BBVA Research ha puesto en pie un proyecto para proporcionar información sobre este asunto, esfuerzo que se centra en el concepto de los “EAGLEs”. EAGLEs hace referencia a la expresión anglosajona “Emerging and Growth-Leading Economies”, grupo de mercados emergentes cuya aportación absoluta al crecimiento global durante los próximos 10 años se prevé que sea mayor que el del promedio de los mayores países industriales (el G6, esto es, el G7 a excepción de Estados Unidos). Nuestro enfoque cuenta con varias ventajas frente a otros intentos de clasificación alternativos que se han lanzado recientemente:

- En lugar de centrarse en la población y el tamaño económico, factores que pueden inducir al error, el concepto EAGLEs se centra en el PIB incremental (PIBI) que las economías generarán, esto es, su aportación al crecimiento mundial. La utilización del PIBI resulta fundamental: tener un gran tamaño o una tasa de crecimiento elevada no es suficiente en sí mismo para ser un protagonista clave en el entorno global; lo que importa es la combinación de ambos factores. Éste es un concepto más relevante para identificar oportunidades de mercado y de negocio con mayor anticipación (Gráficas 11 y 12).

Gráfica 11  
**Nivel y crecimiento del PIB  
(PPP billones de dólares)**



Fuente: FMI y BBVA Research

- **Dinámica:** se actualiza cada año según el rendimiento económico y los cambios que se produzcan en las condiciones económicas, tal como se refleje en las previsiones de BBVA Research. No es un grupo cerrado ni fijo y el concepto no está ligado a un acrónimo formado por un grupo específico de países. De este modo se podrán identificar los mercados clave en el universo de los mercados emergentes, así como advertir por anticipado sobre los posibles “ángeles caídos”.

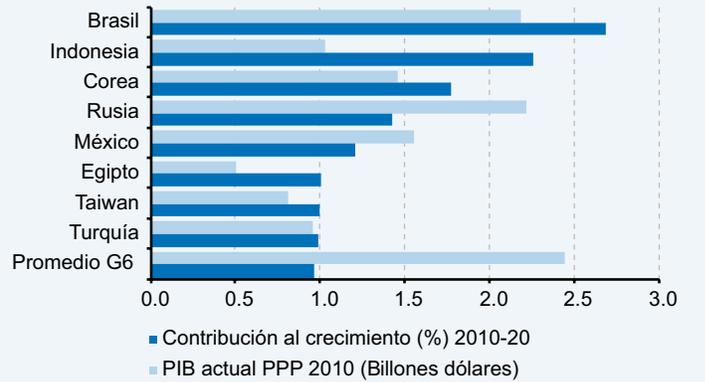
- **Objetivo:** el criterio de inclusión es explícito. Para convertirse en un EAGLE, el PIB incremental que se prevé para cada país en los próximos 10 años debe ser superior al que se anticipa para la media de las economías del G7, excluido EEUU.

- Los resultados se basan en un horizonte temporal más próximo (10 años) que los considerados en otros casos, que iban de 20 a 50 años, ya que la economía mundial puede experimentar enormes cambios en un periodo tan prolongado. Este horizonte es más relevante para la mayoría de las decisiones de inversión.

¿Quiénes son los EAGLEs? Nuestra metodología pone de manifiesto algunos resultados sorprendentes. Según las previsiones de BBVA Research, el PIB mundial aumentará en la presente década 41 billones de dólares estadounidenses ajustados según la paridad del poder adquisitivo (PPA). La contribución de los EAGLEs (su PIB)

Gráfica 12

**Otras economías emergentes importantes, aparte de China y la India  
(porcentaje de participación, billones de dólares)**



Fuente: FMI y BBVA Research

será ligeramente superior al 50%, mientras que la cuota del G7 será solamente del 14%. Hay que destacar el papel que se espera de China en los próximos diez años; su contribución al crecimiento mundial total representará casi el 30%, cuatro veces más que EEUU y 2.4 veces más que el resto de los países BRIC. India igualará la contribución de EEUU al crecimiento, aunque su PIB será todavía inferior en 2020. Brasil será el tercer contribuyente en importancia, seguido por Indonesia y Corea del Sur (Gráfica 12). Hay que observar que Indonesia y Corea por separado contribuirán cada una de ellas más que Rusia al crecimiento mundial y si se combinan ambas economías, generarán 1.5 veces más PIB incremental que Brasil. Ésta es una muestra clara donde se pone en entredicho la relevancia del concepto BRIC. El siguiente de la lista es México, cuya contribución al PIB se prevé que será superior a la de Alemania o el Reino Unido, a pesar de que el tamaño de su PIB actual ajustado según la PPA asciende sólo a un 53% y un 71% del PIB de dichos países, respectivamente. Por último están Egipto, Taiwán y Turquía; se prevé que el PIB de cada una de estas economías será superior al de Canadá, Francia e Italia. Los EAGLEs que no forman parte del grupo de los BRIC serán más relevantes para el crecimiento mundial que el G6 u otros conceptos similares al usar un número reducido de países. En resumen, el grupo EAGLE es el conjunto de los mercados emergentes que a día de hoy ya son relevantes y que según las previsiones tendrán aún más importancia en esta década.

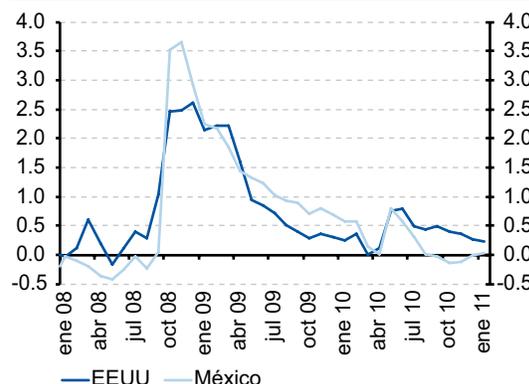
### 3. Entorno externo, real y financiero, favorable para la economía mexicana

Durante los últimos meses se mantienen los principales factores que dirigen el rumbo de las variables financieras, si bien hay que considerar un incremento de los riesgos geopolíticos. Así, el panorama económico global continúa condicionado, en buena medida, por el exceso de liquidez, consecuencia de la política monetaria laxa en los países más desarrollados. Por otro lado, la incertidumbre respecto a la crisis de deuda soberana en Europa, el incremento en el precio de las materias primas y nuevas tensiones geopolíticas en África constituyen, en diversos grados, riesgos para la recuperación mundial. En este contexto, México mantiene una posición relativamente mejor frente a los factores a los que se encuentra más expuesto, sea Europa o el incremento en las materias primas, siempre y cuando estos choques no tengan efectos relevantes en la economía norteamericana.

#### EEUU, mejores perspectivas con el impulso adicional de las políticas de demanda

A tres meses del aumento en el monto de compra de bonos del Tesoro norteamericano por parte de la Reserva Federal de los EEUU (FED), el denominado Quantitative Easing 2 (QE2), los datos que apoyan la recuperación económica aun no son concluyentes. Por un lado, menores riesgos de deflación, incremento en indicadores de consumo y de producción industrial, especialmente la manufactura; así como alzas en los mercados accionarios y reportes corporativos por encima de lo esperado. Sin embargo, continúa deprimida la actividad en el sector de la vivienda, las tasas de no pago de préstamos hipotecarios permanecen “extremadamente elevadas”, la demanda de crédito se mantiene débil y el empleo sigue por encima del 9 por ciento. En suma, como se menciona en la minuta de la reunión de la FED de diciembre pasado, si bien algunos indicadores económicos refuerzan la confianza en la recuperación, el progreso hacia los objetivos de pleno empleo y estabilidad de precios es “decepcionantemente lento”. Cabe señalar que, en buena medida, el incremento en el “optimismo” respecto de la recuperación está influido por el recorte en materia impositiva anunciado por el gobierno del Presidente Obama en noviembre pasado, razón por la cual cobran aun más relevancia las perspectivas respecto al crecimiento de la economía de EEUU una vez que los apoyos se vayan retirando. Con base en esta información, la FED mantiene su tasa de interés objetivo en el intervalo de 0 a 0.25 por ciento y ha reiterado

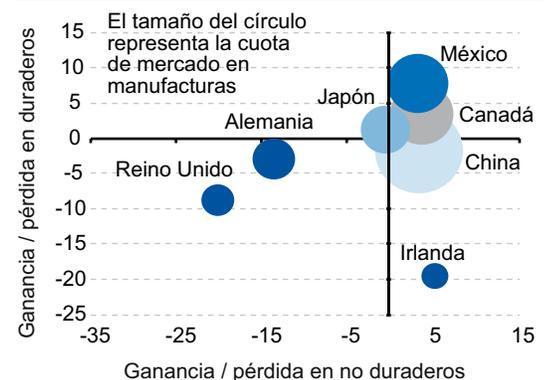
Gráfica 13  
**Indicador de Tensiones Financieras**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 14

#### Cambio en cuota de participación en las importaciones manufactureras de EEUU (Variación relativa, 2009-3T10)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

su expectativa de que las condiciones económicas garanticen que la tasa se mantenga en niveles excepcionalmente bajos por un periodo prolongado. Asimismo, considera adecuado continuar con la compra de bonos del Tesoro con la intención de adquirir USD 600 billones para el final del segundo trimestre de este año, fecha que determinará en buena medida el rumbo de la economía mundial. En suma, la FED no parece encontrar por ahora condiciones para cambiar el carácter acomodaticio de su política monetaria.

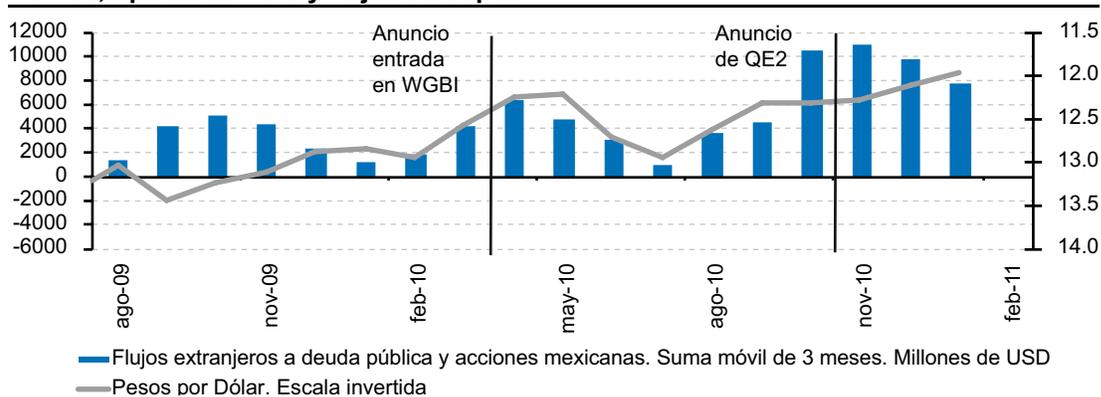
**Con todas las incertidumbres señaladas, la mejora de las perspectivas de crecimiento en EEUU supone un buen escenario para México**

Los datos de consumo por encima de lo esperado en la unión americana traen consigo un incremento en las expectativas de crecimiento en las exportaciones del país, aunque se espera que estas sean menores al fuerte rebote que presentó en 2010. Cabe recordar que el ritmo de crecimiento de las exportaciones manufactureras (cerca del 80% de las exportaciones totales), expresado en términos de pesos reales, pasó de 1.5% mensual en promedio durante los trimestres segundo y tercero de 2010 a -2.8% en promedio en los últimos meses del año pasado, lo que se vio parcialmente compensado por las exportaciones petroleras tanto por el efecto cantidad como por el efecto precio: 14% y 10% mayores respectivamente en relación a la cantidad de barriles diarios exportados y precio por barril del último trimestre respecto a los primeros nueve meses del año. También, en el caso de las exportaciones manufactureras, México destaca entre los principales exportadores de bienes a Estados Unidos por ser el que más terreno ha ganado en el mercado norteamericano. En particular en la exportación de bienes duraderos que representan cerca del 85% de nuestras exportaciones, la cuota crecía cerca del 8% en el 3T10 respecto a lo observado en 2009. En bienes no duraderos, la mejora era del 3% y en comparación con otros países, la posición de México es ventajosa, reflejando mejoras en competitividad que no se justifican en su totalidad por el comportamiento del tipo de cambio.

Por su parte, por el lado de los flujos de inversión extranjera directa al país, estos no han cesado. Si bien hubo una moderación en 2009 congruente con el entorno global de mayor aversión dadas las tensiones financieras del momento, hacia el primer trimestre de 2010 la recuperación en estos flujos se hizo evidente, particularmente en ramas como comercio y manufacturas que representan cerca del 70% de la IED. Por otro lado, los flujos de inversión a instrumentos de renta fija registraron un alza sin precedentes derivada del anuncio de la entrada de México al World Government Bond Index (WGBI) a finales de marzo y el inicio del QE2 en noviembre. De hecho, se calcula que en el 2010 entraron más de USD 20 mil

Gráfica 15

**México, tipo de cambio y flujos de capital**



Fuente: BBVA Research

millones al mercado de renta fija en México. Otros flujos de recursos que continúan mostrando recuperación importante son las remesas y los ingresos por servicios turísticos. Las remesas iniciaron la recuperación hacia el primer trimestre del año pasado y aunque aún están lejos de recuperar los niveles previos a la crisis, las entradas repuntaron hacia la última parte del año: de un promedio de crecimiento de 0.4% cada mes entre enero a septiembre, ascendieron a 1.4% en promedio cada mes en el último trimestre del año. Por último, la entrada de turistas y su gasto continuaron estabilizándose hacia el último trimestre del año, con variaciones mensuales positivas en los últimos meses del año (0.23 en el bimestre octubre-noviembre vs. -0.37 en los primeros nueve meses).

### **Las variables financieras domésticas incorporan el escenario de mayor crecimiento en México y de búsqueda de rentabilidad global**

En los mercados financieros, la búsqueda de rentabilidad como consecuencia de la abundancia de liquidez a nivel global ha generado una fuerte demanda por instrumentos mexicanos. El primer reflejo de esta entrada de capitales es la apreciación del tipo de cambio que de noviembre de 2010 a la fecha ha registrado una apreciación de 2.43 por ciento, para ubicarse en niveles de hasta 12 pesos por dólar, cifra no vista desde el último trimestre de 2008. En el mercado de dinero, después de una caída en los rendimientos de los bonos a tasa fija, las mejores perspectivas de crecimiento han predominado y esto se ha reflejado en una reducción de la aversión al riesgo que ha llevado a los inversionistas, salvo episodios de incremento en el riesgo geopolítico, a deshacerse de los bonos para invertir en renta variable y así, incrementar las tasas de rendimiento en concordancia con las tasas de interés en los EEUU. En todo caso, el spread de financiamiento de los corporativos mexicanos continúa cayendo, mostrando un descenso en el costo del capital que debe facilitar la rentabilidad de los proyectos de inversión.

Como riesgos de este incipiente repunte económico a nivel mundial, la incertidumbre respecto a la crisis de deuda soberana en el viejo continente dista de estar resuelta, aun cuando la comunidad financiera internacional haya tomado medidas para reducir las tensiones, y subyace la posibilidad de un súbito incremento en la aversión global al riesgo o algún contagio vía el sector financiero. Por otro lado, la combinación de factores climáticos adversos, la demanda de países emergentes con rápido crecimiento y la búsqueda de rentabilidad como consecuencia del exceso de liquidez global han llevado a alzas en los precios de las materias primas que amenazan con presionar la inflación de los países en desarrollo, cuya demanda es uno de los motores actuales de la economía global. Pero los canales de contagio para la economía mexicana son estrechos. En relación con Europa, con un canal comercial muy reducido y una inversión directa que es, como mucho, no preponderante, se mantiene aislado del impacto de las tensiones que los riesgos soberanos de esos países pueden generar sobre las variables financieras domésticas. En cuanto al alza en los precios de las materias primas alimenticias, Banxico dejó en claro con la publicación de su primera minuta que en tanto no se contaminen las expectativas de inflación este choque dista de ser una preocupación en términos de un más pronto tensionamiento de la política monetaria. Y en cuanto al drenaje de renta de los hogares como resultado de esas alzas, debería ser limitado dado que los repuntes registrados en precios globales no se están transmitiendo a los domésticos dado el limitado peso de las importaciones de algunos de los productos con mayores subidas y la existencia en algunos casos de mecanismos de garantía de abastecimiento a precios ya fijados.

## 4. Soporte doméstico del crecimiento: consumo, empleo y crédito

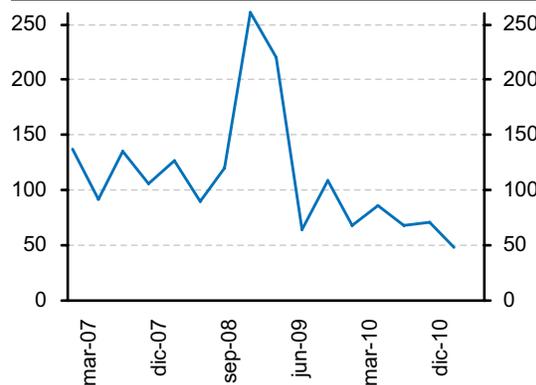
### El costo y la disponibilidad de financiamiento en México no serán un freno al crecimiento

El costo de financiamiento de las empresas mexicanas se ha ido reduciendo a partir de junio de 2009. Esto se observa en el costo de emisión de los corporativos en México. Además, la tasa de interés del crédito bancario a empresas ha caído del 10.7% en diciembre de 2008 a 8.5% en septiembre de 2010. Las tasas de interés del financiamiento a empresas alcanzaron su máximo en el 2008, resultado de la escasez de liquidez en los mercados y del incremento del riesgo de crédito de las empresas resultado de un ambiente económico muy incierto. De manera similar, las condiciones de financiamiento del gobierno –plazo de vencimiento y tasa de interés- han sido más benignas.

Adicionalmente, en el caso del crédito al consumo y el crédito a la vivienda, sus tasas de interés se mantuvieron muy estables a pesar de la crisis, en alrededor del 28% y el 11%, respectivamente.

Gráfica 16

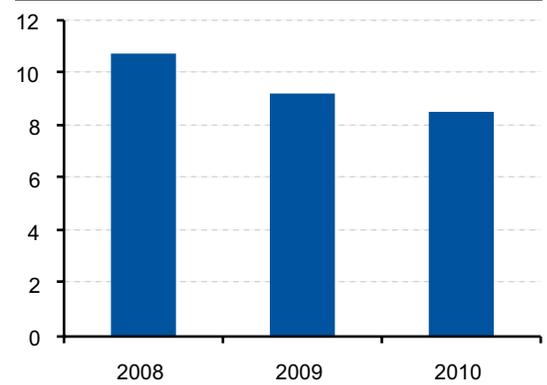
#### Diferencia entre la tasa de interés de los bonos corporativos y la tasa de interés de los bonos gubernamentales (pb)



Fuente BBVA Research con datos de Semana Corporativa Banamex

Gráfica 17

#### Tasa de interés implícita del crédito a empresas (%)



Fuente Comisión Nacional Bancaria y de Valores

## Recuadro 2: Consumo de los hogares, comparación internacional: peso, volatilidad y estructura

El consumo privado es el componente de la demanda con la mayor participación en el PIB: en términos reales (constantes de 2005 en dólares)<sup>i</sup> representa cerca del 60% del PIB en promedio para las cerca de 200 economías consideradas en el periodo (gráfica 18). En una muestra más pequeña de países mayoritariamente pertenecientes a la OCDE, México destaca por mantener un peso del consumo en el PIB comparativamente elevado con cerca del 70% de participación.

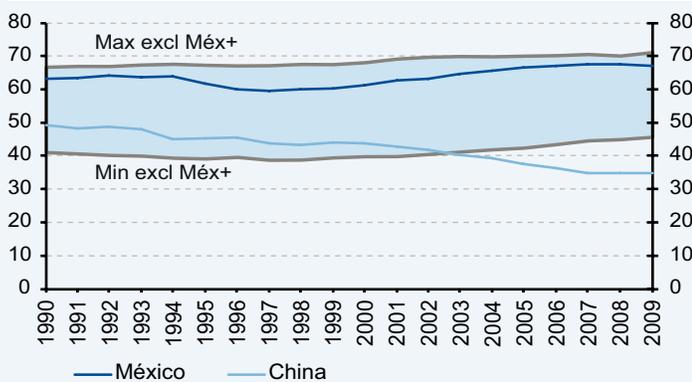
Una alta participación del consumo no se relaciona sin embargo, directamente con mayor grado de desarrollo (gráfica 19); en rangos de renta per cápita relativamente estrechos conviven países con pesos de consumo sobre PIB muy diversos, y viceversa. El peso del consumo tampoco se relaciona claramente con la distribución del ingreso<sup>ii</sup>, lo que sugiere que son una variedad de factores como la especialización productiva de la economía, su estructura demográfica —el ritmo de crecimiento de la población y su estructura por edades— o su capacidad de suavizar choques en el ingreso resulta coherente que influyan en el peso del

consumo en el PIB. En este sentido, el nivel de desarrollo de las economías sí que parece estar más claramente relacionado con la volatilidad del consumo privado, lo que tiene mucho sentido a la luz de la teoría económica. De acuerdo con la teoría del ingreso permanente, el gasto de consumo de un individuo depende de su ingreso “de largo plazo”, es decir, no del efectivo sometido a oscilaciones de corto plazo, repentinas en el ingreso, como podrían ser variaciones en ingresos por trabajo ante coyunturas más o menos favorables pero pasajeras o mayor o menor rentabilidad obtenida de la cartera de activos financieros y no financieros en su balance. En este sentido, los agentes (individuos o familias) tratarían de destinar un porcentaje relativamente estable de su ingreso a un consumo que también se pretende que sea “suave” en el tiempo, con independencia del horizonte que enfrentan<sup>1</sup>.

Para conseguir esta suavización, el agente se vale del ahorro, préstamos, financiamiento o transferencias externas, así como mecanismos de transferencia de renta desde el sector público: el seguro de desempleo, etc<sup>iii</sup>. Entre

Gráfica 18

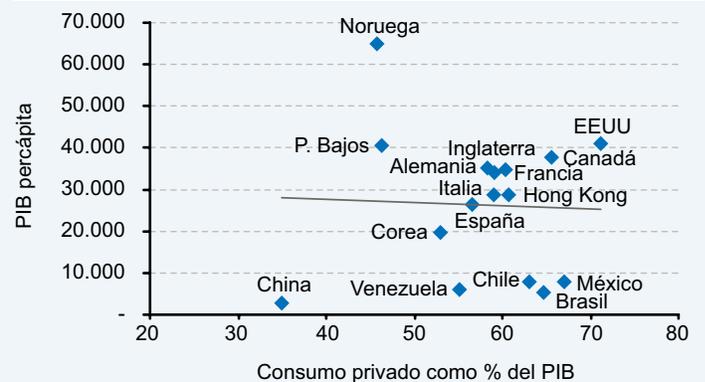
### Consumo Privado (Como % del PIB)



La muestra incluye: Brasil, Canadá, Chile, China, Hong Kong, Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, Noruega, Corea, España, Inglaterra, EEUU y Venezuela  
Fuente: BBVA Research con datos de UN National Accounts Main Aggregates

Gráfica 19

### PIB per cápita USD y peso del consumo en el PIB, 2009



Fuente: BBVA Research con datos de UN National Accounts Main Aggregates y WEO Database, Oct. 2010

<sup>1</sup> un horizonte finito en el modelo de ciclo de vida de Modigliani o infinito como en la teoría del ingreso permanente de Friedman.

<sup>i</sup> UN National Account Main Aggregates Database

<sup>ii</sup> Considerando la misma muestra de países (Brasil, Canadá, Chile, China, Hong Kong, Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, Noruega, Corea, España, Inglaterra, EEUU y Venezuela), existe alguna relación positiva para los últimos datos disponibles entre índice de Gini y consumo como % del PIB, donde mayor Gini, es decir, mayor desigualdad, se relaciona con mayor peso en el PIB del consumo. Esta relación sin embargo no es muy clara ni intuitiva y tiende a desaparecer al aumentar el tamaño de muestra.

<sup>iii</sup> Se ha encontrado evidencia en el sentido entre países desarrollados (Consumption Volatility & Financial Openness, Buch y Yener 2005) aquellos con mayor nivel de apertura financiera tienen exhiben menor variabilidad en el consumo privado.

mayor restricción financiera, menor acceso al financiamiento intertemporal de las necesidades de consumo, el consumo tenderá a ser menos suave y más cercano al ingreso de corto plazo y con ello más variable (teoría del consumo con restricciones de liquidez Campbell y Mankiw)<sup>iv</sup>

En el caso de México, el recurso de “transferencias externas” es especialmente relevante, ya que las remesas enviadas por nacionales desde Estados Unidos representan cerca del 3% del PIB (México es el tercer país del mundo con mayores ingresos por concepto de remesas -en términos de dólares-, detrás de India, China y Filipinas). Más relevante que el efecto sobre el consumo privado total es el efecto regional ya que las remesas llegan a representar cerca del 10% del PIB estatal de algunas entidades como Michoacán, Zacatecas, Oaxaca, Guerrero e Hidalgo y cerca del 50% del ingreso total en el medio rural. Sin embargo, es preciso recordar el carácter altamente pro cíclico de estos flujos, que implican fuertes contracciones en periodos cruciales como la recesión de 2009 donde los trabajadores mexicanos fueron de los más afectados por la crisis en EEUU<sup>2</sup>.

Por su parte, en lo que se refiere a transferencias públicas para reducir brechas de desigualdad, a excepción de programas gubernamentales de éxito pero limitado alcance como Oportunidades en México, existen pocos programas de transferencias que resulten redistributivos, lo que

se ha mostrado que contribuye a explicar la mitad de la desigualdad del ingreso entre países de América Latina y por ejemplo, de la OCDE<sup>3</sup>.

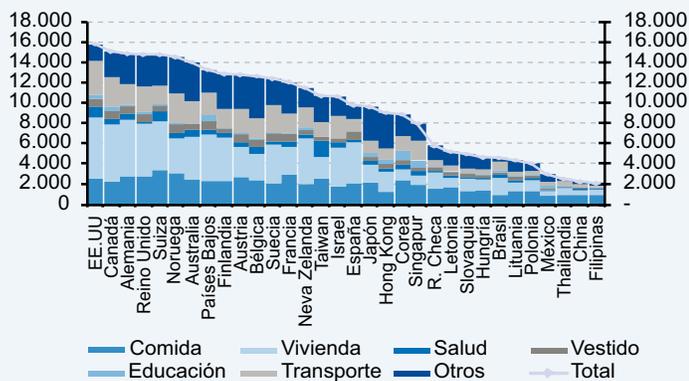
La existencia de restricciones de liquidez que impiden suavizar el consumo se muestra claramente en una comparación entre países (gráfica 20). En términos de dólares comparables de 2005, los agentes tienden a gastar cantidades similares en necesidades básicas como comida y en alguna medida vivienda, casi con independencia del ingreso disponible, en contraposición a un gasto proporcional a los diversos rubros de consumo. Con ello, entre menor nivel de renta comparable de la economía (en términos de ingreso disponible neto), más proporción del ingreso de los hogares es destinado a comida, vivienda y transporte.

Otra forma de ver esto, es con el desarrollo relativo del sistema financiero: economías con ingresos por habitante más alto y con sistemas financieros más desarrollados tienden a exhibir menor volatilidad en el consumo privado. Una medida del desarrollo del sistema financiero (que no la única) es el porcentaje de crédito al sector privado como porcentaje del PIB, se relaciona negativamente con la volatilidad del consumo.

En el caso de México en particular, la volatilidad del consumo ha sido mayor que la del ingreso en las tres décadas para las que se cuenta con datos trimestrales, revelando poca

Gráfica 20

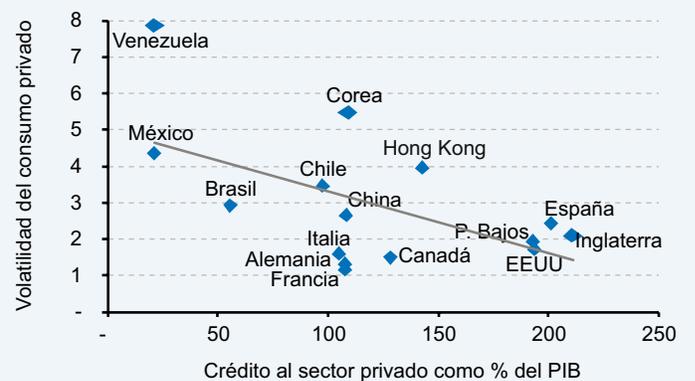
**Estructura del Gasto familiar (en dólares de 2005)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 21

**Crédito al sector privado como % del PIB volatilidad del consumo**



Fuente: BBVA Research con datos del IMSS e INEGI

iv Otros factores pueden influir también en la mayor volatilidad del consumo, como son mayor incidencia de choques al ingreso por guerras o desastres naturales (High Consumption Volatility, Auffret, WB 2005) aunque se puede argumentar que esto está relacionado con la ausencia de mecanismos a través de la política fiscal que ayuden a suavizar estos choques.

2 Ver situación Migración México, Junio de 2009 (Servicio de Estudios Económicos y Fundación BBVA Bancomer.)

3 Reducción de la Pobreza y crecimiento: círculos virtuosos y círculos viciosos, BM 2006.

posibilidad de suavización del consumo por parte de los agentes. Así, con independencia de si el consumo crece en promedio a mayor ritmo que el PIB como fue en el periodo 2000 – 2009 o si ocurre lo contrario como en la década previa, la variabilidad del consumo ha sido siempre mayor.

Merece la pena, sin embargo, marcar una diferencia relevante entre la crisis de 1995 y la de 2008 en términos del sistema financiero en el primer caso la crisis económica estuvo acompañada de gran inestabilidad en variables clave como las tasas de interés o la inflación que influyeron de manera adversa en el mercado crediticio, por la existencia de riesgo de tipo de cambio o de tasas de interés variables, derivado del origen interno de la crisis y de la escasa solidez de dichos indicadores en aquel periodo. Por el contrario, la crisis de 2009 de origen externo que México padeció vía las exportaciones, no se acompañó de inestabilidad financiera de ninguna forma comparable, lo que contribuye a explicar el mayor crecimiento del consumo en la década previa. (gráfica 22)

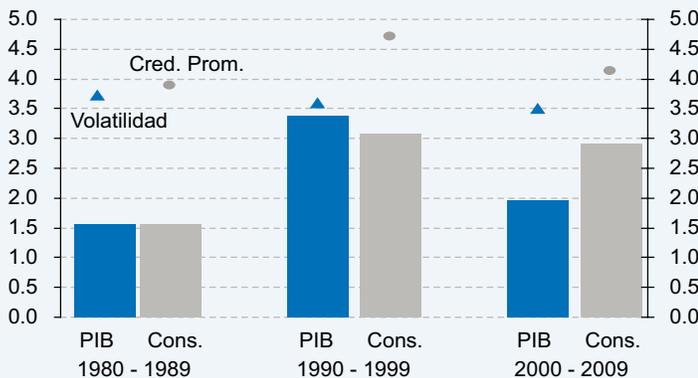
Con todo, al igual que es observable a nivel internacional en una muestra amplia de países, los mexicanos con menores niveles de renta tienen menor posibilidad de

suavizar su consumo en el tiempo y destinan mayor proporción de su ingreso a alimentarse y pagar por la vivienda que habitan. Así por ejemplo, el veinte por ciento de los hogares más pobres destina en torno al 50% de su ingreso a alimentación, mientras que el diez por ciento de los mexicanos más ricos destinan a alimentación sólo el 20% de su ingreso (gráfica 23). A nivel agregado, prácticamente el 85% del gasto de consumo privado se compone de bienes no duraderos y servicios<sup>v</sup>.

En síntesis, si bien México destaca en la participación del consumo privado en el PIB, una fracción importante de la población enfrenta restricciones de liquidez que vuelven difícil suavizar el consumo, además de una reducida posibilidad de disponer de transferencias de renta contracíclicas, tanto desde el sector público –seguro de desempleo– como del resto de agentes de la economía –las transferencias de emigrantes mexicanos en EEUU son procíclicas– probablemente. Como se analizará con mayor detalle en el siguiente capítulo, existe relación significativa entre canales de financiamiento y consumo privado, con lo que el espacio de mejora en cuanto a desarrollo y cobertura del sistema financiero para lograr un patrón de consumo más estable, es muy importante.

Gráfica 22

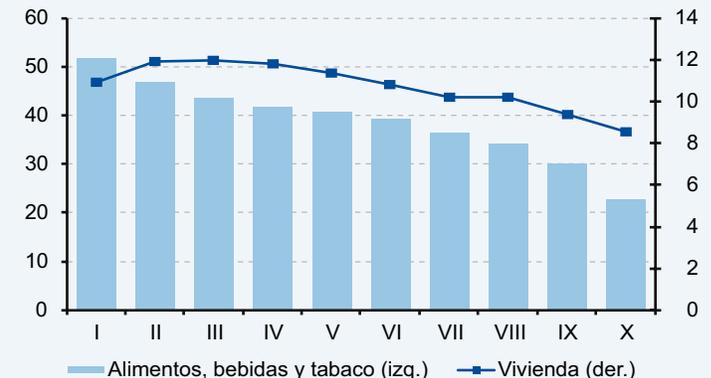
**Consumo y PIB  
(Crec. promedio y volatilidad)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 23

**Estructura del gasto por deciles de ingreso  
(ENIG 2008)**



Fuente: BBVA Research con datos del IMSS e INEGI

<sup>v</sup> Con base en Cuentas Nacionales de México, la estructura del consumo privado en los últimos 6 años es como sigue: 44% servicios, 38% bienes no duraderos, 12% bienes duraderos y 7% bienes semi duraderos.

**Consumo en México: elevado en términos agregados, bajo en términos per cápita y volátil por el bajo nivel de ingreso y de penetración del financiamiento**

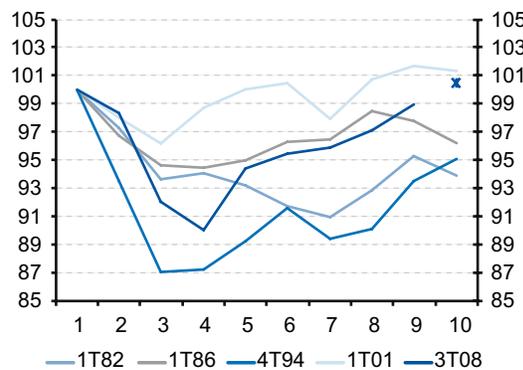
Como se mencionó en el recuadro sobre la comparación internacional del consumo, el tamaño relativo de los gastos de consumo privado como proporción de la producción total del país es elevado, en torno a 70% y es alto incluso al compararlo frente a otras economías. La evolución de este peso ha fluctuado en torno a 60-70% del PIB a lo largo de las últimas tres décadas aunque destaca la caída en el periodo 1994-1996 derivada de la mayor contracción del consumo comparado con el PIB<sup>1</sup>. Conviene recordar que al haber sido una crisis acompañada de fuertes desequilibrios en el sistema financiero por el comportamiento del tipo de cambio y elevados niveles inflacionarios, el efecto negativo sobre el balance de los hogares y salarios reales fue muy importante, de modo que el consumo tardó casi tres años en volver a los niveles previos a la recesión. En este sentido, la recesión de 2009 tuvo un efecto menos drástico en el gasto en consumo privado: mientras que el PIB de 2009 descendió (-)6.1%, el consumo privado se redujo (-)7.1% y para el año 2010 recién concluido esperamos que los crecimientos hayan estado en el orden de 5.2% y 5.5%, respectivamente.

Si bien el peso del consumo sobre el PIB y su crecimiento resultan elevados, el panorama cambia cuando se considera en términos de consumo por habitante, donde es evidente que el bajo nivel de ingreso y su distribución desigual son consistentes con reducidos y volátiles niveles de gasto por persona (ver Recuadro previo). En este sentido, como se observa en el gráfico adjunto, el ingreso per cápita proveniente del mercado laboral es en 2010, el mismo que en 2005, mostrándose una mejoría relativa únicamente en lo que se refiere al comportamiento del ingreso proveniente del mercado formal. El hecho de que el gasto per cápita en consumo se comporte de modo más parecido al del ingreso proveniente del mercado formal que al del total, resultaría consistente con el papel más positivo que otros factores determinantes del consumo de los hogares ejercen precisamente entre el grupo de población con ingresos procedentes del mercado formal.

Todo ello invita a una reflexión sobre los determinantes del consumo privado, y con ello los canales por medio de los cuales los agentes (individuos y hogares) pueden o no mantener una senda suave en su patrón de consumo, menos dependiente de variaciones de corto plazo. En estos determinantes del consumo están básicamente tres: (1) el ingreso disponible, (2) el papel de las expectativas (3) los canales de financiamiento.

Gráfica 24

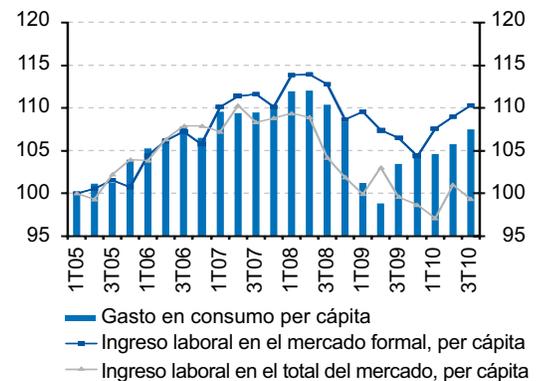
**Consumo Privado  
(max. del ciclo = 100)**



Fuente Banxico y BBVA Research

Gráfica 25

**Ingreso y gasto en consumo per cápita  
(1T95=100)**



Fuente Banxico y BBVA Research

<sup>1</sup> En 1995 el PIB se contrajo (-)6.2% en términos reales, mientras que el consumo disminuyó (-)9.5%. En 1996 el consumo no se había recuperado: el crecimiento fue de solo 2.2% frente a un crecimiento de la economía de 5.1%.

**El ingreso disponible de los hogares es el principal determinante del gasto en consumo**

Este concepto corresponde de acuerdo con el Sistema de Contabilidad Nacional al ingreso que los agentes destinan bien sea al consumo o al ahorro. Se obtiene como el ingreso nacional menos impuestos pagados más transferencias (programas como Oportunidades) menos pagos a la seguridad social menos beneficios más dividendos repartidos. Los hogares participan con cerca del 80% del ingreso disponible total de la economía. En términos reales, el ingreso disponible de la economía se contrajo (-)8.8% en 2009, de los cuales 5.1 puntos son explicados por la contracción del ingreso disponible de los hogares.

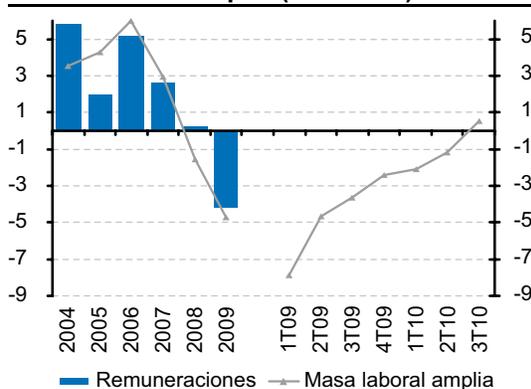
El sistema de Cuentas Nacionales de México si bien es una gran fuente de información a nivel muy detallado de los agentes y actividades que constituyen la economía, no posee el grado de oportunidad deseable para dar un seguimiento frecuente a indicadores como éste<sup>2</sup>.

En ese sentido, con el objetivo de disponer de un indicador actual y de frecuencia trimestral del Ingreso Disponible de los hogares y en particular de su componente de remuneraciones, se elabora un índice que se obtiene a partir de información del ingreso por trabajo, entendido como las percepciones monetarias y/o en especie que obtuvo el trabajador por el desempeño de su ocupación. Con base en las estadísticas de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo se considera únicamente el ingreso neto, es decir, descontando pagos por impuestos, cuotas sindicales, y/o cuotas que aporta el trabajador a la seguridad social. En el caso de trabajadores independientes se consideran también los gastos de operación relacionados con la unidad económica. Así por ejemplo, al 3T10, el promedio en pesos del ingreso por una hora de trabajo ascendió a \$29.3 para el promedio de los ocupados, con un máximo (promedio) de \$48.5 para empleadores y un mínimo de \$24.7 entre trabajadores por cuenta propia en actividades no calificadas. Una vez considerando el efecto de la inflación al consumidor en cada periodo, se tiene que este fue del orden de 0.8% menor en el 3T10 respecto al 3T09. La otra variable que interviene en el cálculo del ingreso laboral es el número de trabajadores totales en la economía, dentro de los que se cuentan subordinados y remunerados (en torno a 65% de los ocupados), trabajadores por cuenta propia, empleadores y trabajadores no remunerados, sin importar su pertenencia al sector formal o informal de la economía.

La medida así obtenida tiene una relación muy cercana con la medida de remuneraciones dentro del ingreso disponible de los hogares de Cuentas Nacionales y por ende, con el consumo privado, con la ventaja de que los datos de ingreso por trabajo y empleo se

Gráfica 26

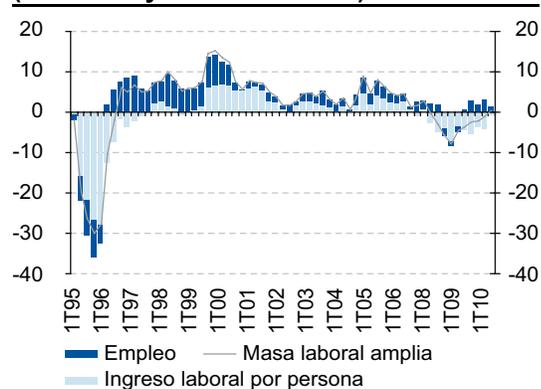
**Remuneración de los hogares (CCNN) y Masa Laboral Amplia (Var % a/a)**



Fuente Banxico y BBVA Research

Gráfica 27

**Masa Laboral Amplia (Var % a/a y contribuciones)**



Fuente Banxico y BBVA Research

<sup>2</sup> Cabe mencionar además que dado el nuevo año base de cálculo en el Sistema de Cuentas Nacionales (2003), las variables están disponibles únicamente desde 2003 y con periodicidad anual, siendo la última observación disponible la de 2009.

publican trimestralmente, con lo que se puede contar con un indicador algo más oportuno del ingreso disponible. Por otro lado, esta medida de ingreso permite conocer la evolución del componente de ingreso y de empleo. Así, como se mencionó al inicio del capítulo, el fuerte crecimiento de la inflación durante la crisis de 1995 y 1996 (35% anual, en promedio en el periodo) implicó una drástica pérdida de poder adquisitivo de los salarios, diferencia clave entre aquella recesión y la última. Otra diferencia relevante es en términos de recuperación del empleo, donde esta recesión fue relativamente menos intensa en términos de pérdida de empleo, y han destacado por la velocidad de recuperación. Sin embargo, a diferencia de entonces, el periodo de variaciones de ingreso negativas parecen extenderse por más tiempo en este periodo que antes (10 trimestres entonces, 12 trimestres ahora).

Una medida aún más oportuna de ingreso disponible de las familias se puede basar en la masa salarial del sector formal, que se puede obtener mensualmente a partir de los datos reportados por el IMSS de asegurados y de salario real. Sin embargo, los trabajadores inscritos en el IMSS representan únicamente cerca de una tercera parte del total de la fuerza laboral del país (32.5% en 2010).

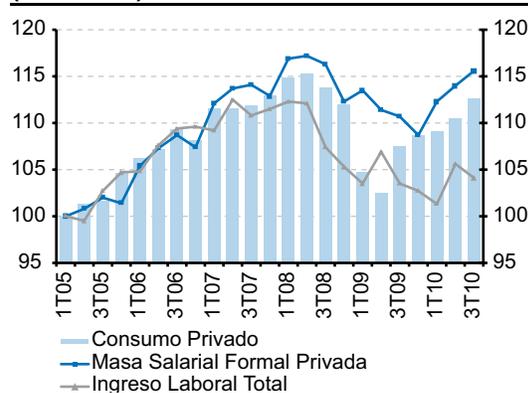
Por las características del empleo en promedio en sectores “no formales”, donde una de las características es el bajo nivel de salarios, el Ingreso Laboral Amplio ha tendido a recuperarse menos que el formal, lo que sin duda ha sido un factor que ha frenado la recuperación del consumo privado. Cabe recordar que durante los trimestres más álgidos de la crisis (4T08-3T09) en términos de pérdida de empleo, por nivel de ingreso los trabajadores que contribuyeron positivamente a la fuerza laboral fueron los pertenecientes a ingresos “no especificado” y “hasta 2 salarios mínimos”; presumiblemente los trabajadores que por menos costosos son los que mejor desempeño relativo tienen en coyunturas de crisis en términos de lograr ocupación. Aunque lentamente, los grupos salariales que contribuyen a la generación de empleos han ido escalando y comienzan a ser más los de rangos salariales entre dos y cinco salarios mínimos.

**Un segundo factor que influye en la dinámica del consumo privado es el papel de las expectativas, muy ligadas al ciclo y al desempeño del ingreso**

Considerando que el agente divide su ingreso disponible entre ahorro y consumo, la decisión de qué porcentaje destinar a cada uno de ellos es una decisión intertemporal en la que interviene su expectativa sobre el ingreso del que dispondrá en cada periodo futuro de tiempo.

Gráfica 28

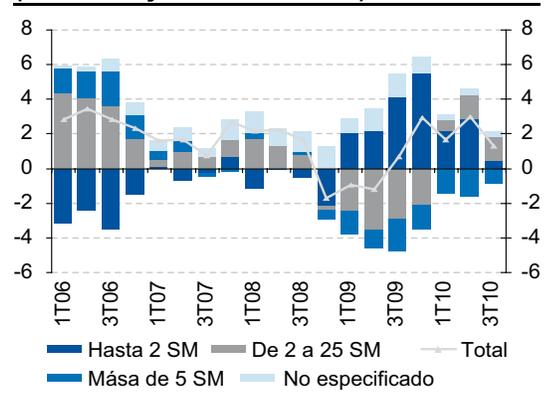
**Ingreso Laboral y Consumo Privado (Var % a/a)**



Fuente Banxico y BBVA Research

Gráfica 29

**Ocupados por nivel de ingreso (Var % a/a y contribuciones)**



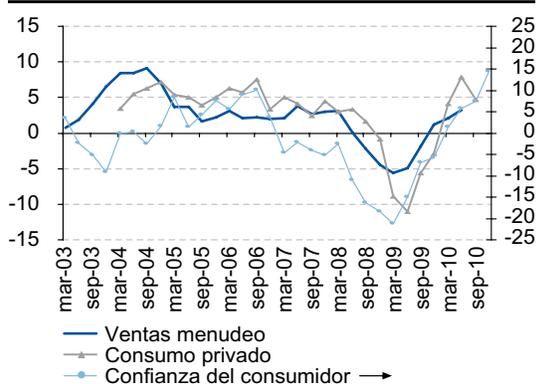
Fuente Banxico y BBVA Research

Si el individuo cree que en el futuro enfrentará peores circunstancias que ahora, tenderá a ahorrar más y gastar menos (en caso de que su ingreso disponible se lo permita).

Si bien una variable que tiene que ver con la conjetura sobre el futuro de un agente es difícil de medir, un indicador como el índice de confianza del consumidor que elabora el INEGI puede ser de ayuda<sup>3</sup>. La evolución de este índice se relaciona con variables como las ventas al menudeo y el consumo privado, aunque por su naturaleza es mucho más variable. Destaca la recuperación lenta pero con tendencia sostenida de la confianza del consumidor en los meses recientes, así mismo y como era de esperarse, el subíndice relacionado con la adquisición de bienes durables tuvo una fuerte contracción en 2009, lo que se vio reflejado en el consumo de este tipo de bienes (-29.4% su variación en 2009). El consumo durable depende de la disponibilidad de financiamiento, resultado del cruce de condicionantes desde el lado de la oferta, fundamentalmente bancaria, y demanda, dada por la expectativa de disponibilidad de ingreso disponible para hacer frente a los pagos futuros del bien o servicio adquirido hoy, lo que nos lleva al tercer determinante del consumo, el crédito.

Gráfica 30

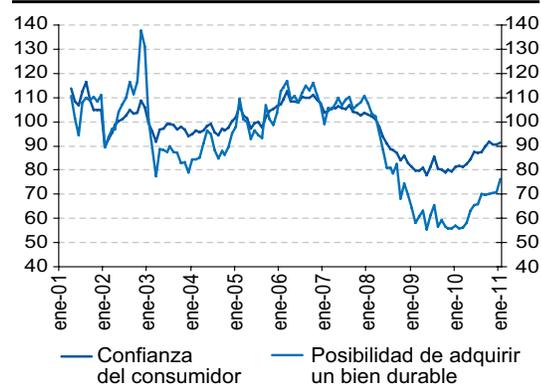
### Confianza del Consumidor, Ventas y Consumo Privado (Var % a/a)



Fuente Banxico y BBVA Research

Gráfica 31

### Indicador de Confianza del Consumidor (Índice, 2003=100)



Fuente Banxico y BBVA Research

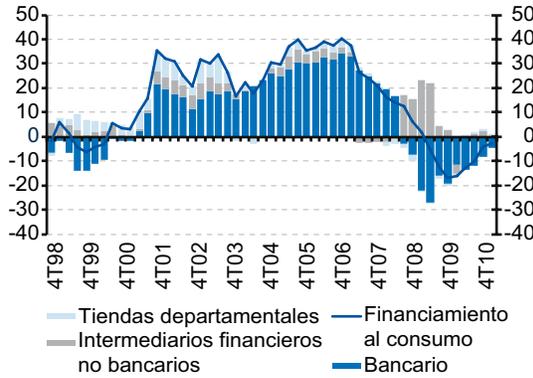
**Por último, un tercer factor que influye en la dinámica del consumo es el crédito, cuya disponibilidad no es un freno al crecimiento del consumo, aunque tiene un elevado margen de mejora en cuanto a su impacto en el nivel y volatilidad del consumo, margen derivado del elevado peso de la informalidad en la economía**

En México el crédito vigente<sup>4</sup> al consumo creció a tasas promedio anual entre el 20% y el 40% en términos reales entre 2002 y 2007. El crecimiento de este segmento del crédito se dio principalmente a través de la tarjeta de crédito, crédito para bienes de consumo duradero, y a partir de 2003, también mediante crédito automotriz. De acuerdo con datos del Banco de México, las tarjetas de crédito pasaron de 6.4 millones en el primer trimestre de 2002 a 26.5 millones en el segundo trimestre de 2008. El sector bancario es el mayor proveedor de crédito al consumo, por lo que su evolución muestra en gran medida el comportamiento del segmento. Además de que ha ido ganando terreno, pasando de alrededor del 60% del total del crédito al consumo en el año 2000 a cerca del 80% en el 2010. El crédito no bancario al consumo está creciendo a tasas positivas, lo cual puede ser resultado del uso más frecuente de promociones de rotación de inventarios vinculadas al uso del crédito por parte de las entidades comerciales.

<sup>3</sup> Para construir este indicador se recaban las respuestas generadas por 2,336 viviendas en las 32 entidades del país sobre preguntas relacionadas con la opinión del entrevistado sobre su propia situación y la del país en el presente (comparado con un año atrás) y sobre el futuro (12 meses adelante en comparación con la situación actual), además se incluye una pregunta relacionada con la posibilidad de adquirir un bien durable.

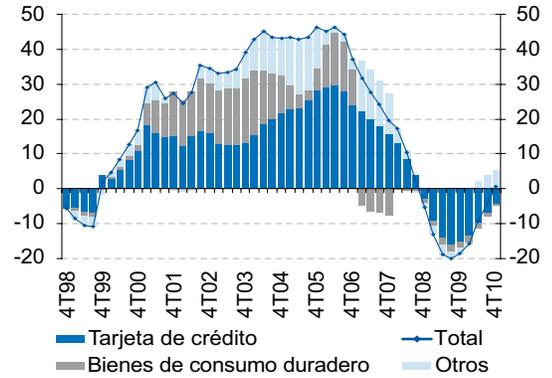
<sup>4</sup> Crédito vigente se refiere al saldo de las operaciones crediticias que no cuentan con adeudos vencidos.

Gráfica 32  
**Crédito al consumo**  
**(Var % a/a y contribuciones)**



Incorpora el ajuste del crédito provisto por las Sofoles propiedad de los bancos, el cual se contabiliza como crédito bancario. El crédito incluye cartera vigente, vencida, redescontada, reestructurada en UDIS, y la asociada a programas del FOBA-PROA, intereses devengados vigentes y vencidos.  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico.

Gráfica 33  
**Crédito bancario vigente al consumo**  
**(Var % a/a y contribuciones)**



Incorpora el ajuste del crédito provisto por las Sofoles propiedad de los bancos, el cual se contabiliza como crédito bancario.  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico.

Como resultado de la severa crisis de 2008 y 2009 el crédito al consumo sufrió una contracción intensa, tanto por el deterioro de las condiciones de demanda como por tensiones del lado de la oferta en concordancia con un entorno financiero especialmente adverso en el que los criterios de riesgo, y por lo tanto de concesión de financiamiento y su precio, fueron relevantes.

No obstante, el crédito al consumo ha empezado a recobrar el dinamismo con la mejora de las condiciones de demanda y de oferta.

Como se concluye en el recuadro posterior, en México como en otros países, la oferta de crédito provista por el sector bancario tiene un efecto positivo en el consumo de la economía. De tal forma que el mayor dinamismo del crédito esperado para este año tendrá un efecto positivo en la economía a través del consumo. Debido a que la normativa, por motivos prudenciales generalmente, establece requisitos legales que incentivan que el crédito se concentre en el sector formal, una mayor formalización de la economía contribuiría con un mayor acceso al crédito, pero adicionalmente, promovería mayores niveles de productividad, salarios e ingreso, y por lo tanto una mayor capacidad de acceso al crédito y de aumento y suavización del gasto en consumo a lo largo del ciclo económico.

## Recuadro 3: Consumo y financiamiento: relación y causalidad

En este apartado evaluamos para el caso de México cual es el efecto del acceso al crédito en el gasto en consumo de los hogares. Con este fin, primero evaluamos la relación que existe entre el consumo y el crédito al consumo. Posteriormente, utilizando un índice de oferta de crédito que construimos a partir de la información pública disponible, tratamos de aislar el efecto que tienen sobre el consumo las condiciones de acceso al crédito.

Diferentes estudios muestran que el consumo depende de las expectativas de ingreso, la incertidumbre sobre su evolución y las condiciones del crédito. Se considera que el crédito es un determinante relevante del consumo debido a que los hogares desean mantener un determinado nivel de gasto durante su ciclo de vida de forma que en ciertos períodos donde su nivel de ingreso se ve disminuido, los hogares recurren al crédito. Por otra parte, también se encuentra que condiciones más laxas en el crédito, como son menor tasa de interés, condiciones de concesión menos estrictas -como un aumento en el porcentaje del valor del bien a financiar o un mayor plazo de vencimiento del crédito-, contribuyen a elevar el consumo de los hogares.

Dada la aún baja penetración del crédito al consumo en México y la etapa de expansión cíclica en la que se encuentra la economía, se espera que el crédito bancario en este segmento mejore su dinamismo. Con este panorama, es importante conocer el efecto que podría tener esta variable en el consumo de los hogares, y por lo tanto, en la economía en su

conjunto. Con este fin se realizaron estimaciones de la relación entre crédito bancario al consumo y el consumo privado en la economía. En la siguiente tabla se muestran los resultados de diversas estimaciones mediante distintas metodologías. Los datos utilizados son trimestrales y corresponden al período 1996-2010. Se estiman cinco modelos distintos: i) mínimos cuadrados ordinarios (OLS por sus siglas en inglés); ii) regresión en dos etapas; iii) regresión con un componente no observado que cambia a través del tiempo, minimizando así los errores de una regresión lineal simple; iv) un OLS con las variables en diferencias; y v) este último modelo utilizando el mismo crédito bancario rezagados dos períodos como variable instrumental para tratar de aislar el efecto del ambiente económico en el crédito. Se realizaron pruebas estadísticas para asegurar que los resultados de todas las estimaciones fueran consistentes, las ligeras diferencias en la especificación de cada una arrojan únicamente diferencias moderadas en los resultados. Con todo ello, se obtiene un rango de resultados con una dispersión moderada para los distintos enfoques considerados, lo que apoya su consistencia. Se observa que el determinante más importante para el consumo es el número de empleos, seguido por el salario. El crédito bancario fue significativo en todas las especificaciones, y los resultados muestran que un aumento del 1% en el crédito bancario al consumo está asociado a un aumento en el consumo de entre 0.05% y 0.09%. De tal forma que, por ejemplo, un 20% de crecimiento del crédito bancario al consumo está asociado a un crecimiento del consumo de entre 1.0% y 1.8%. Si bien

Cuadro 1

### Elasticidad del CONSUMO en relación a:

Consumo	Mínimos cuadrados ordinarios (OLS)	Regresión en dos etapas <sup>1</sup> (STEPWISE)	Regresión con componente no observado	OLS en diferencias	OLS en diferencias con variables instrumentales <sup>2</sup>
Número de empleos	0.560 (0.010)**	0.884 (0.010)**	0.754 (0.024)**	0.579 (0.285)*	0.429 (0.191)**
Salario	0.231 (0.138)*	0.599 (0.091)**	0.148 (0.078)*	0.274 (0.152)*	0.320 (0.113)*
CETES 28 días	0.004 (0.004)	-0.005 (0.003)*	0.002 (0.002)	0.005 (0.005)	0.004 (0.005)
<b>Créd. bancario consumo</b>	<b>0.066</b> (0.013)**	<b>0.054</b> (0.007)**	<b>0.052</b> (0.003)**	<b>0.074</b> (0.043)*	<b>0.092</b> (0.050)*
Constante	4.88 (1.824)**	2.54 (0.998)**	1.34 (0.162)**		
R-cuadrada	0.98	0.98	0.99	0.45	0.24

\*\* Significativo al 5%; \* significativo al 10%.

<sup>1</sup> La metodología indica que la tasa de interés real de los cetes 28 días rezagada 3 períodos resulta ser una variable relevante.

<sup>2</sup> El instrumento utilizado fue el propio crédito bancario al consumo rezagado 2 períodos. El período de estimación es de 1996:4 - 2010:3

este efecto parece moderado, una de las razones para ello es la aún baja penetración del crédito al consumo (3.1% del PIB), la cual está relacionada a su vez con el elevado tamaño de la economía informal. En la medida en que la penetración del crédito al consumo crezca en el medio plazo, su efecto sobre el consumo debería intensificarse<sup>1</sup>.

Si bien se ha observado la relación positiva desde crédito a consumo, es posible que el mismo crédito este influido a su vez por factores de demanda, de gasto en consumo. Con el fin de analizar este posible comportamiento, se realizaron pruebas estadísticas de causalidad del consumo sobre el crédito bancario al consumo. Las pruebas no muestran evidencia de esta dirección de causalidad. En particular, no se observa que el consumo rezagado contribuya a mejorar la explicación del crédito bancario al consumo.

Cuadro 2

### Pruebas de causalidad del consumo total en el crédito bancario al consumo

	Granger	Sims	Geweke, Meese y Dent
Estadístico F	1.325	0.805	1.727
	(0.268)	(0.532)	(0.180)

Nivel de significancia en paréntesis

Ho: rezagos de la variable causal son cero

No obstante, los oferentes de crédito pueden estar tomando en cuenta, entre otros factores, la demanda contemporánea por financiamiento, la de cada período –y más considerando que la base de datos es trimestral- debido a que deben enfrentar costos asociados a la provisión de crédito, como es encontrar fuentes de fondeo, lo que afecta sus costos financieros. Así, con el fin de analizar el efecto de las condiciones de crédito sobre el consumo, diversos estudios se concentran en factores de oferta. En el caso de México, el Banco de México genera un índice de factores de oferta de crédito bancario a partir de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio que aplica a una muestra de empresas. Utilizando esa fuente, calculamos un índice de oferta de crédito, el cual se comporta en forma muy similar al calculado por el Banco de México en su último informe sobre el sistema financiero, ya que al agrupar las

variables de oferta procedemos en forma análoga con dicho informe<sup>2</sup>. Dada la falta de una encuesta financiera de las familias, son las condiciones de oferta de crédito que afrontan las empresas las que se consideran como referencia para todos los segmentos de crédito.

Para obtener el índice de oferta se obtiene el promedio de los indicadores de la encuesta asociados a las características de los créditos bancarios – tasa de interés, condiciones de acceso-, y posteriormente se sustrae dicho promedio de 100. De tal forma que dicho índice se podría leer como el porcentaje de las empresas que indican que, en promedio, las variables de oferta utilizadas no son factores limitantes para solicitar o recibir nuevos créditos. El índice de oferta de crédito bancario observa un comportamiento similar al del crédito bancario al consumo, y muestra que excepto en el periodo de la crisis financiera global, no ha existido una restricción relevante en la oferta de crédito. Esa restricción de oferta estuvo ligada a un entorno financiero global muy adverso, en el que el costo y la disponibilidad de financiamiento para los bancos, además del riesgo de crédito en determinados segmentos de la economía, llevó a intensificar criterios prudenciales y de riesgo en la concesión de préstamos, particularmente en aquellos sin colateral. De hecho, el Banco de México a través del análisis de los factores de oferta y demanda del crédito, concluye que “los menores niveles de crédito en la economía provienen de factores de demanda más que de oferta”.

Realizando estimaciones similares a las efectuadas previamente sustituyendo la variable representativa de provisión de crédito por el indicador de oferta construido, se obtiene que la oferta de crédito tiene un efecto positivo en el consumo. Un aumento en el índice de oferta de 1% genera un aumento en el consumo de entre 0.03% y 0.12%. Si bien, existe una dispersión amplia entre las elasticidades del índice de oferta de crédito, la mayoría se encuentra alrededor del 0.07%. De esta manera, se puede calcular que si las condiciones de oferta de crédito bancario fueran del nivel actual al nivel observado en 2006, el consumo aumentaría adicionalmente entre 0.4% y 1.9%, aunque la mayoría de las estimaciones muestran un efecto alrededor del 0.9%<sup>3</sup>.

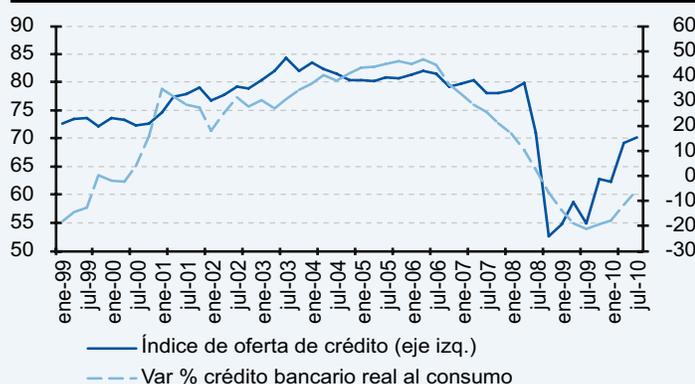
<sup>1</sup> El efecto del crédito en el consumo en México ha sido analizado en otros estudios. Por ejemplo, Copelman (1996) muestra que en el período de 1990 a 1992 el incremento en crédito llevó a una caída en las restricciones de liquidez, lo que se trasladó a un incremento considerable en el consumo. También se observa este comportamiento en países como Chile e Israel en los períodos posteriores a sus programas de estabilización.

<sup>2</sup> Banco de México (2010), Reporte sobre el sistema financiero a junio de 2010, Recuadro 10, página 101.

<sup>3</sup> Entre los estudios que utilizan un índice de condiciones de crédito para analizar el efecto en el consumo está Aron, Duca, Muellbauer, Murata y Murphy, 2010. Este estudio muestra la importancia de la disponibilidad de crédito en el gasto de los consumidores en los países de Reino Unido, EEUU y Japón. En el caso de Japón se muestra que el consumo ha sido muy estable, reflejando la falta de liberalización del crédito a los hogares desde los 70's. Mientras que en EEUU y Reino Unido, la mejora en el acceso al crédito ha aumentado el consumo en ambos países. En países en desarrollo, como la República Checa (ver Pasalicova y Stiller, 2004) también se observa que las condiciones crediticias tienen un impacto significativo en el consumo de los hogares.

Gráfica 34

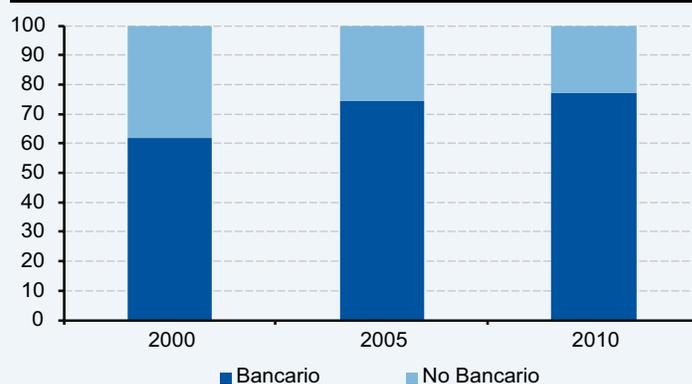
**México, indicador de oferta de crédito bancario y crédito bancario al consumo (Índice de 0 a 100, var % a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 35

**México, crédito al consumo por fuente (%)**



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico. Incorpora el ajuste del crédito provisto por las Sofoles propiedad de los bancos, el cual se contabiliza como crédito bancario.

Cuadro 3

**Elasticidad del CONSUMO en relación a:**

Consumo	Mínimos cuadrados ordinarios (OLS)	Regresión en dos etapas <sup>1</sup> (STEPWISE)	Regresión con componente no observado	OLS en diferencias <sup>2</sup>	OLS con variables instrumentales <sup>3</sup>
L. Consumo	0.765 (0.207)**	0.776 (0.058)**	-0.296 (0.121)**	-0.282 (0.201)	0.871 (0.140)**
Número de empleos	0.337 (0.202)*	0.750 (0.138)**	1.314 (0.112)*	0.756 (0.222)**	0.276 (0.125)**
Salario	0.028 (0.201)	0.105 (0.032)**	0.313 (0.083)	0.544 (0.154)**	-0.065 (0.142)
CETES 28 días	0.002 (0.005)	-0.007 (0.004)*	0.004 (0.002)*	0.003 (0.004)	0.000 (0.004)
<b>Índice oferta de cré. bancario</b>	<b>0.089</b> (0.031)**	<b>0.073</b> (0.020)**	<b>0.028</b> (0.012)**	<b>0.072</b> (0.041)**	<b>0.120</b> (0.066)*
Constante	-2.367 (1.074)**	-1.495 (0.763)	1.258 (0.095)**		-2.851 (1.406)**
R-cuadrada	0.91	0.98	0.98	0.45	0.96

\* Significativo al 10%, \*\*significativo al 5%.

<sup>1</sup> La metodología indica que la tasa de interés real de los cetes 28 días rezagada tres periodos resulta ser una variable relevante.

<sup>2</sup> Se utilizó el índice de oferta de crédito rezagado un período

<sup>3</sup> El instrumento utilizado fue el propio índice de oferta rezagado 1 período  
El periodo de estimación es de 1996:4 - 2010:3. Fuente: BBVA Research

En resumen, en México como en otros países, la oferta de crédito provista por el sector bancario tiene un efecto positivo en el consumo de la economía. Por lo tanto, la expectativa para este año de un crédito bancario más elevado fruto de unas condiciones de oferta más favorables y un entorno de demanda más dinámico, tendrá un efecto positivo en el crecimiento económico a través del consumo.

**Referencias**

Aron, J., Duca, J., Muellbauer, J., Murata, K., and Murphy, A. (2010), "Credit, Housing Collateral and Consumption: Evidence from the UK, Japan and the US", Federal Reserve

Bank of Dallas, Research Department Working Paper 1002.

Banco de México (2010), Reporte sobre el sistema financiero a junio de 2010.

Copelman, Martina (1996), "The role of credit in the post-stabilization consumption booms", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers Number 569.

Pasalicova, Renata y Stiller, Vladimir (2004), "Credit and Household Consumption", Czech Journal of Economics and Finance, 54, 11-12.

## 5. Inflación, con margen para mantener la pausa monetaria

### Después de la caída en 2010, la inflación descenderá de nuevo en 2011 aproximándose al objetivo del Banco Central

El desempeño inflacionario del año 2010 debe ser catalogado como satisfactorio pues a pesar del contexto adverso que se dio al inicio del año con el aumento de la tarifa del IVA del 15% al 16%, el descongelamiento de múltiples tarifas públicas y el fuerte aumento de los precios de los productos agrícolas, la inflación resultó muy por debajo a lo esperado entonces por el consenso de analistas o por el banco central. De hecho, la inflación se ubicó por debajo del rango inferior esperado por Banxico en el segundo y tercer trimestres, con lo cual revisó a la baja su pronóstico de inflación para el último trimestre, periodo en el cual el dato finalmente registrado se ubicó exactamente en el límite inferior del rango de 4.25% a 4.75%.

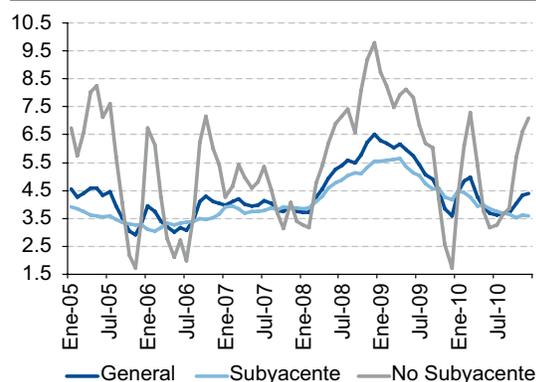
El buen comportamiento inflacionario se debe principalmente al componente subyacente, que desde el máximo anual en enero de 2010 de 4.5%, cayó desde entonces hasta estabilizarse en torno a 3.6% en el cuarto trimestre del año. Los factores fundamentales para que se diera esta reducción son tres: i) que el aumento de la tasa del IVA no generó expectativas inflacionarias y se diluyó de manera muy rápida, ii) y relacionado con el primero, la ausencia de presiones de demanda tras la profunda recesión de 2009, y iii) la tendencia de apreciación del tipo de cambio en buena parte del año, lo que evitó incertidumbres sobre el costo de los insumos importados.

Para el año 2011, consideramos muy probable que la inflación continúe acotada dentro del objetivo de inflación del Banco de México, 3% con un intervalo de variabilidad del un punto porcentual al alza y a la baja. En un escenario en el que la economía mexicana crece desde mediados de 2009 pero sin llegar aún a eliminar la brecha de producto negativa generada por la recesión previa, no se observan presiones generalizadas de demanda sobre los precios. La brecha de producto se cierra paulatinamente y, medida como la diferencia entre el PIB registrado y su tendencia es muy probable que en algún momento del segundo semestre de 2011 se torne positiva, condición necesaria, pero no suficiente para que puedan percibirse presiones alcistas de demanda sobre los precios de consumo o las expectativas de inflación.

Adicionalmente, al menos durante la primera mitad del año, el tipo de cambio registrará presiones apreciatorias por la entrada de flujos de capital extranjero buscando rendimiento

Gráfica 36

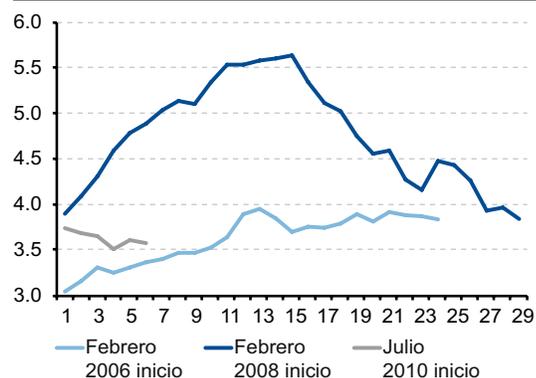
### Inflación y Componentes (Var. % a/a)



Fuente Banxico y BBVA Research

Gráfica 37

### Inflación subyacente en distintos periodos (Var. % a/a)



Fuente Banxico y BBVA Research

en las economías en desarrollo dada la continuidad de los estímulos monetarios en las más desarrolladas. Este panorama globalmente favorable para mantener unos niveles de inflación acotados tiene algunos riesgos alcistas como el posible impacto del aumento de los precios de algunas materias primas en los mercados internacionales

**Presiones de demanda, costos salariales y tipo de cambio, favorables al anclaje de la inflación**

Para analizar la existencia de presiones por parte de los factores señalados en la coyuntura actual de la inflación, realizamos una comparación con las condiciones prevalecientes en dos periodos previos, uno en el que el desempeño de la inflación subyacente –mejor reflejo que el total del INPC de presiones menos transitorias sobre los precios - se encontró de manera sostenida por debajo del 4% (entre febrero de 2006 y enero de 2008), el segundo periodo a analizar es aquel comprendido entre febrero del 2008 y junio de 2010 cuando la inflación subyacente se encontró no sólo por arriba del 4% sino que alcanzó su máximo desde el año 2004 al ubicarse en 5.6% en el mes de abril de 2009; y finalmente la comparación de ambos se hará con el periodo actual en el que la inflación subyacente ha estado consistentemente por debajo de 4% y que va de julio a diciembre de 2010. La comparación entre estos tres periodos se hizo mediante la generación de índices base 100 para el inicio de cada periodo para las series desestacionalizadas del IGAE y los salarios reales de los trabajadores registrados en el IMSS y la serie mensual del tipo de cambio nominal promedio.

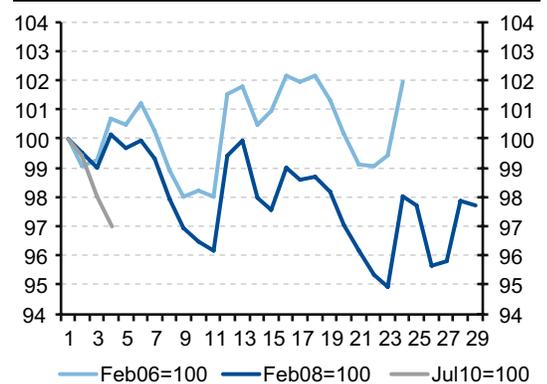
Para el primer periodo observamos en las gráficas anexas que el producto se expandió de manera consistente en el lapso comprendido, por su parte los salarios reales aumentaron a lo largo del periodo aunque con bastante volatilidad, finalmente el tipo de cambio nominal se mantuvo estable a lo largo del periodo. Así, parece que a lo largo de este primer periodo en el que la inflación subyacente se mantuvo por debajo de 4%, si bien la actividad y los salarios tuvieron crecimiento, éste no generó las condiciones necesarias para presionar a los precios, además, la estabilidad del tipo de cambio del peso frente al dólar fue un factor relevante para que los precios se mantuvieran acotados. Para el segundo periodo que inicia en febrero de 2008 observamos que la actividad sufrió un desplome muy importante, y que aún dos años y medio después, no conseguía recuperar su nivel de partida, los salarios reales son consistentemente inferiores al nivel inicial gran parte del periodo y de hecho al cierre se mantuvieron aún lejos de ese nivel; por su parte, el tipo de cambio sufre una abrupta depreciación la cual alcanzó a ser del 36%.

Gráfica 38  
**IGAE en distintos periodos  
(Inicio de cada periodo=100)**



Fuente INEGI y BBVA Research

Gráfica 39  
**Salarios Reales  
(Inicio de cada periodo=100)**



Fuente: STPS y BBVA Research

De esta manera podemos concluir que en el segundo periodo si bien los factores de demanda no estuvieron presentes para impulsar la inflación, la desestabilización nominal sí alcanzó a tener efectos negativos, sin embargo es importante aclarar que los diversos choques alcistas que se dieron a lo largo de este periodo, particularmente en los aumentos de los precios de algunas materias primas en los mercados internacionales tuvieron una incidencia no menor en la inflación, aunque se desvanecieron rápidamente. Finalmente en el periodo actual, en el cual la inflación subyacente se ha mantenido consistentemente por debajo del 4%, observamos que la actividad se expande tímidamente, mientras que los salarios reales han tenido un desempeño a la baja y el tipo de cambio se aprecia. Con todo ello, pensamos que las presiones de demanda aún no constituyen un factor de riesgo al alza sobre la inflación, mientras que la apreciación y reducida volatilidad del tipo de cambio sí que es un factor de anclaje de los precios y de las expectativas sobre los mismos. Así, la coyuntura inflacionaria se encuentra en un punto en el que la oportunidad de acercarse al intervalo de variabilidad de Banxico es cierta, aunque con riesgos sesgados más al alza que a la baja de la inflación.

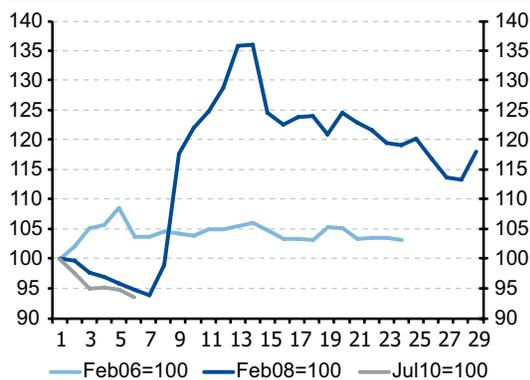
**Balance de riesgos sobre inflación sesgado ligeramente al alza por el posible impacto del aumento de precios de las materias primas**

Durante buena parte de la década pasada los precios de las materias primas aumentaron de manera constante, sobre todo desde 2007, más por la mayor demanda tendencial desde las economías emergentes, también por el ciclo expansivo de las economías desarrolladas y además, y de modo más transitorio, por un elemento de inversión financiera.

En los últimos meses los precios de las materias primas han vuelto a elevarse, si bien es importante destacar que la demanda impulsada por mejores perspectivas sobre el desempeño de la economía global en su conjunto y el mayor peso de los países en desarrollo ha jugado un papel importante en esta elevación de los precios, también es cierto que ha habido otros factores que han influido. En primer lugar es importante identificar los relacionados con la oferta, pues en algunos mercados como son el del maíz y el del trigo, las condiciones climáticas incidieron en que las cosechas fueran de un tamaño menor al esperado, lo que impulsó los precios de estas materias primas. Adicionalmente podemos achacar que una parte no despreciable de la elevación de los precios de los insumos, ha tenido un componente especulativo importante, esto se debe a que la política monetaria expansiva de los países desarrollados ha generado que exista gran liquidez en los mercados financieros, lo cual, aunado a la paulatina mejora de las expectativas de crecimiento en el mundo, ha generado incentivos para que los inversionistas tomen mayores riesgos en todos los mercados financieros, incluidos los de la materias primas.

Gráfica 40

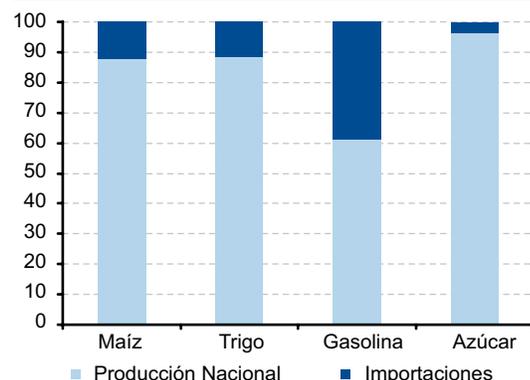
**Tipo de Cambio Nominal  
(Inicio de cada periodo =100)**



Fuente Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 41

**Producción e importaciones destinadas al consumo, productos seleccionados\* (%)**



Fuente: INEGI, Banxico y BBVA Research

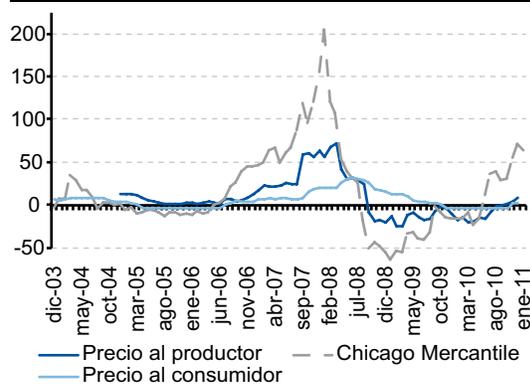
La pregunta acerca de cómo afectará esto a la inflación en México, se puede contestar examinando la estructura de los mercados al consumidor de estos productos y sus principales derivados y la dependencia que se tiene de las importaciones, así como de si el desempeño de los precios en el INPC experimenta variaciones similares a las de los mercados internacionales de dichos productos.

En términos de estructura del mercado, productos de alta relevancia en el consumo nacional como el maíz, el trigo, el azúcar, podemos apreciar que el porcentaje de las importaciones<sup>1</sup> que se destina al consumo privado es bastante acotado en el caso de la mercancías alimentarias arriba mencionadas, particularmente en el caso del azúcar, esto implica que si bien no existe autonomía productiva, el porcentaje que es necesario adquirir en los mercados internacionales es pequeño, así podemos destacar esto como un factor que impide que los precios aumenten de manera desproporcionada. Otro producto relevante es la gasolina, de la cual importamos alrededor de una tercera parte de lo que consumimos, si bien este porcentaje no es despreciable, sabemos que el sector público fija el precio de este energético y que otorga subsidios a su precio pese a que actualmente existe una política de deslizamiento de precios que establece que las gasolinas aumentarán alrededor de 8 centavos al mes durante 2011, al margen del comportamiento del precio internacional del petróleo, además México tiene una balanza comercial petrolera superavitaria, por lo que los ingresos recibidos por las ventas de crudo al exterior son superiores a las importaciones de gasolina al país, el efecto agregado de estos factores establece un límite al aumento de la gasolina en caso de que los precios del crudo continúen aumentando.

En comparación con los precios internacionales, los precios del maíz y el trigo en nuestro país experimentan variaciones mucho menores. En el caso del maíz es posible apreciar una correlación algo más estrecha entre los cambios en el precio del productor y el aumento de los precios internacionales, sin embargo apreciamos que los precios al consumidor parecen no estar muy correlacionados pues cuando los precios internacionales aumentan mucho, los precios al consumidor no lo hacen en la misma proporción, en contraste cuando los precios internacionales se reducen, los precios al consumo continúan aumentando, por tanto en un contexto en el que la demanda exhibe aún debilidad, el espacio para que los productores aumenten el precio del maíz o de sus derivados es limitado. Por su parte el precio del trigo tanto en mercados internacionales como a los productores y a los consumidores parecen

Gráfica 42

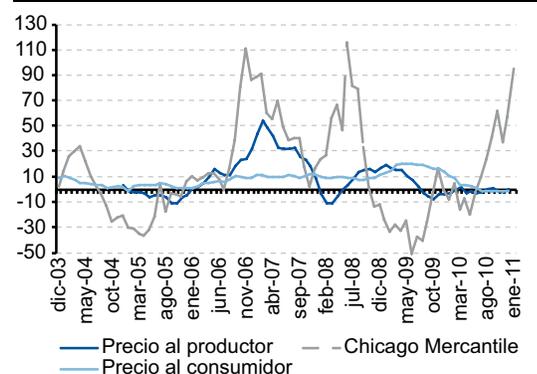
**Precios internacionales, al productor y al consumidor del Maíz (Var. % a/a)**



Fuente Banxico, Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 43

**Precios internacionales, al productor y al consumidor del Trigo (Var. % a/a)**



Fuente Banxico, Bloomberg y BBVA Research

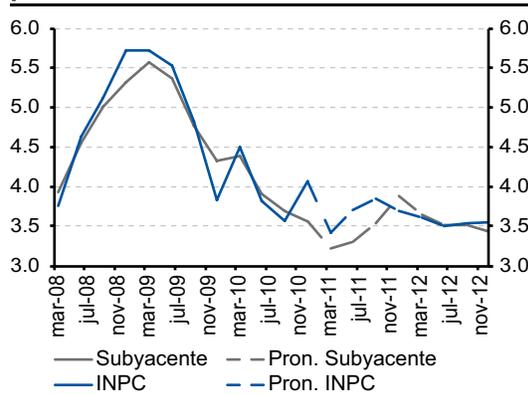
<sup>1</sup> Porcentaje de las importaciones destinado al consumo se obtiene de construir la razón de las importaciones multiplicadas por los ponderadores del INPC para los productos en cuestión y sus principales derivados sobre el consumo privado.

variar de manera similar, aunque la transmisión desde los precios internacionales a los precios al productor y finalmente a los consumidores tiene rezago, además de que las variaciones de los precios al productor y al consumo son mucho menos intensos, con lo cual si el precio del trigo se estabiliza al irse reestableciendo la oferta mundial –lo cuál podría verse en el corto plazo– creemos que su incidencia en el INPC será limitada.

Existen algunos riesgos adicionales relacionados con el aumento de los precios internacionales de las materias primas, pues otros productos y servicios con incidencia importante en el INPC como son el gas doméstico, el servicio eléctrico y el transporte público pueden aumentar de manera más intensa a la anticipada de mantenerse por un periodo prolongado las tensiones en los mercados internacionales de la materias primas, sin embargo mantenemos que estas pueden irse mitigando en el corto plazo.

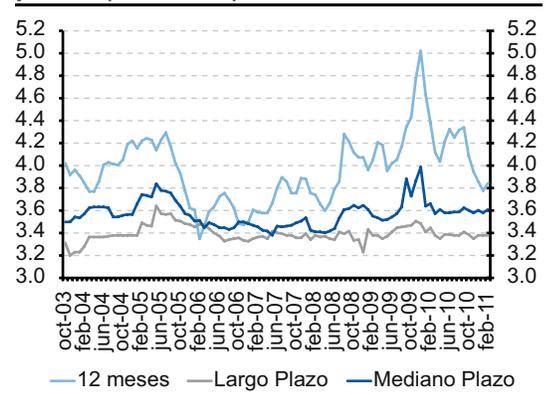
En conclusión si bien existen presiones en los precios de algunas mercancías muy relevantes en el consumo de los mexicanos, los determinantes fundamentales de la inflación como son la actividad, los salarios y el tipo de cambio no constituyen un factor de presión al alza en los precios, lo cuál abre la puerta para que la inflación pueda converger al intervalo de variabilidad de Banxico. Además, existe la posibilidad de que los choques alcistas de los mercados de materias primas diluyan en el corto plazo una vez que la producción en los mercados con escasez se normalice y el exceso de liquidez en los mercados financieros se vaya moderando, en la medida en que la política monetaria expansiva adoptada por los países desarrollados se vaya retirando (primero cuantitativamente y posteriormente cualitativamente), haciendo que el costo de oportunidad de invertir en activos riesgosos sea mas alto. Por lo anterior estimamos que la inflación durante 2011 se mantendrá por debajo del 4%.

Gráfica 44  
**Inflación Promedio Trimestral General y Subyacente (Var. % a/a) pronóstico a partir de marzo 2011**



Fuente Banxico y BBVA Research

Gráfica 45  
**Expectativas de Inflación a diversos plazos (Var. % a/a)**



Fuente: Banxico y BBVA Research

**Banxico, margen de actuación en política monetaria y comunicación consistente con pausa prolongada...**

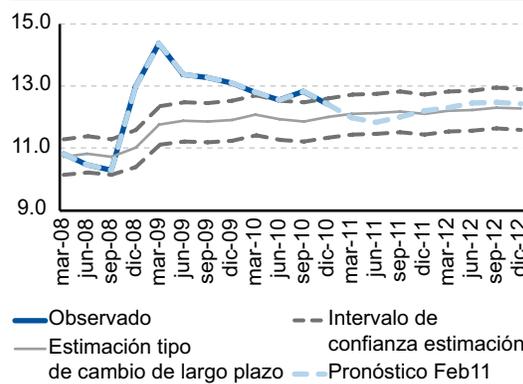
Durante los últimos meses Banxico ha reafirmado la perspectiva de una pausa prolongada ante un panorama con una mejora de la demanda doméstica y con niveles de inflación consistentes con su rango de pronóstico. Todo esto en un marco operativo caracterizado por un mayor margen de maniobra y por avances en materia de comunicación con el público y en un entorno internacional que presenta algunos dilemas para los bancos centrales de algunas economías emergentes.

La dinámica reciente de la inflación confirma que por el lado de los precios no hay riesgos relevantes en lo que se refiere al objetivo de estabilidad, mientras que por el lado de la actividad, el ritmo de crecimiento es consistente con la falta de presiones de demanda sobre los precios, elemento que en caso de darse señalaría la posibilidad de restringir la política monetaria. No obstante, en los dos últimos Anuncios de Política Monetaria el banco central mencionó cada vez más enfáticamente el hecho de que la brecha de producto se está cerrando e incluso destacó que con cierta probabilidad podría ser positiva para la segunda mitad de 2011, lo cual generó incertidumbre en los participantes del mercado acerca del peso de este factor en las decisiones del banco central. Adicionalmente, en su Anuncio más reciente, sustituyó la frase: "... para alcanzar el objetivo de inflación del 3 por ciento hacia finales de 2011." por "... para lograr la convergencia de la inflación a su objetivo permanente de 3 por ciento.", lo cual fue interpretado como un mayor margen de maniobra ante posibles choques inflacionarios en el corto plazo. Esta incertidumbre se disipó con lo expuesto en la minuta de la reunión de política monetaria de enero, la cual dejó en claro que el cierre de la brecha de producto no necesariamente implica presiones inflacionarias y más aun, que ante el cierre de la brecha los cambios en las tasas de interés no deben ser una respuesta automática, pues este factor es uno más en el proceso de toma de decisiones de Banxico. Cabe señalar que en las minutas no hubo mención alguna al cambio en la frase de consecución del objetivo de inflación que se interpretó como un mayor margen de maniobra.

Otro de los factores que generó expectativas de movimientos en la postura de política monetaria en los mercados fue el alza en los precios de las materias primas durante los últimos meses del 2010 y lo que va de este año. El incremento en la inflación de algunos países emergentes y el consecuente endurecimiento en su postura monetaria generaron que el mercado estuviera atento al tono que Banxico usaría para referirse a este tema en su Anuncio del 21 de enero. La respuesta fue clara por parte del banco central, desestimando que este fenómeno pudiera generar presiones inflacionarias al atribuirle un carácter transitorio

Gráfica 46

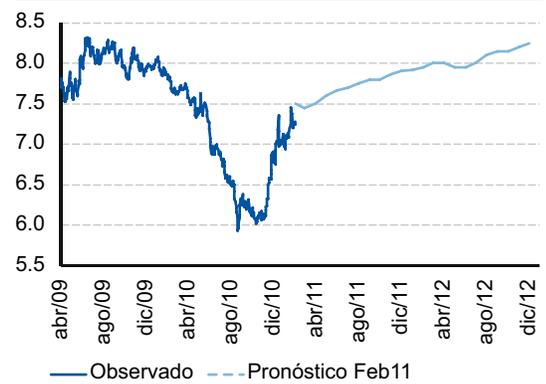
**Tipo de cambio nominal (pesos por dólar EEUU)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 47

**Tasa de rendimiento Bono 10 años (%)**



Fuente: BBVA Research

que, según el anuncio, sería compensado en parte por la apreciación del tipo de cambio y el efecto base favorable que se registrará durante los primeros meses del año. Todo esto para reiterar su expectativa de que la inflación retome una clara tendencia descendente en 2011. Para reforzar esta aseveración, en la minuta de la reunión del 21 de enero se mencionó que "... lo realmente preocupante sería que los referidos incrementos [en los precios de las materias primas] llegasen a afectar las expectativas de inflación y por esta vía deteriorasen la dinámica de otras variables nominales en la economía y a la postre la de la inflación ...". En suma, Banxico adopta un discurso con un tono acomodaticio que confirma nuestra perspectiva de pausa prolongada fundamentado en que son las expectativas de inflación, las cuales al momento están ancladas, la variable determinante en su toma de decisiones.

**...pero el balance de riesgos sobre inflación se sesga al alza, lo que acrecienta la probabilidad de una más pronta subida**

Si bien la comunicación del Banco Central es consistente con una pausa prolongada es necesario dejar en claro que, en nuestra opinión, el balance de riesgos ha empeorado con respecto a meses anteriores. Por el frente inflacionario, no es descartable que movimientos en los precios de las materias primas puedan transmitirse a las expectativas de inflación y los costos, dada la mayor vulnerabilidad que implica una brecha de producto que se cierra más rápidamente de lo esperado. Por otro lado, el optimismo respecto a la recuperación de la economía de EEUU ya está generando un incremento en las tasas de largo plazo de los instrumentos de renta fija, lo cual podría incorporarse al proceso de formación de expectativas inflacionarias y contribuir así a que se genere una postura más restrictiva por parte del Instituto Central. Ciertamente que esa postura más restrictiva no tiene por qué implementarse directamente en una subida de tasas, si no, por ejemplo con una comunicación con un tono menos acomodaticio de lo visto hasta ahora.

**Minutas, una mejora en la comunicación de la política monetaria**

Mención aparte merece la reciente publicación de la primera minuta sobre la decisión de política monetaria. La publicación de minutas tiene como objetivo incrementar la comunicación y la rendición de cuentas con el público, elementos esenciales del esquema de Objetivos de Inflación que enmarca la actuación de Banxico. La primera minuta publicada es un avance en cuanto a estos objetivos, pues, a partir de una estructura clara, transmite la información más relevante y, sobre todo, permite conocer la discusión de los puntos de vista de los miembros de Junta de Gobierno respecto a los temas que influyen en su decisión de política. Adicionalmente, se da a conocer la votación de la decisión, aunque no se publica el sentido del voto de cada miembro. Cabe señalar que estos elementos se encuentran también en la comunicación de bancos centrales de países desarrollados como la Reserva Federal de EEUU y el Banco de Inglaterra.

**México, ajeno al dilema de política monetaria de las economías emergentes**

El incremento de la liquidez global y la consecuente búsqueda de rentabilidad por parte de los inversionistas han generado apreciaciones en las monedas de países emergentes, que aunado al crecimiento de su demanda agregada, generan dilemas de política monetaria para los bancos centrales. Por un lado, una apreciación sostenida del tipo de cambio presionaría la demanda de exportaciones generando incentivos para reducir las tasas y así detener la entrada de capitales. No obstante, esta reducción en la tasa alimentaría la demanda agregada y podría generar presiones inflacionarias. Por otro lado, un alza de la tasa de interés de referencia podría contrarrestar el crecimiento de la demanda agregada y las presiones inflacionarias, sin embargo se ampliaría el diferencial de tasas con respecto a los países industrializados, lo cual daría incentivos a incrementar la entrada de capitales y a apreciar más la moneda. Al momento México no enfrenta esta disyuntiva, pues la demanda agregada

aun no está en niveles que generen presiones inflacionarias y, si bien el tipo de cambio ha registrado una apreciación derivada en parte de la abundante entrada de flujos al mercado de renta fija principalmente, aun se encuentra depreciado en comparación con niveles de paridad cambiaria consistentes con condiciones de largo plazo, además de que comparativamente con otras monedas es la que menor apreciación ha registrado.

En términos de perspectivas y con los riesgos de la coyuntura actual en mente, pensamos que la tasa del bono gubernamental a 10 años continuará presentando una alta correlación con el bono del Tesoro y que este será el factor principal que influirá en su movimiento. Así, se estima que la rentabilidad nominal del bono a 10 años podría oscilar en el entorno del 7.5% en la primera mitad del año, repuntando en el segundo semestre hasta niveles cercanos al 7.7% ó 7.8%, en función del desempeño de las tasas largas de EEUU. En materia de tipo de cambio esperamos una apreciación hasta niveles inferiores a 12 pesos por dólar en la primera mitad de 2011, dirigida por la favorable entrada de flujos. Conforme avance 2011, este factor debería moderarse y el tipo de cambio volvería a rangos entre 12 y 12.5 pesos por dólar. Cabe señalar que la principal incertidumbre para estos niveles tanto de tasas largas como de tipo de cambio se derivan de las perspectivas que se vayan formando conforme se acerque el final del QE2, anunciado para junio, sobre su continuidad o no.

## 6. Previsiones

Cuadro 7

### Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2009	2010	2011	2012	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
<b>Indicadores Macroeconómicos</b>												
PIB (variación % real )	-2.6	2.9	3.0	2.7	2.4	3.0	3.2	2.8	2.8	3.1	3.2	3.2
Consumo personal (var. % real)	-1.2	1.8	2.8	2.4	0.8	1.7	1.8	2.7	2.9	3.0	3.0	2.5
Consumo gobierno (var. % real)	1.6	1.1	1.3	1.2	1.1	0.6	1.2	1.4	2.0	1.3	0.6	1.1
Inversión fija bruta (var. % real)	-18.3	3.8	8.1	7.8	-2.0	5.1	5.3	6.8	8.7	6.2	8.1	9.3
Construcción <sup>1</sup>	-22.9	-3.0	-0.1	4.8	-6.2	4.9	-5.6	-4.6	-0.7	-5.6	3.1	3.2
Producción industrial (var. % real anual)	-9.2	5.7	4.3	3.0	2.7	7.4	7.0	5.8	5.3	4.4	3.6	4.0
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.7	-3.3	-3.4	-3.4	-3.1	-3.4	-3.5	-3.5	-4.1	-3.4	-2.9	-3.4
Inflación anual (fin de periodo)	2.7	1.5	0.8	1.8	2.3	1.1	1.1	1.5	1.2	1.7	1.4	0.8
Inflación anual (promedio de periodo)	-0.4	1.6	1.3	1.5	2.4	1.8	1.2	1.3	1.1	1.6	1.4	1.1
Balance fiscal primario <sup>2</sup> (% del PIB)	-10.0	-10.2	-10.2	-6.7	-	-	-	-10.2	-	-	-	-10.2

Cuadro 8

### Indicadores y Pronósticos México

	2009	2010	2011	2012	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
<b>Actividad Económica</b>												
<b>PIB (series desestacionalizadas)</b>												
Variación % real anual	-6.1	5.2	4.3	3.8	5.1	7.3	5.3	3.1	4.4	3.5	4.0	5.2
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	885	1,052	1,187	1,229	998	1,049	1,045	1,115	1,148	1,191	1,191	1,219
<b>Inflación (% , prom.)</b>												
General	5.3	4.2	3.8	3.6	4.8	4.0	3.7	4.2	3.5	3.8	4.0	3.8
Subyacente	5.0	3.9	3.5	3.5	4.4	3.9	3.7	3.6	3.2	3.3	3.5	3.9
<b>Mercados Financieros (% , fdp)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	5.4	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	5.4	4.5	4.5	5.1	4.5	4.6	4.4	4.2	4.1	4.3	4.6	4.8
TIIE 28 días	5.9	4.9	4.9	5.4	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	4.9	4.9	4.9
Bono 10 años (% , prom.)	8.0	6.8	7.7	8.0	7.8	7.2	6.3	5.8	7.5	7.6	7.7	7.9
<b>Tipo de cambio (prom.)</b>												
Pesos por dólar (prom.)	13.5	12.5	12.0	12.4	12.8	12.4	12.6	12.2	12.0	11.8	12.0	12.2
<b>Finanzas Públicas*</b>												
RFSP (% del PIB)	-2.7	-3.2	-2.9	-2.7	--	--	--	-3.2	--	--	--	-2.9
<b>Sector Externo</b>												
Balanza comercial (mmd)	-4.6	-3.1	-15.9	-21.8	0.4	-0.1	-2.3	-1.1	-1.7	-1.8	-6.3	-6.1
Cuenta corriente (mmd)	-5.2	-8.2	-14.0	-19.0	-0.5	-0.6	-1.8	-5.2	-3.2	-2.0	-4.8	-4.0
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.6	-0.8	-1.2	-1.6	-0.2	-0.2	-0.7	-2.0	-1.1	-0.7	-1.6	-1.4
Petróleo (mezcla mex., dpb, fdp)	57.1	72.0	77.7	81.3	71.3	69.8	69.3	77.5	81.4	75.6	75.8	78.0
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado (% a/a)	-3.1	3.8	4.5	3.5	1.1	3.8	4.8	5.3	5.2	4.5	4.2	4.0
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	5.5	5.4	4.5	4.0	5.3	5.3	5.6	5.2	4.9	4.6	4.4	4.3

Cuadro 9

**Indicadores y Pronósticos México**

	2009	2010	2011	2012	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
<b>Demanda Agregada<sup>3</sup> (Var % anual, desestacionalizada)</b>												
Demanda Agregada Total	-9.4	<b>9.4</b>	<b>5.8</b>	<b>7.5</b>	<b>8.5</b>	<b>12.8</b>	<b>9.1</b>	<b>7.2</b>	<b>6.2</b>	<b>3.8</b>	<b>5.5</b>	<b>7.5</b>
Demanda interna	-6.9	<b>4.6</b>	<b>3.8</b>	<b>5.4</b>	<b>2.3</b>	<b>6.3</b>	<b>4.3</b>	<b>5.4</b>	<b>4.2</b>	<b>2.9</b>	<b>3.6</b>	<b>4.6</b>
Consumo	-5.7	<b>5.1</b>	<b>3.4</b>	<b>6.0</b>	<b>3.7</b>	<b>7.5</b>	<b>4.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.2</b>	<b>2.3</b>	<b>2.9</b>	<b>4.3</b>
Privado	-7.1	<b>5.5</b>	<b>3.8</b>	<b>6.5</b>	<b>4.2</b>	<b>7.8</b>	<b>4.7</b>	<b>5.2</b>	<b>5.0</b>	<b>2.7</b>	<b>3.0</b>	<b>4.3</b>
Público	3.5	<b>2.7</b>	<b>1.3</b>	<b>2.8</b>	<b>1.1</b>	<b>5.3</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.6</b>	<b>2.2</b>	<b>4.2</b>
Inversión	-10.9	<b>2.7</b>	<b>5.2</b>	<b>3.1</b>	<b>-2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>3.7</b>	<b>7.8</b>	<b>4.0</b>	<b>5.2</b>	<b>6.2</b>	<b>5.5</b>
Privado	-16.8	<b>1.0</b>	<b>5.0</b>	<b>3.0</b>	<b>-3.0</b>	<b>-0.9</b>	<b>1.5</b>	<b>6.8</b>	<b>0.8</b>	<b>5.5</b>	<b>7.2</b>	<b>6.5</b>
Público	9.5	<b>7.2</b>	<b>6.0</b>	<b>3.3</b>	<b>-1.4</b>	<b>10.8</b>	<b>9.1</b>	<b>10.3</b>	<b>12.8</b>	<b>4.6</b>	<b>3.6</b>	<b>3.0</b>
Demanda Externa	-13.1	<b>22.5</b>	<b>11.2</b>	<b>14.1</b>	<b>23.4</b>	<b>33.8</b>	<b>18.8</b>	<b>13.8</b>	<b>8.8</b>	<b>5.8</b>	<b>14.5</b>	<b>15.6</b>
Importaciones	-18.3	<b>23.9</b>	<b>10.1</b>	<b>17.8</b>	<b>20.5</b>	<b>32.4</b>	<b>22.2</b>	<b>20.6</b>	<b>11.8</b>	<b>4.7</b>	<b>9.9</b>	<b>14.1</b>
<b>PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)</b>												
Primario	-2.0	<b>3.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.0</b>	<b>0.0</b>	<b>4.6</b>	<b>8.8</b>	<b>1.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>	<b>3.0</b>	<b>1.9</b>
Secundario	-7.4	<b>5.9</b>	<b>3.8</b>	<b>4.4</b>	<b>5.9</b>	<b>7.3</b>	<b>6.2</b>	<b>4.4</b>	<b>3.7</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>	<b>4.5</b>
Minería	-2.4	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>1.8</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>	<b>3.8</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>
Electricidad	1.9	<b>2.7</b>	<b>3.0</b>	<b>3.7</b>	<b>0.9</b>	<b>2.7</b>	<b>3.2</b>	<b>4.0</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>
Construcción	-6.4	<b>0.2</b>	<b>4.6</b>	<b>6.1</b>	<b>-3.2</b>	<b>-1.6</b>	<b>0.5</b>	<b>5.3</b>	<b>5.8</b>	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>	<b>4.2</b>
Manufactura	-9.9	<b>9.5</b>	<b>3.7</b>	<b>4.2</b>	<b>11.5</b>	<b>12.8</b>	<b>9.7</b>	<b>4.5</b>	<b>2.9</b>	<b>3.3</b>	<b>3.5</b>	<b>5.2</b>
Terciario	-5.3	<b>4.9</b>	<b>4.5</b>	<b>3.5</b>	<b>4.7</b>	<b>7.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.7</b>	<b>5.5</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>4.3</b>
Comercio	-14.2	<b>12.5</b>	<b>6.6</b>	<b>5.2</b>	<b>14.3</b>	<b>18.3</b>	<b>12.1</b>	<b>5.9</b>	<b>9.7</b>	<b>5.7</b>	<b>5.5</b>	<b>5.5</b>
Transporte, correos y almacenamiento	-6.6	<b>6.6</b>	<b>3.9</b>	<b>4.2</b>	<b>7.6</b>	<b>10.5</b>	<b>5.3</b>	<b>3.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.4</b>	<b>3.0</b>	<b>4.9</b>
Información en medios masivos	0.8	<b>5.2</b>	<b>3.7</b>	<b>5.7</b>	<b>5.4</b>	<b>4.3</b>	<b>6.1</b>	<b>5.1</b>	<b>4.5</b>	<b>4.7</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>
Serv. financieros y de seguros	-6.6	<b>2.7</b>	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>	<b>0.4</b>	<b>5.0</b>	<b>0.7</b>	<b>5.1</b>	<b>3.6</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>5.3</b>
Serv. inmov. y de alquiler de bienes muebles	-1.0	<b>2.0</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>4.4</b>	<b>1.4</b>	<b>0.3</b>	<b>2.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>
Serv. profesionales, científicos y técnicos	-4.7	<b>-2.3</b>	<b>2.6</b>	<b>1.8</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.6</b>	<b>-2.4</b>	<b>0.4</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>
Dirección de corporativos y empresas	-7.7	<b>2.1</b>	<b>4.9</b>	<b>1.2</b>	<b>-5.2</b>	<b>-2.1</b>	<b>9.0</b>	<b>7.7</b>	<b>8.6</b>	<b>7.9</b>	<b>1.5</b>	<b>2.2</b>
Serv. de apoyo a los neg., serv. de remediación	-4.7	<b>1.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>1.9</b>	<b>0.8</b>	<b>3.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>
Serv. educativos	0.4	<b>3.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>13.9</b>	<b>-0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>2.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>
Serv. de salud y de asistencia social	0.8	<b>-1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>2.4</b>	<b>1.3</b>	<b>-9.8</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	-4.6	<b>0.6</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>-1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>2.4</b>	<b>0.0</b>	<b>3.5</b>	<b>2.3</b>	<b>0.0</b>	<b>2.4</b>
Serv. de alojamiento tem. y prep. de alim. y beb.	-7.7	<b>3.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>11.9</b>	<b>2.7</b>	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>
Otros Serv. excepto actividades del gobierno	-0.5	<b>-0.2</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>3.3</b>
Actividades del gobierno	4.6	<b>5.7</b>	<b>2.3</b>	<b>1.3</b>	<b>0.7</b>	<b>8.0</b>	<b>4.8</b>	<b>9.2</b>	<b>6.9</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.9</b>

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

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

fdp: fin de periodo

mmd: miles de millones de dólares

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

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

**Consejo Editorial**

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

Han elaborado esta publicación

*Editor*

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

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

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

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

**Arnoldo López**  
arnoldo.lopez@bbva.bancomer.com

**BBVA Research**

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.com

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

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

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

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

Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com

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

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

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

*Market & Client Strategy:*  
**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*

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

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

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

Otras publicaciones:

