

# Situación México

Primer Trimestre 2012  
Análisis Económico

- **La economía mundial se desacelera.** El crecimiento se recuperará en la segunda mitad de 2012, liderado por las economías emergentes
- **México seguirá creciendo** por encima del 3%, con inflación y costos de financiamiento anclados y un sistema bancario ajeno al contagio de riesgos externos
- **Inflación, tasas y crecimiento en México.** El anclaje de los precios evita el freno de la actividad a través del aumento de tasas

# Índice

1. En Resumen.....	1
2. Desaceleración global con recesión en Europa.....	4
3. Fortalezas frente a un escenario global complejo.....	7
4. Inflación y tasas, ancladas en niveles históricamente bajos.....	13
Recuadro 1: Sequía: impacto acotado en el sector primario y más aún en inflación.....	18
Recuadro 2: La inflación impacta en la estructura temporal de tasas, lo que se traslada a la actividad.....	20
5. Condiciones de financiamiento, gasto doméstico y factores externos.....	23
6. Previsiones.....	26

Fecha de cierre: 9 de febrero de 2012

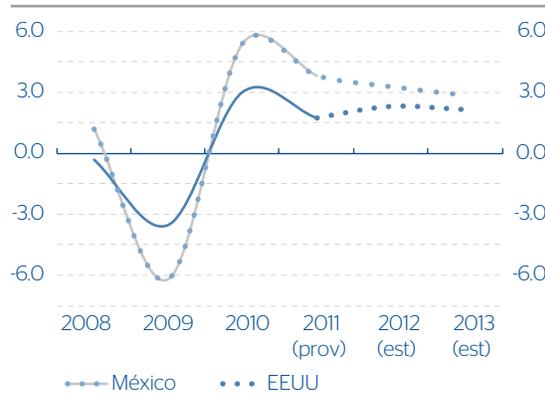
# 1. En Resumen

## México crecerá por encima del 3% en un escenario global con algunas incertidumbres despejadas, también con la confirmación de riesgos a la baja

En los tres meses transcurridos desde la anterior edición de esta publicación se han confirmado las entonces incipientes tendencias en el escenario económico global. Así, se confirma el desacople entre un EEUU que seguirá creciendo en 2012 a tasas ligeramente superiores al 2% y una zona del euro que se encamina hacia la recesión. También los datos muestran la desaceleración entonces esperada en el conjunto de las economías emergentes, afectadas por un entorno externo menos favorable pero con el soporte del margen disponible de unas políticas de demanda que tendrán un tono más acomodaticio. Finalmente, también se ha confirmado que la principal incertidumbre en el escenario económico global está en el área del euro. Esta zona, aunque con avances, sigue sin encontrar soluciones para hacer consistentes en el área las políticas domésticas, de modo que la iliquidez no lleve a la insolvencia ante la falta de mecanismos de responsabilidad compartida para los pasivos del sector público.

**México seguirá creciendo, con inflación y costos de financiamiento anclados y un sistema bancario ajeno al contagio de riesgos externos.** En este entorno global, la economía mexicana puede haber crecido en 2011 cerca del 4% con una inflación y unos costos de financiamiento a lo largo de toda la estructura temporal en mínimos históricos y un tipo de cambio que en promedio se apreció por segundo año consecutivo. Un balance positivo para un entorno global complejo que creemos que se mantendrá en lo esencial en 2012 y 2013, con crecimientos de la actividad que promediarán una tasa superior al 3% en el bienio y una inflación que seguirá siendo un ancla para unas condiciones de financiamiento de la economía que no deberían ser restrictivas dada la abundancia de liquidez por el papel de la FED de EEUU y el manejo responsable de las políticas macroeconómicas en México. En este escenario, el sistema bancario seguirá siendo un elemento de fortaleza diferencial para México ya que dada su regulación y niveles de capitalización no tiene exposición a las fuentes de incertidumbre externa y podrá seguir manteniendo su capacidad de concesión de crédito a la demanda solvente

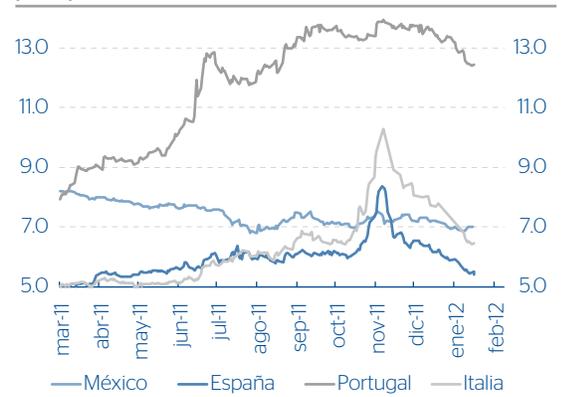
Gráfica 1  
**Crecimiento económico % PIB**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

**Tasa de rendimiento de bonos bancarios %**, promedio simple de bonos de duración similar de los principales bancos en las economías consideradas



Fuente: BBVA Research y Bloomberg. Bancos Mexicanos seleccionados: Banamex, Banco Mercantil del Norte, BBVA Bancomer, y Santander

**Este panorama relativamente favorable para la economía mexicana no está exento de riesgos, al alza y a la baja, con una probabilidad de ocurrencia más elevada en los bajistas.** Entre los primeros, y aparte de un crecimiento en EEUU que termine superando las expectativas, o de un repunte del gasto público en consumo e inversión mayor del previsto por el impulso de final de sexenio, se puede señalar que finalmente no se registre la prevista desaceleración del gasto en consumo e inversión de los hogares y de las empresas. Dada la evidencia disponible, damos una probabilidad reducida a que se dé un aumento autónomo de la demanda doméstica, independiente del comportamiento de la demanda externa. En primer lugar, por la intensa apertura externa de la economía mexicana, no sólo en actividades industriales sino también en las de servicios. Pero es que además, el continuado descenso de la remuneración real del empleo, no resulta consistente con un crecimiento basado en las mejoras de productividad más que en el impulso de la cantidad de demanda recibida, fundamentalmente desde el exterior.

**Entre los riesgos bajistas, aparte de un descenso no esperado de la demanda procedente de EEUU, se destacan dos: la sequía y un endurecimiento más allá de lo previsto de las condiciones de financiación en las que se desenvuelva la economía.** En cuanto al primero de los riesgos, no parece a priori que la falta de lluvias vaya a suponer un impacto bajista cuantitativamente relevante en el crecimiento de 2012. El impacto de la menor disponibilidad de agua es un menor volumen de producción y unos mayores precios, tanto por la menor cantidad obtenida de producto como por los mayores costes que suele implicar la falta de agua de lluvia. Sin embargo, como se ilustra en la publicación, la relación entre pluviosidad, Valor Añadido Bruto (VAB) del sector primario y precios de consumo es muy acotada, incluso más en precios que en actividad. En este sentido, el continuado encarecimiento relativo de la canasta básica respecto al total de la canasta del INPC, con mayor peso relativo de productos procedentes del sector primario, se produce a la vez que un aumento de los precios de producción de este tipo de productos, también mayor que el conjunto del INPC. Ello tiene un impacto regresivo en la distribución de la renta dado que la población con ingresos más bajos tiene en promedio una cesta de consumo, la canasta básica, sesgada hacia productos alimenticios. Una peor evolución relativa de la productividad del sector primario puede estar detrás de este comportamiento de sus precios relativos. Y más dado que los precios de producción del sector, los previos a los costes de distribución y comercialización, crecen a tasas más elevadas que el conjunto de precios de producción doméstica y que la inflación.

**El entorno externo puede endurecer las condiciones de financiamiento, por lo que la estabilidad nominal doméstica ha de mantenerse para evitar el freno de la actividad.** Uno de los factores que están contribuyendo al favorable desempeño de la economía mexicana es el haber conseguido el anclaje de las expectativas de inflación en niveles históricamente bajos y estables, lo que junto a la falta de presiones de la demanda ha reducido significativamente el traspaso al consumidor final de los cambios de precios relativos tan relevantes como por ejemplo el tipo de cambio. Esta situación favorece un círculo virtuoso que impacta sobre las expectativas de los agentes, su ingreso disponible y por lo tanto en el acceso al financiamiento, así como en la capacidad de concesión de crédito del propio sistema bancario. En algunos segmentos del mercado de crédito, en el no intermediado (no bancario) en dólares, se observa un tensionamiento de las condiciones de financiamiento ligado al aumento de la prima de riesgo global, no a dudas sobre factores domésticos como por ejemplo las perspectivas inflacionistas. No pensamos que exista una probabilidad relevante de que la menor producción doméstica de determinados productos alimenticios pueda suponer un riesgo sobre las expectativas de inflación, aunque la tasa anual del INPC pueda superar holgadamente en estos primeros meses de 2012 el 4%. Sin embargo, como se ilustra a partir de los resultados obtenidos en un reciente *Economic Watch* de BBVA Research,<sup>1</sup> existe una relación de influencia en ambos sentidos entre tasas y variables macroeconómicas, pero especialmente intensa y positiva desde inflación a tasas de interés e intensa y negativa desde tasas de interés a actividad.

<sup>1</sup> Para mayor detalle, ver el Observatorio Económico de BBVA Research "Crecimiento, inflación, fondeo y curva de tasas de interés: impacto en ambos sentidos", disponible en: <http://www.bbvaresearch.com/KETD/ketd/esp/nav/geograficas/latinoamerica/mexico/index.jsp>.

En síntesis, todo lo que sea fortalecer el compromiso con los fundamentales de la economía mexicana, la certidumbre en la gestión de sus políticas macroeconómicas y su estabilidad nominal, contribuirá a mitigar los riesgos derivados de un entorno externo complejo.

Gráfica 3

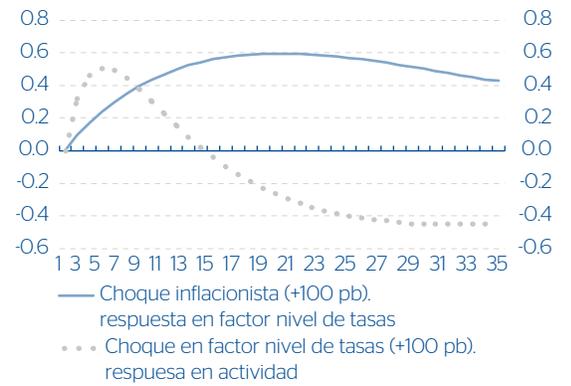
**México. Índice de tensiones financieras**  
Agrega distintas variables representativas de spreads financieros y volatilidad de activos financieros mexicanos



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4

**México. Inflación, tasas y actividad**  
Impulsos y respuestas



Fuente: BBVA Research

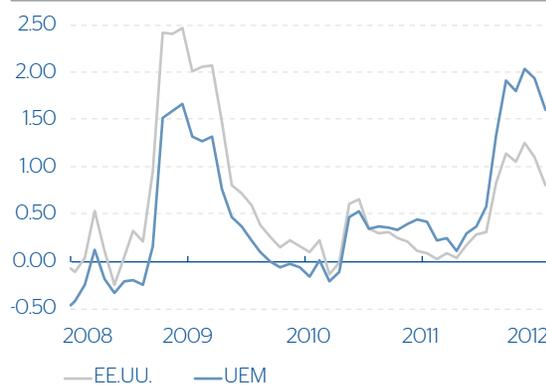
## 2. Desaceleración global con recesión en Europa

**La economía mundial se desaceleró al final de 2011, pero rebotará en la segunda mitad de 2012, apoyada en las economías emergentes.**

**La economía mundial se desaceleró marcadamente en los últimos trimestres de 2011.** Esto fue el resultado de un crecimiento más débil en Europa (con caída ya en el cuarto trimestre) y la desaceleración en las economías emergentes, hasta el entorno del 1% trimestral a finales de año, su menor tasa de crecimiento desde la crisis de 2008. Sin embargo, los determinantes de esta moderación común no pueden ser más diferentes en ambas áreas. Por un lado, Europa está empezando a sentir los efectos de unas tensiones financieras persistentemente elevadas desde septiembre (véase gráfico 5) dada la falta de avances decisivos para resolver su crisis de deuda soberana y de gobernanza en el área del euro. Por otro lado, la desaceleración en las economías emergentes, además del ser consecuencia del peor entorno internacional, es en parte resultado de un tono menos acomodaticio de las políticas económicas hasta el primer semestre de 2011, orientadas a evitar el sobrecalentamiento.

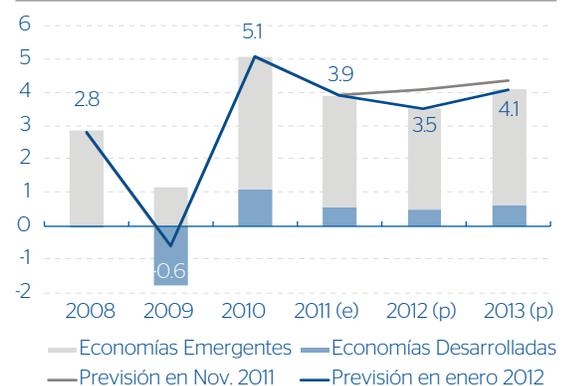
**De cara al futuro, esperamos una acción decidida de las autoridades europeas que poco a poco disminuya las tensiones financieras en Europa y también la aversión al riesgo global, condicionando una recuperación global en el segundo semestre de 2012.** La mayor contribución a la recuperación, sin embargo vendrá de las economías emergentes, ya que sus tasas de crecimiento recuperarán su diferencial histórico de alrededor de cuatro puntos porcentuales con respecto a las de los países desarrollados, al tiempo que sus políticas económicas vayan girando hacia un mayor apoyo al crecimiento. Al mismo tiempo, a pesar de que EE.UU. crecerá menos que en recuperaciones anteriores, se desacoplará de la recesión en Europa en la primera mitad del año. Por todos estos factores, respecto a nuestras previsiones en noviembre, revisamos a la baja el crecimiento mundial en 0.6pp en 2012 y 0.3pp en 2013, hasta 3.5% y 4.1%, respectivamente (gráfico 6).

Gráfica 5  
**Índice BBVA de tensiones financieras**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6  
**Crecimiento mundial (%)**



Fuente: BBVA Research y FMI

## La zona del euro representa el principal riesgo para el escenario económico global dada la falta de avances decisivos en la resolución de su crisis de deuda

**Incluso con la revisión a la baja de las tasas de crecimiento en Europa y los países emergentes, los riesgos sobre la previsión de crecimiento mundial siguen estando sesgados marcadamente a la baja.** Estos riesgos seguirán dependiendo de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa, que no ha disminuido significativamente y tiene el potencial de profundizar la recesión en marcha y contagiar a otras regiones a través de los vínculos comerciales, exposición financiera y un incremento en la aversión global al riesgo.

**Aunque ha habido algunos avances desde octubre, -principalmente la provisión de liquidez a largo plazo por parte del BCE y algunos acuerdos para una mayor disciplina fiscal- es necesario que haya avances más decididos en las tres principales líneas de acción para resolver la crisis en Europa.** En primer lugar, en el frente soberano, las preocupaciones sobre la solvencia de Grecia deben ser eliminadas finalizando e implementando el acuerdo con los tenedores privados de bonos. Al mismo tiempo, se deben disponer de los recursos para erigir un cortafuego de tamaño suficiente para abortar el riesgo de contagio a las economías con problemas de liquidez. En segundo lugar, deben seguir impulsándose las reformas para favorecer el crecimiento, incluidas las destinadas a la reparación de los balances de las instituciones financieras, pero teniendo cuidado de evitar el riesgo de un repentino desapalancamiento y una reducción del crédito al sector privado. Finalmente, son necesarios mayores avances en la gobernanza de la zona euro para fortalecer la unión monetaria, estableciendo una hoja de ruta clara para una unión fiscal.

**Las perspectivas para Europa mejorarían si el pacto fiscal que previsiblemente se acuerde en la cumbre de la UE de marzo es finalmente aprobado a nivel nacional y se implementa rápidamente,** junto con las reformas económicas propuestas por los países periféricos para reducir su vulnerabilidad y aumentar su crecimiento a largo plazo. La rápida implementación de esa parte del "gran acuerdo" implícito entre los países centrales de Europa y la periferia permitirá que la discusión gire hacia la implementación de dos medidas urgentes para reducir el estrés soberano en Europa. En primer lugar, un aumento rápido de los recursos disponibles para construir un cortafuegos soberano alrededor de Grecia, quizás con una acción más decidida por parte del BCE; en segundo lugar, tener en cuenta el efecto negativo de un ciclo más débil sobre la capacidad de la mayoría de los países europeos para cumplir los objetivos de déficit acordados con la UE.

## El mantenimiento de tensiones financieras elevadas ha empujado a Europa hacia la recesión. La brecha de crecimiento con EEUU se ampliará en los próximos dos años.

Las tensiones financieras en Europa siguen en niveles mayores que los observados después de la caída de Lehman Brothers en 2008 (Gráfica 5). Esto, junto con el efecto del ajuste fiscal en los países periféricos, implica una revisión a la baja de nuestras proyecciones de crecimiento en Europa respecto a hace tres meses. Ahora prevemos un crecimiento negativo al menos en el primer semestre de 2012, y del -0.5% para el año en su conjunto, con una recuperación lenta en 2013. Sin embargo, es importante señalar que estas proyecciones dependen de una rápida resolución de la crisis y una notable reducción de las tensiones financieras a partir de la segunda mitad de 2012, para evitar un efecto más agudo sobre el crecimiento. Dentro de Europa, el crecimiento entre el centro y la periferia seguirá mostrando fuertes diferencias, en parte debido al fuerte ajuste fiscal en marcha en ésta última.

**Al contrario de Europa, el crecimiento en EE.UU. seguirá en 2012.** Nuestro pronóstico se mantiene sin cambios respecto a hace tres meses, con un crecimiento del 2.3% en 2012 y 2.2% en 2013. Sin embargo, esta recuperación será más débil que la observada en las fases posteriores a recesiones anteriores, y está sujeta a los riesgos que emanan de Europa y el riesgo interno de una alta incertidumbre sobre la política económica, incluyendo un posible ajuste fiscal fuerte en 2013 (por la expiración de exenciones tributarias y recortes automáticos del gasto relacionados con el acuerdo para el techo de la deuda). Además, la debilidad del mercado inmobiliario, las restricciones de crédito y el desapalancamiento en marcha, limitarán el ritmo de crecimiento del consumo de los hogares. En definitiva, hacia delante vemos más riesgos a la baja que al alza en los EE.UU.

### **Las economías emergentes avanzan hacia un aterrizaje suave, apoyadas en la demanda interna. Las políticas económicas girarán hacia el apoyo al crecimiento.**

Un aspecto distinto de la crisis actual es que la confianza dentro de las economías emergentes ha sido muy resistente, en comparación con la registrada durante la caída de Lehman Brothers en 2008. Uno de los posibles determinantes de esta resistencia es lo sorpresivo de la quiebra de Lehman (algo ausente en la crisis europea) y la diferente velocidad a la que cada uno de los dos episodios se ha desarrollado (la crisis europea avanza en "cámara lenta"). Esto ha permitido que la demanda interna en las economías emergentes se haya mantenido robusta, aun cuando algunos de los efectos de una mayor aversión global al riesgo se han reflejado en los mercados financieros en la región, a través de menores flujos de entrada de capital, algunas repercusiones negativas en el financiamiento del comercio internacional, la reducción de precios de los activos y mayor volatilidad de los tipos de cambio.

La desaceleración en las economías emergentes en 2011 hizo que su diferencial de crecimiento con respecto a las economías avanzadas llegase a cerca de tres puntos porcentuales a finales de 2011, por debajo de los usuales cuatro puntos porcentuales observados desde el comienzo de la década del 2000. Esperamos que la aversión global al riesgo siga siendo elevada, pero vaya disminuyendo lentamente en la segunda mitad de 2012, en línea con la esperada reducción gradual de las tensiones en Europa. Además, las políticas económicas aprovecharán los márgenes de maniobra que se vayan abriendo (como la reducción de las presiones inflacionistas y cierto espacio fiscal) y girarán cada vez más hacia el apoyo al crecimiento, en contraste con el endurecimiento experimentado en la primera parte de 2011. Esto permitirá que la demanda interna continúe apoyando el crecimiento de la región, frente a un entorno exterior aún difícil. En este contexto, esperamos que las economías emergentes recuperen tasas de crecimiento cercanas al 2% trimestral a finales de 2012 (desde el 1% al cierre de 2011), y que crezcan un 6.2% para el año en su conjunto. La principal excepción a este buen desempeño se concentrará en los países emergentes de Europa, que se verán más afectados por sus mayores vínculos comerciales y financieros con la zona del euro.

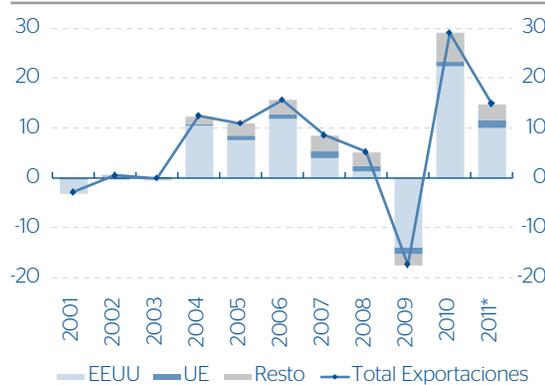
### 3. Fortalezas frente a un escenario global complejo

**Frente a un entorno global complejo, México tiene fortalezas relevantes ligadas tanto a sus políticas macroeconómicas como a su exposición relativa al entorno global**, lo que se traducirá finalmente para el año que inicia, en un crecimiento superior al 3% aunque algo menor al registrado en 2011. Los pilares que sustentan la fortaleza macroeconómica son, por un lado, la cercanía en cuanto a flujos de comercio con Estados Unidos, en contraste con Europa, y por otro lado, la continuidad de políticas macroeconómicas confiables, y orientadas a la estabilidad; además de un sistema financiero sin exposición a los riesgos globales. Así, la fuerte integración de la economía mexicana con la estadounidense junto con la solvencia y estabilidad del sistema financiero serán claves para que en los siguientes meses y en un escenario como el descrito en el punto anterior el crecimiento mexicano mantenga su senda de moderada desaceleración.

**La exposición comercial de México a la Unión Europea es reducida** ya que es receptora de cerca de 4.7% de las exportaciones mexicanas, mientras que a EEUU se dirigen el 78%. Si bien, la participación de la Unión Europea como destino de las exportaciones ha aumentado desde la firma del Acuerdo de Asociación Económica, Concertación Política y Cooperación con la Unión Europea y particularmente desde 2000 cuando la participación en las exportaciones era de 2.8%.

Gráfica 7

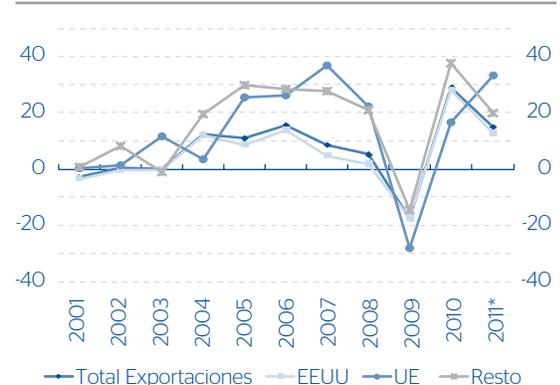
**Exportaciones por destino (Var % a/a y contribución al crecimiento)**



\* datos a noviembre  
Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 8

**Exportaciones por destino (Var % a/a)**



\* datos a noviembre  
Fuente: BBVA Research e INEGI

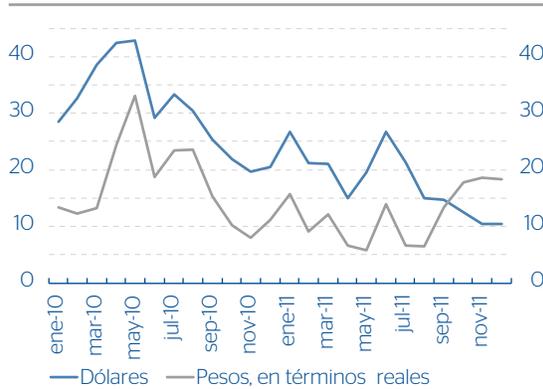
**Los principales canales de transmisión del entorno externo a la economía mexicana continuaban suponiendo un impulso positivo a finales de 2011.** En particular, las exportaciones mexicanas en pesos, y en términos reales, crecieron en el último trimestre respecto a los tres anteriores 18% a/a vs 9.9%, en promedio en los nueve meses previos, lo cual se ve favorecido por la depreciación del peso, más intensa en el último trimestre del año. En términos de dólares, la expansión aunque sobresaliente, no es mejor que la observada la mayor parte del año (11% 4T11 vs 20% el resto del año, a/a). México continuó exportando principalmente (80%) bienes manufacturados, con los que el país explota su ventaja competitiva de cercanía con EEUU y costos de producción.

**Entre las manufacturas de exportación, destaca la recuperación de productos clave, como equipo de transporte.** En los años 2008 y 2009, las importaciones estadounidenses de estas manufacturas, primeras en importancia para México, habían descendido en el orden de (-)6.4% y (-)20.9%, respectivamente. En 2010 y con la mejora en el ingreso disponible en aquel país, el crecimiento en las exportaciones de la industria automotriz a EEUU fue de 50%, y para el 3T11 este había sido 16% mayor que un año antes. El otro gran grupo de bienes exportados a EEUU, el equipo

de cómputo y electrónicos constituye un caso de interés y no solo por su participación: el 25% de nuestras exportaciones manufactureras a EEUU, en este caso, y a raíz de la entrada de China a la OMC en 2001, la cuota de mercado de aquel país en el mercado estadounidense de esta rama en particular pasó de 10% en 2000 a 41.4 en el 3T11, mientras que la de México ha tenido una mejora marginal, de 13.4% a 15.1%. Estos dos grupos de bienes aportan más del 50% de las exportaciones mexicanas a nuestro principal socio comercial.

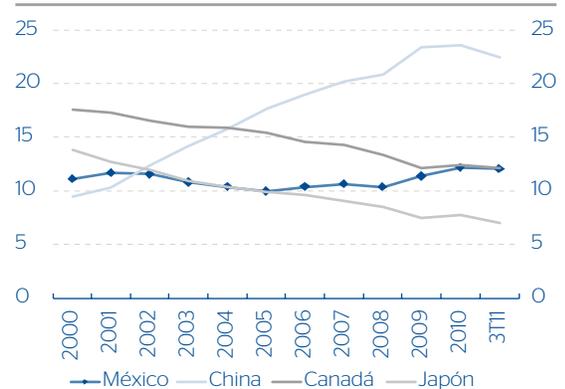
**En 2011, México fue, de entre los principales proveedores de bienes manufacturados a EEUU, el único que no perdió participación** ni en bienes de consumo durables ni en no durables, y su peso en el mercado estadounidense se mantiene en el orden de 12% del total. Con todo, las exportaciones manufactureras mexicanas continuaron creciendo a buen ritmo (15% a/a, en términos de pesos reales), aportando arriba del 80% de los ingresos por exportación. Con una economía estadounidense que mantuviera su vigor en los siguientes trimestres, en un contexto de un mercado laboral donde continuara el proceso de recuperación sería de esperar que las exportaciones mexicanas mantuvieran un ritmo de expansión sólido.

Gráfica 9  
**Exportaciones Totales**  
(Var % a/a)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 10  
**Importaciones manufactureras de EEUU**  
(como % del total)



Fuente: BBVA Research e INEGI

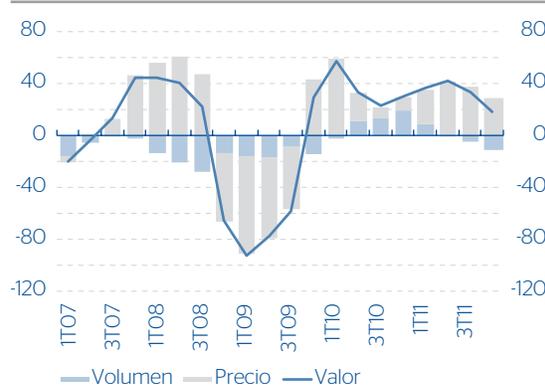
Por su parte, las exportaciones petroleras crecieron en términos de pesos reales en torno a 21% en el último trimestre, lo que se deriva del crecimiento del precio de la mezcla mexicana de petróleo, del que se pagaran en promedio 5 dólares más por barril que en el promedio de los meses anteriores, mientras que el volumen exportado fue cerca de 11% menor que un año antes. Con todo, el crecimiento en la entrada de recursos por exportación petrolera fue bueno en la última parte del año.

**Las entradas de turistas han frenado su tendencia de caída.** El ingreso por turismo tuvo un repunte en los últimos meses del año pasado relacionado con el efecto cambiario. Sin embargo, la tendencia en la entrada de turistas es negativa desde 2005 en que se alcanzaron 8.7 millones de visitantes hasta cerca de 5.8 millones a finales del año pasado. El ingreso en dólares por concepto de turismo se ha contraído en comparación anual desde finales de 2010.

**Las remesas de migrantes mexicanos crecen en términos reales.** La mejora en el empleo de los migrantes mexicanos en EEUU, junto con la depreciación del peso en los últimos meses del año, contribuyó para que en términos de pesos reales el crecimiento de las remesas en el último trimestre del año haya sido de 16%. Ello no impide que la variación acumulada anual sea del -1%, más baja que en 2010. En este rubro, con una perspectiva de mejora del empleo ligada al mercado laboral de EEUU, es factible que en 2012 los flujos de remesas se ubiquen por arriba de los 24 mmdd (22.7 mmdd en 2011), lo que implicaría acercarse a lo captado en 2008.

Gráfica 11

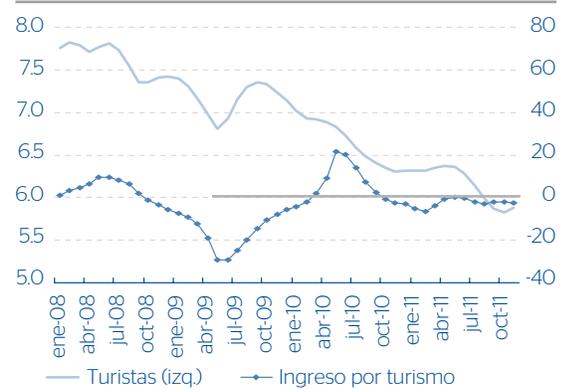
### Valor de la exportación petrolera en dólares (Var % a/a y contribuciones)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Gráfica 12

### Ingresos por turismo (personas y dólares, Var % a/a)



Fuente: BBVA Research e INEGI

Cuadro 1

### Indicadores de soportes externos de la economía mexicana (Var % a/a de pesos reales)

	2010	2011	1T11	2T11	3T11	4T11
Exportaciones Totales	16.8	12.0	12.2	8.7	8.8	18.2
Manufacturas	16.3	8.4	9.5	4.0	4.7	15.4
Petróleo	22.4	30.1	26.4	35.1	26.0	29.1
Ingresos por Remesas	-10.3	0.8	-3.5	-6.1	2.8	16.1
Ingresos por Turismo	-6.3	-8.6	-15.3	-8.0	-9.7	4.1

Fuente: BBVA Research.

## Políticas fiscal y monetaria orientadas a la estabilidad

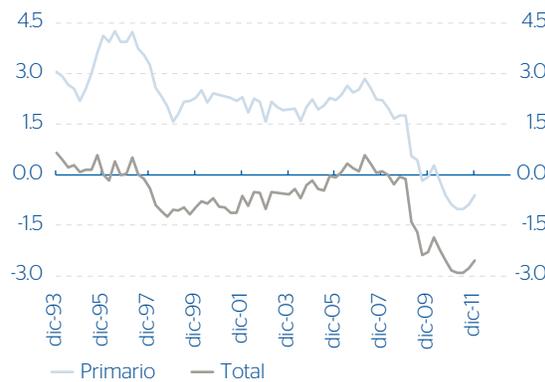
**Una de las fortalezas de la economía mexicana, más en el entorno global actual, es la disciplina con la que se manejan las finanzas públicas.** México tiene un saldo fiscal que en su medida más amplia (RFSP)<sup>1</sup> registró un déficit del 2.8% del PIB en 2011, exactamente lo previsto en la ley presupuestaria federal aprobada a finales de 2010. El saldo de la deuda total del sector público federal fue en 2011 del 38.7% del PIB, una cifra relativamente baja cuando se compara con la de economías desarrolladas y con una estructura entre pasivos internos y externos (en moneda extranjera) a favor de los primeros en una proporción de siete a tres. Adicionalmente, el manejo de la deuda mexicana en términos de estructura temporal es holgado al tener un plazo promedio al vencimiento de 7.5 años, seis años más que en el año 2000. Esta disciplina se vio recompensada en 2011 con la emisión de un bono de 100 años en dólares con un rendimiento a vencimiento de 6.1 por ciento. Finalmente pese a que la estructura fiscal de México presenta retos importantes como reducir sus ingresos petroleros como proporción de los ingresos presupuestales totales o establecer una normativa de balance estructural que permita generar amortiguadores fiscales en momentos de baja en la actividad económica, es importante destacar que se ha ido construyendo un marco normativo, como la Ley de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria, donde se establece que debe existir equilibrio presupuestario anual (aunque es posible legislar para aumentar el déficit), lo que ha permitido al país avanzar en una estructura fiscal que dé certidumbre a los mercados y que minimice el contagio del riesgo global.

<sup>1</sup> Los Requerimientos Financieros del Sector Público se calculan a partir del balance público tradicional, agregando los requerimientos financieros de la banca de desarrollo y los fondos de fomento; los requerimientos financieros del IPAB; los requerimientos de recursos financieros de los proyectos de infraestructura productiva de largo plazo (antes PIDIREGAS); y los requerimientos financieros del FONADIN.

Por otro lado, **la estabilidad de precios como meta única de la política monetaria apoyada en un esquema de Objetivos de Inflación ha favorecido el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y, por lo tanto la moderación del crecimiento del INPC.**<sup>2</sup> La paulatina convergencia de la inflación hacia el objetivo de estabilidad de precios de Banxico durante los últimos nueve años, en la medida en que lo ha permitido la sucesión de choques de oferta alcistas sobre los precios, ha favorecido un mayor desarrollo de los mercados financieros y con ello una asignación más eficiente tanto de recursos como de riesgos. Así mismo, si bien las expectativas de mediano y largo plazos se encuentran por encima del objetivo de inflación del 3%, se han mantenido ancladas a pesar de los recientes choques y la inestabilidad del mercado cambiario.

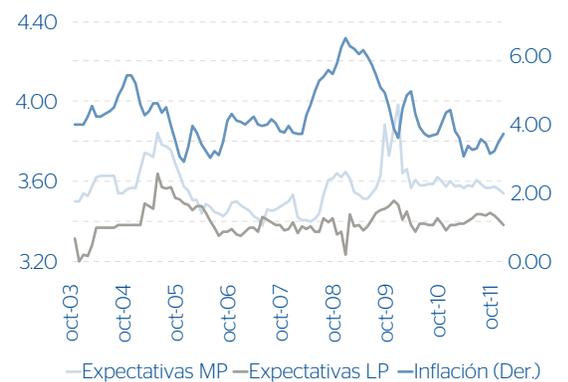
En lo que toca a la conducción de la política monetaria, durante los últimos años se ha continuado con las reformas y los cambios iniciados en la década de los años noventa. El último de estos cambios es la publicación de las minutas de las reuniones de política monetaria a partir de enero de 2011, cuyo objetivo es incrementar la transparencia y la rendición de cuentas con el público respecto a la toma de decisiones de política monetaria. Mediante las minutas es posible conocer tanto los temas más relevantes detrás de las decisiones como los puntos de vista de los miembros de la Junta de gobierno respecto a dichos temas, además del grado de debate que se suscita. Así, en la medida que el público tiene mayor información y se fortalece la credibilidad del compromiso con la estabilidad de precios el proceso de formación de expectativas tenderá a ser menos volátil y converger al objetivo.

Gráfica 13  
**Balance Fiscal y Balance Fiscal Primario (% PIB)**



Fuente: SHCP

Gráfica 14  
**Inflación observada y expectativas (% a/a)**



Fuentes: BBVA Research con datos de Infosel y Banxico

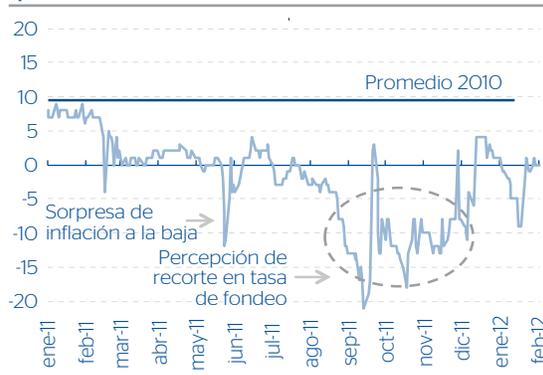
<sup>2</sup> Para un mayor detalle sobre el impacto, positivo pero limitado, de las expectativas en la inflación, ver el Economic Watch de BBVA Research "La inflación al ritmo de los factores productivos", disponible en Internet.

## Sistema financiero: sin exposición a riesgos globales y con regulación de referencia

El sistema bancario en México no se ha contagiado de la prima de riesgo por el efecto que la crisis de deuda en Europa pudiera tener en su sistema financiero. En lo que se refiere al mercado de fondeo interbancario, no se han observado presiones de financiamiento. Incluso el costo de fondeo en este mercado durante 2011 y el primer mes de 2012 ha sido más bajo que en 2010. El comportamiento del fondeo a lo largo del último año ha estado ligado a eventos económicos locales, particularmente a las expectativas sobre cambios en la tasa de política monetaria, sin que haya habido impacto de incertidumbre financiera global. Ello resulta también consistente con que el rendimiento en el mercado secundario de los títulos de deuda de los bancos mexicanos se sitúa en la actualidad más de 100 pb por debajo de lo que se encontraba hace un año, lo que contrasta con el aumento notable registrado en la misma variable para los bancos de algunos países europeos. Este comportamiento favorable de las tasas de rendimiento de los bonos de bancos mexicano se observa tanto en aquellos con capital de origen nacional como extranjero. En el caso de los bancos en España e Italia, si bien los rendimientos de sus bonos tuvieron un repunte, estos se han reducido en los últimos meses resultado de las medidas del Banco Central Europeo para aumentar la liquidez en el sistema.

Gráfica 15

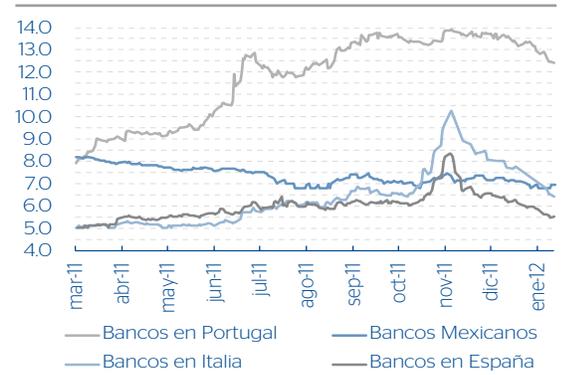
### Diferencial entre la tasa de fondeo bancaria y la tasa objetivo de política monetaria (puntos base)



Fuente: Banco de México.

Gráfica 16

### Tasa de rendimiento de los bonos de los bancos (%)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg. Bancos Mexicanos seleccionados: Banamex, Banco Mercantil del Norte, BBVA Bancomer, y Santander.

El mercado no cotiza ningún riesgo de contagio global para el sistema bancario mexicano dada su posición financiera sólida. Por una parte, el sistema mantiene altos niveles de capital y provisiones preventivas para riesgos crediticios. En lo referente al capital, destaca su calidad, ya que 87% del capital total del sistema está constituido por capital básico;<sup>3</sup> mientras que esta cifra alcanza el 86% en el caso de los siete mayores bancos. En el caso de las provisiones preventivas éstas se han mantenido por arriba de 140% en relación a la cartera vencida desde el año 2004, y actualmente se encuentran por arriba de 160%. Por otra parte, una regulación y supervisión bancaria de referencia internacional resulta en una fortaleza más de la banca en México. Por ejemplo, esta regulación dispone que los bancos mexicanos con capital extranjero estén establecidos bajo el esquema de subsidiarias por lo que su administración de capital y liquidez es independiente al de su matriz, y su fondeo es local y en moneda doméstica.<sup>4</sup> Además, dicha regulación ha acotado riesgos tanto domésticos como internacionales de los bancos al promover bajas exposiciones a partes relacionadas. Todo lo anterior

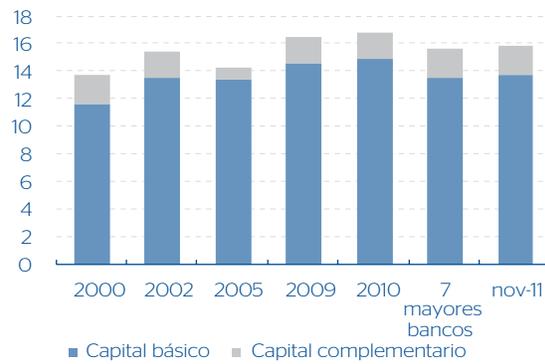
<sup>3</sup> El capital básico está integrado por el capital contable, los instrumentos de conversión voluntaria y obligatoria en acciones de la Institución, los instrumentos no preferentes en los que la Institución emisora pueda cancelar el pago de intereses y diferir el pago de principal, menos, la deuda subordinada, las inversiones en el capital de las entidades financieras, en empresas relacionadas, en sociedades de inversión, los activos intangibles, y los impuestos diferidos.

<sup>4</sup> Una discusión sobre las ventajas de esquema de subsidiarias en relación al de sucursales está disponible en la presentación "Whither global banks?" de Santiago Fernández de Lis en el Workshop on "The future of the financial industry, FUNCAS, Madrid, 31 de enero de 2012.

permitirá que el sistema bancario siga siendo capaz de mantener una capacidad de concesión de financiamiento suficiente para atender los requerimientos de la demanda solvente. Frente a un escenario global muy incierto, la capacidad de crecimiento del crédito será un elemento tanto de diferenciación como de fortaleza de México en relación con otras economías.

Gráfica 17

### Índice de capitalización (%)



Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Índice de capitalización = Capital Neto como porcentaje de los Activos Sujetos a Riesgo Totales

Gráfica 18

### Estimaciones preventivas para riesgos crediticios en relación a la cartera vencida (%)



Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

## 4. Inflación y tasas, ancladas en niveles históricamente bajos

### Las condiciones financieras tienden a reflejar la fortaleza de los fundamentos económicos

**La reducción en la aversión al riesgo a nivel global y los datos por encima de lo esperado en EEUU han generado que las condiciones financieras que enfrenta México se comporten, en mayor medida, de acuerdo con sus fundamentales domésticos.** Las medidas del Banco Central Europeo (BCE) a finales de 2011 para proveer liquidez a la banca europea redujeron las primas de riesgo en el mercado financiero global. Adicionalmente, los datos más recientes muestran que la economía de EEUU mantiene un crecimiento mayor de lo esperado previamente con mejoría también en su mercado laboral. Estos elementos han influido para que las condiciones financieras en México se hayan distendido. En primer lugar, el riesgo soberano, medido mediante el spread del derivado de incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés), ha registrado una reducción de más de 60 puntos base (pb) desde septiembre de 2011 para ubicarse a principios de febrero por debajo de 150pb. En segundo lugar, el tipo de cambio se ha apreciado 9% respecto a su nivel más alto en septiembre de 2011 y actualmente se ubica alrededor de 12.80 pesos por dólar. La volatilidad del tipo de cambio se ha reducido también de niveles cercanos al 30% en septiembre de 2011 a niveles de 13% en 2012. Todo esto después de que a finales de noviembre la Comisión de Cambios anunciara subastas diarias de dólares de carácter preventivo y con la finalidad de proveer liquidez al mercado. Subastas que hasta el cierre de esta publicación no han tenido lugar. Por último, en el mercado de deuda gubernamental también se han registrado caídas en las tasas a largo plazo, mientras que las condiciones en el mercado interbancario se han mantenido sin variaciones significativas en un entorno de pausa monetaria. Como reflejo del mejor desempeño en las condiciones en los mercados financieros se puede apreciar una caída del índice de tensiones financieras durante los últimos meses que lo sitúa en niveles similares a los observados a principios de agosto de 2011.

**La mejoría en las condiciones financieras ha apoyado la entrada de flujos al país, principalmente a instrumentos de renta fija.** La participación de extranjeros en la deuda pública mexicana ha venido creciendo de manera consistente desde marzo de 2010, cuando se anunció la entrada de México al Índice Global de Bonos Gubernamentales de (WGBI por sus siglas en inglés) salvo una ligera caída durante el punto más álgido de la aversión global al riesgo en septiembre de 2011. Al momento, la participación de inversionistas extranjeros en la deuda pública mexicana alcanza niveles cercanos al 40 por ciento. Esta participación se concentra principalmente en los bonos de la parte media de la curva en la que los inversionistas extranjeros poseen hasta el 70 por ciento de algunas emisiones. En términos comparativos, la entrada de flujos a instrumentos de renta fija en México ha sido mayor que la registrada para los mercados de América Latina<sup>1</sup> (LATAM). De acuerdo con datos de flujos de fondos de inversión, desde 2010 México se ha diferenciado positivamente con respecto al resto de LATAM aunque mantiene una correlación alta con el área. Cabe señalar que a partir de septiembre de 2011, los flujos a México han caído de modo más rápido que en el resto de LATAM, aunque sin llegar a igualarse. Con respecto a los países emergentes de Europa (EM), durante los últimos cinco años México ha registrado una mayor entrada de flujos. Sin embargo, es notable que en el periodo en agosto y septiembre de 2011 las economías de EM tomaron ventaja en la entrada de flujos, lo que podría explicarse por la acumulación de noticias negativas sobre el desempeño de EEUU (recorte de calificación de deuda soberana, datos cíclicos a la baja).

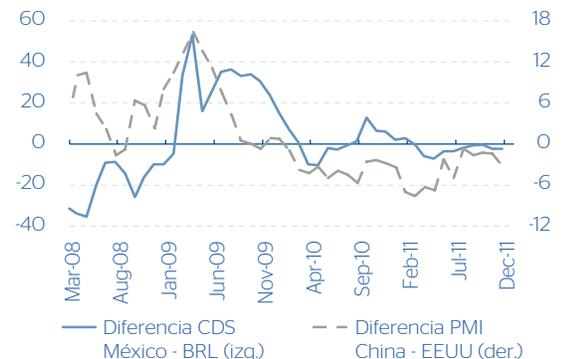
<sup>1</sup> Se considera como parte de América Latina a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, República Dominicana, Ecuador y El Salvador. Como parte de los países emergentes de Europa se considera a Bulgaria, Hungría, Polonia, Rusia, Turquía y Ucrania.

Gráfica 19  
**Índice de tensiones financieras de México**



Fuentes: BBVA Research. El índice es resultado de un análisis de componentes principales aplicado a variables como el spread de la tasa swap, la pendiente de la curva de rendimientos, la volatilidad del tipo de cambio y del mercado accionario, el VIX y el EMBI de México

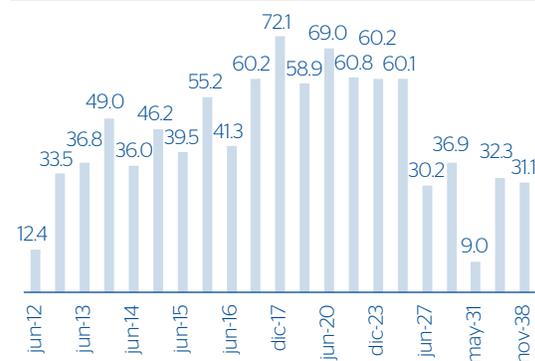
Gráfica 20  
**Actividad manufacturera y riesgo soberano en México y Brasil**



Fuentes: BBVA Research y con datos de Bloomberg

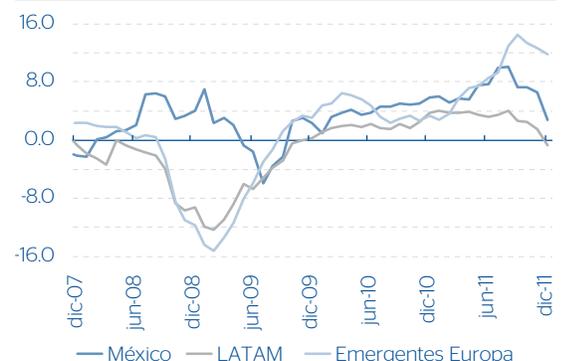
**Resulta relevante destacar la influencia de la actividad económica de EEUU en las condiciones financieras de la economía Mexicana.** Durante la primera mitad del año 2011 los indicadores financieros de la economía mexicana registraron niveles por debajo del promedio de los últimos años aun cuando la crisis de deuda en Europa ya generaba fuertes incrementos en la aversión global al riesgo. Esto cambió fuertemente en septiembre después de que diversos datos reflejaron una debilidad de la economía norteamericana. Al analizar la relación entre el riesgo soberano de México y la actividad industrial de EEUU se puede apreciar una clara relación negativa. En particular, en la medida en que el crecimiento del índice PMI de EEUU sea positivo el riesgo soberano de México, medido como el spread del CDS a 5 años, tenderá a reducirse. Este resultado se mantiene al analizar el caso de la economía de China y Brasil, de tal forma que la actividad manufacturera del primero influye sobre el riesgo soberano del segundo. Así, tal y como se aprecia en la gráfica 20, se puede ilustrar la influencia que ejerce la actividad industrial de los principales socios comerciales sobre el riesgo soberano de las principales economías en LATAM. En el caso de una mejoría relativa de la actividad manufacturera en EEUU con respecto a la China, la diferencia entre las primas de riesgo soberano (CDS spread) entre México y Brasil tenderán a reducirse. Por el contrario, si es la economía China la que presenta un mejor desempeño en términos relativos en su sector de manufactura, la diferencia entre las primas de riesgo soberano entre México y Brasil tenderá a incrementarse. En lo sucesivo habrá que seguir con atención en qué medida las incipientes señales de mejoría en la actividad de EEUU se confirman y permiten atemperar los efectos de las variaciones en la aversión global al riesgo sobre las condiciones financieras de México. Sobre todo después de que la FED reiterara su último comunicado que se mantiene la debilidad del mercado laboral y de la vivienda.

Gráfica 21  
**Tenencia de bonos por parte de extranjeros por emisión (% del total de cada emisión)**



Fuente: La semana. Deuda Gubernamental. Análisis de inversiones Banamex

Gráfica 22  
**Flujos a renta fija (% tenencia, suma 12 meses)**



Fuentes: BBVA Research y EPFR

## Repunte de la inflación ligado a choques de oferta externos

La inflación tuvo un desempeño favorable durante el año 2011 al mantenerse dentro del rango de variabilidad del objetivo de Banxico (3% +1pp) a lo largo de todo el año. Sin embargo durante el último trimestre, los precios de consumo se aceleraron en términos anuales desde una tasa de 3.1% en septiembre hasta 3.8% en diciembre. Durante la primera quincena de enero la inflación volvió a subir y se aproximó más al límite superior del rango de variabilidad de Banxico al ubicarse en 3.9%.

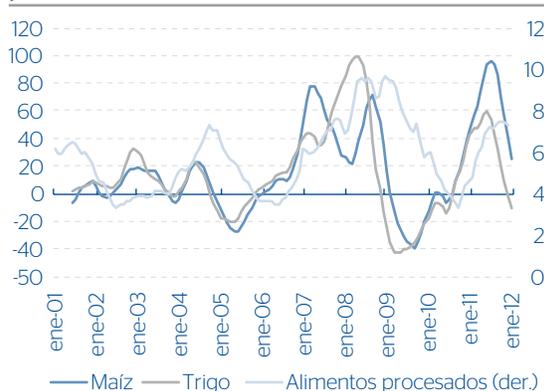
Creemos que las perspectivas de la inflación se deterioraron en los últimos meses por los choques de oferta alcistas y experimentados por las materias primas, -particularmente los granos básicos y el petróleo- a lo largo de 2011. La transmisión de estos choques a lo largo de la cadena de formación de precios hará que la inflación supere el 4% en algunos meses del año, aunque previsiblemente lo terminará por debajo de ese umbral.

### Al interior de la inflación subyacente se continúan observando comportamientos divergentes por el impacto opuesto entre el efecto de los costos de los alimentos y el de holgura en la economía.

Por un lado los precios de las mercancías, que se han ubicado por encima de 4% desde abril del 2011, continúan presionados al alza debido a que las subidas de los precios en los mercados globales del maíz y el trigo han impulsado los precios domésticos de alimentos procesados. Más recientemente se observa también una aceleración -ligera- en los precios del resto de las mercancías, debido a la depreciación que experimentó el peso el trimestre pasado. Por otro lado, la inflación de servicios continúa cayendo en términos anuales, como resultado de la holgura existente en la economía. La ausencia de presiones por el lado de la demanda resulta consistente con que el desempleo continúe por encima del nivel previo a la crisis, el crecimiento real de los salarios no sea significativo y exista capacidad instalada ociosa en la industria manufacturera.

Gráfica 23

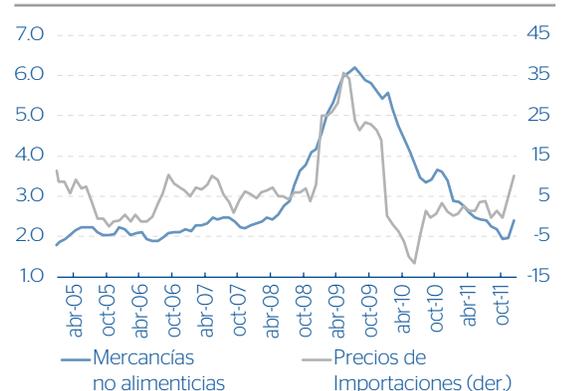
### Inflación alimentos procesados y precios del maíz y el trigo en mercados internacionales en pesos (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI Y Bloomberg

Gráfica 24

### Inflación mercancías y precios de las importaciones en pesos rezagados 3 meses (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Banxico

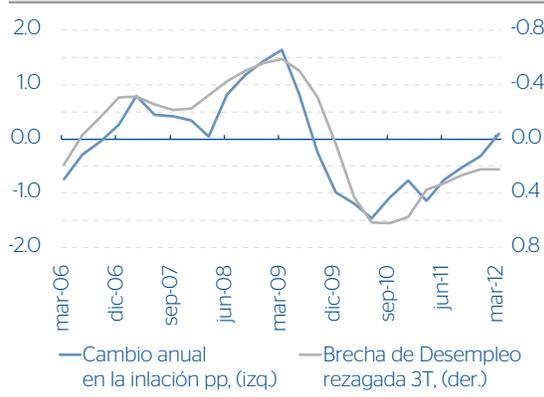
Durante 2012 la inflación subyacente continuará experimentando un comportamiento similar al actual, pues tanto la persistencia de los altos precios de los granos, -que se encuentran en franca desaceleración en los mercados internacionales desde junio, aunque afectan a la inflación con rezago- como la ligera aceleración de los precios del resto de las mercancías causada por la debilidad del peso, impedirán que los precios de las mercancías converjan rápidamente a niveles inferiores a 4%. No obstante, hay que destacar que todo parece indicar que estos precios tocaron su máximo desde octubre. Además, cabe señalar que la escasez reflejada en los precios de granos como el maíz y el frijol en los mercados nacionales, causada por la sequía que se experimenta en algunos lugares del norte del país, sólo afectará a mercados puntuales con bajo peso relativo dentro del subíndice de

mercancías, mientras que sus efectos tendrán impacto limitado dentro del conjunto de los alimentos procesados. Por su parte los precios de los servicios, se mantendrán muy estables y cercanos a sus mínimos históricos, gracias a que a pesar de que en nuestro escenario la economía continuará creciendo durante 2012, no lo hará a velocidad suficiente para generar presiones relevantes de demanda. De esta manera estimamos que la inflación subyacente cerrará el año cerca de 3.25%.

**Habiéndose deteriorado el balance de riesgos sobre inflación, la incertidumbre sobre el futuro de su evolución parece balanceada.** Al alza, un nuevo choque global que eleve los precios de las materias primas o inestabilidad en los mercados financieros que provoque nuevas depreciaciones del Peso frente al Dólar, que por su persistencia terminen afectando los precios de las mercancías. A la baja, el principal riesgo es que la actividad global se frene súbita e intensamente, lo cual daría más margen a los precios domésticos tanto por la menor presión de la demanda como por el previsible impacto bajista en los precios de las materias primas.

Gráfica 25

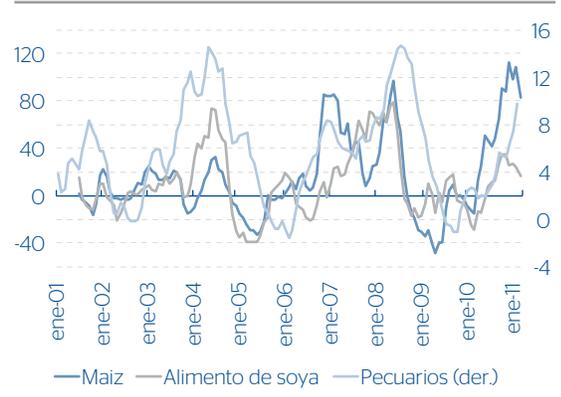
**Cambio en la inflación subyacente y Brecha de Desempleo (pp, para el desempleo diferencia respecto a su tendencia)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI Y Bloomberg

Gráfica 26

**Inflación de productos pecuarios y precios del maíz y soya en mercados internacionales (Var. % a/a)**



Fuente: BBVA Research

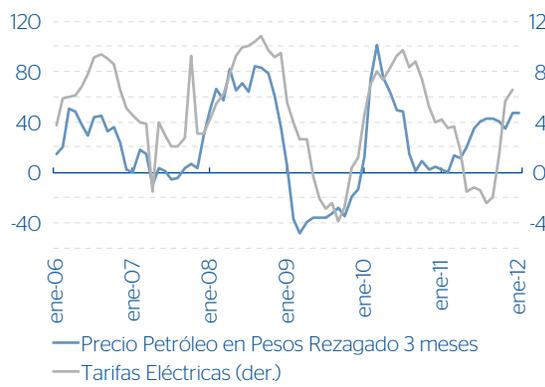
**La inflación no subyacente ha sido la principal causa de la aceleración de los precios en los últimos meses.** Esta aceleración fue provocada por las fuertes subidas estacionales en los precios agrícolas, las presiones en los mercados pecuarios por los altos precios internacionales de los granos, y finalmente, por aumentos en los precios de los energéticos, que han causado alzas en las tarifas eléctricas (ver gráfica 27).

**Las presiones externas continuarán afectando al componente no subyacente al menos durante la primera mitad del año,** lo cual provocará que los precios de los productos pecuarios continúen aumentando. Además, de mantenerse altos los precios del petróleo y dado que el tipo de cambio del primer semestre será seguramente mayor al observado en el mismo periodo de 2011, las tarifas eléctricas y de gas tendrán que seguir subiendo. Adicional a estas presiones hay que destacar que durante 2012 nos encontraremos en la parte de baja productividad del ciclo agrícola bienal, de manera que habrá mayor escasez relativa de estos productos lo que provocará que su contribución a la inflación anual sea positiva este año. En cuanto a las tarifas fijadas por los gobiernos locales creemos que estas se mantendrán muy acotadas debido a que no existe, en general, un problema de financiamiento del gasto en los estados dada la disponibilidad de recursos federales y la coyuntura electoral.

**En síntesis: perspectiva favorable en subyacente pero con alzas en inflación no subyacente que llevarán el INPC por encima del 4% buena parte del año.** En el componente subyacente la holgura que aún registra la economía, pesa más que los potenciales efectos que choques en las materias primas o el tipo de cambio puedan tener en los precios de las mercancías. Sin embargo, para los precios de la cesta no subyacente del INPC, los altos precios de las materias primas en el mundo y su efecto sobre los productos pecuarios así como el alza de la energía, contribuirán a llevar al INPC por arriba del 4% buena parte del año. A pesar de esto consideramos que la falta de presiones de demanda permanecerá a lo largo de 2012, lo que junto a un favorable efecto base y a la paulatina apreciación del tipo de cambio, permitirán que la inflación cierre 2012 por debajo de 4%.

Gráfica 27

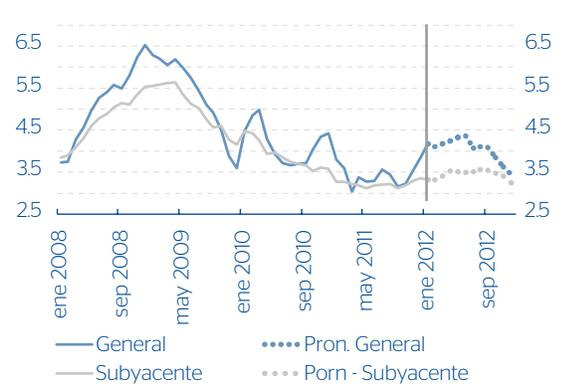
### Precio del petróleo en precios e inflación de tarifas eléctricas (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI Y Bloomberg

Gráfica 28

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



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI y Banxico

## Recuadro 1: Sequía: impacto acotado en el sector primario y más aún en inflación

México ha registrado en 2011 un descenso del volumen de lluvias del 10% respecto al promedio 1941-2005 y del 17% respecto al de 2006-10,<sup>1</sup> lo que impacta sobre todo en el sector primario. La menor precipitación no debería suponer una menor disponibilidad de agua para sus distintos usos económicos o para el mismo abastecimiento de la población dada la existencia de acuíferos subterráneos o el almacenamiento previo en los sistemas de suministro y regulación. Pero dado que el sector primario (agricultura, ganadería y pesca) consume el 77% del total del agua concesionada en México y que de la superficie dedicada a actividades agrícolas solo tiene acceso a sistemas de irrigación el 8% del total,<sup>2</sup> parece razonable pensar que su producción ha de ser, por mucho la más afectada por la sequía. A priori, el impacto de la menor disponibilidad de agua debería ser un menor volumen de producción y unos mayores precios, tanto por la menor cantidad disponible de producto como por los mayores costos que suele suponer la falta de agua de lluvia. Sin embargo la relación entre pluviosidad, Valor Añadido Bruto (VAB) del sector primario y precios de consumo es acotada.

El impacto directo de la sequía es acotado, mayor en VAB del sector primario que en inflación del consumidor. La sequía no justifica el encarecimiento relativo de la canasta básica. La correlación<sup>3</sup> entre el nivel de pluviosidad en México y la variación del VAB del sector primario es positiva, 0.4 en términos nominales y del 0.3 al descontar el impacto de los precios en el producto, con datos anuales de 2001 a 2011. Es decir, un régimen de lluvias al alza coincide con una variación más elevada de la producción del sector primario. En lo que se refiere a los precios de consumo, llama la atención el continuado encarecimiento relativo de los precios de la canasta proveniente del sector primario, que en los últimos 10 años se vienen encareciendo relativamente más que el conjunto de la canasta del INPC o que su componente subyacente. Ello tiene un impacto regresivo en la distribución de la renta dado que la población con ingresos más bajos tiene en promedio una cesta de consumo, la canasta básica, sesgada hacia productos alimenticios. Sin embargo, es baja también la correlación entre pluviosidad e inflación de consumo de la canasta proveniente del sector primario, ya que se sitúa entre 0.2 y 0.3.<sup>4</sup> Factores ligados a la

Gráfica 29

### México, precipitación media anual Promedio mensual nacional, lámina promedio, mm



Fuente: BBVA Research con datos del SMN

Gráfica 30

### México, inflación de consumo y de producción en el sector primario



Fuente: BBVA Research e INEGI

<sup>1</sup> Datos de base del Servicio Meteorológico Nacional (SMN), disponibles en <http://smn.cna.gob.mx/>.

<sup>2</sup> Comisión Nacional del Agua, Atlas del Agua en México 2011. Disponible en Internet. El resto de usos de agua concesionada se reparte entre el abastecimiento público (14%), la producción de energía eléctrica (5%) y la industria (5%).

<sup>3</sup> Nos referimos como correlación al porcentaje del movimiento de una de las variables que es explicado por la otra, el coeficiente estadístico R cuadrado de su relación.

<sup>4</sup> Lo que se logra considerando bien que la pluviosidad relevante es un promedio de la contemporánea y de la del año anterior entre 2001 y 2011 o con la pluviosidad contemporánea pero sin considerar 2011, año en el que los precios de este tipo de bienes se desaceleraron significativamente, hasta el 1.4% a pesar del fuerte descenso de la pluviosidad.

productividad relativa del sector pueden estar detrás de este comportamiento dado que los precios de producción, previos a los costos de distribución y comercialización crecen a tasas más elevadas que la inflación total.

**Entre los sectores agropecuarios más afectados por la sequía se encuentran la producción de maíz para consumo humano, la producción de frijol y el sector ganadero**

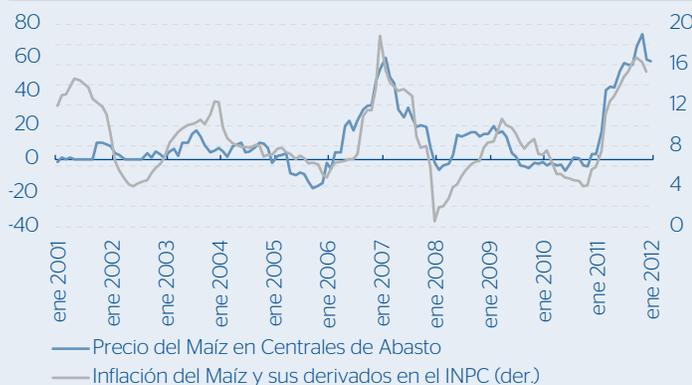
-particularmente bovino- en estados como Chihuahua, Durango y Coahuila al norte del país. Si bien en el caso del maíz y el frijol, ambos son de alta relevancia en la dieta nacional, su efectos sobre la inflación general serán limitados debido a que las cadenas productivas de ambos granos solamente suponen el 2% del INPC (11.3% de los alimentos procesados y 7.7% de los productos agrícolas). Adicionalmente debemos destacar que los subíndices de los alimentos procesados y de los alimentos pecuarios en México están mucho más estrechamente ligados a la dinámica de los precios de los granos en los mercados internacionales –que el año pasado también sufrieron choques alcistas- que a la de estos precios en el mercado local. Así, a pesar de que seguramente veremos afectaciones muy directas en los precios de la tortilla ó del frijol procesado, esto no implicará efectos generalizados en el resto de los alimentos. Finalmente

hay que decir que se han tomado medidas para mitigar las afectaciones por la menor producción de estos granos, como por ejemplo ampliar la cuota de importación del frijol, o la reubicación de los cultivos de maíz a otras zonas del país, además existe un programa de coberturas de aseguramientos catastróficos que se realizan mediante las secretarías de Agricultura y de Hacienda y el Estado Mexicano cuenta con una aseguradora del sector rural (Agroasemex).

**En conclusión si bien la sequía tiene efectos bajistas en el producto y alcistas en los precios, ambos son limitados desde un punto de vista macroeconómico.** Sin embargo, aún existe una cantidad importante de personas que vive de la agricultura de autoconsumo, y los mayores precios de los alimentos suponen aumentos en la desigualdad. Indicadores como el INPC están basados en un consumidor representativo que en promedio representa a todos los mexicanos, y sobre todo que por definición considera transacciones que exigen una contraprestación monetaria, por tanto puede no estar capturando de manera adecuada el impacto de la falta de suministro de estos productos en las zonas rurales del país, dada además la mayor vulnerabilidad de su población.

Gráfica 31

**Precios mayoristas locales del maíz e Inflación de la cadena del maíz (Var. % a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos del Sistema Nacional de Información e Integración de Mercados (SNIIM) e INEGI

Gráfica 32

**Precios mayoristas locales del frijol e Inflación del frijol en grano INPC (Var. % a/a)**



Fuente: BBVA Research con datos del Sistema Nacional de Información e Integración de Mercados (SNIIM) e INEGI

## Recuadro 2: La inflación impacta en la estructura temporal de tasas, lo que se traslada a la actividad

**La posibilidad de que el deterioro del balance de riesgos de inflación termine suponiendo efectivas aceleraciones de precios hace relevante analizar los impactos en el costo de financiamiento de la economía y, por lo tanto, en la actividad y el empleo.** Con el fin de evaluar dicha relación se estima un modelo en el que se incluye inflación, actividad, fondeo y la estructura temporal de tasas.<sup>1</sup> En cuanto a esta última, se trata de capturar el comportamiento de toda la curva de rendimiento, que tiene en la actualidad emisiones que van de 1 mes a 30 años, a través de sólo tres factores que la sintetizan. Estos factores se interpretan, dada su semejanza con ellos, como el nivel, la pendiente y la curvatura de la estructura temporal de tasas de interés.<sup>2</sup> De este modo, el modelo de tipo affine busca explicar el comportamiento de los tres factores en función de las variables macroeconómicas, al mismo tiempo que estas también son afectadas por los factores de nivel, pendiente y curvatura.

**Los datos y las estimaciones muestran que existe una intensa relación de la inflación con el nivel promedio de la curva de tasas de interés** (gráficas 33 y 34). En particular, la inflación se traslada rápidamente al nivel y la pendiente de la estructura de las tasas, y más intensamente de como lo hace el crecimiento

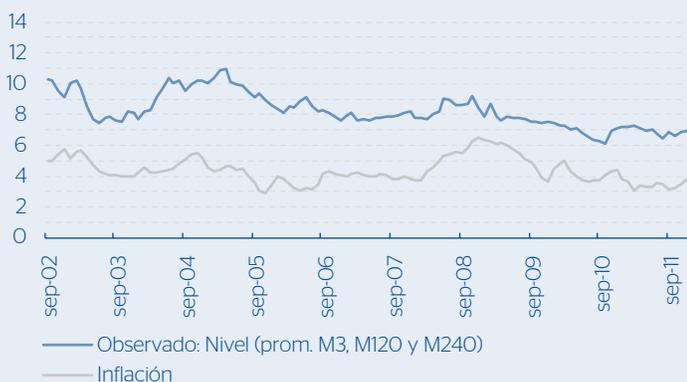
(gráfica 34). En concordancia con este resultado, Cortes y Ramos-Francia (2008) muestran que el nivel de las tasas está estrechamente relacionado con las expectativas de inflación.

**A su vez, el nivel de las tasas y el aumento de su pendiente terminan produciendo un freno al crecimiento** (gráfica 35).<sup>3</sup> Un entorno de tasas más elevado supone un aumento del costo de financiamiento de la economía, lo que termina traducándose en un nivel de actividad, aproximado por el IGAE, más bajo que en un escenario sin cambios en las tasas. Sin embargo, en el corto plazo, el nivel de las tasas tiene una relación positiva con la actividad, algo que resulta consistente con la estrecha relación del factor de nivel de la curva con la inflación. En este sentido, un aumento en el nivel derivado de un incremento en inflación reduce la tasa de interés real e impulsa la actividad en el corto plazo, un patrón que, por cierto, también se obtiene en estudios similares para EEUU.

La respuesta del factor de nivel a la inflación y al fondeo van en la misma dirección (gráfica 34). Que esto ocurra es consistente con que el mercado espere que aumentos de inflación generalmente vienen seguidos de aumentos en la tasa de fondeo.

Gráfica 33

### Nivel promedio observado de las tasas e inflación anual (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg. Para identificar los bonos se utiliza la letra M y el número a su derecha indica el número de meses para el vencimiento

Gráfica 34

### Respuesta del nivel de la curva a un cambio en la inflación, tasa de fondeo y crecimiento del IGAE



Fuente: BBVA Research. Los números en el eje de las "x" denotan meses.

<sup>1</sup> Para mayor detalle, ver el Observatorio Económico de BBVA Research "Crecimiento, inflación, fondeo y curva de tasas de interés: impacto en ambos sentidos", disponible en: <http://www.bbva.com/KETD/ketd/esp/nav/geograficas/latinoamerica/mexico/index.jsp>.

<sup>2</sup> Tradicionalmente, el nivel de la curva se aproxima como el promedio de los rendimientos de bonos con vencimiento en el corto, mediano y largo plazo (e.g. promedio de bonos de 3 meses, 5 y 20 años). La pendiente sería la diferencia entre el rendimiento de un bono de largo plazo y uno de corto (e.g. diferencia entre bono de 20 años y el de 3 meses). La curvatura se refiere a la diferencia entre el rendimiento del bono de la parte media de la curva en relación a la parte corta y larga (e.g. 2\*el rendimiento del bono de 2 años menos el de los bonos de 3 meses y 10 años).

<sup>3</sup> La pendiente está definida como el corto menos el largo plazo, es decir, lo contrario de la definición más habitual.

**También se encuentra una reacción al alza de la tasa de fondeo a cambios en el factor de nivel de la curva, el mercado anticipa la evolución de la política monetaria** (gráfica 36). Dado que existe más de un mes entre cada reunión de política monetaria, es probable que las tasas respondan con anticipación a las acciones del banco central, algo que el mercado puede ir avanzando en función por ejemplo del comportamiento de la inflación, como se ve en la gráfica 33. Además, a medida que el Banco de México ha venido estableciendo una comunicación más eficiente y unas decisiones de postura monetaria predecibles de acuerdo a la información económica disponible, los movimientos en el mercado de bonos deben tener una mayor capacidad

de incorporar anticipadamente los cambios de la postura monetaria. La perspectiva de BBVA Research y del mercado sobre un eventual cambio en la postura monetaria se presenta en la siguiente sección.

**Referencias**

Cortés, J. y Ramos-Francia, M. (2008), "An Affine Model of the Term Structure of Interest Rates in Mexico", Banxico Working paper 2008-09.

López Marmolejo, Arnoldo (2012), "Crecimiento, inflación, fondeo y curva de tasas de interés: impacto en ambos sentidos", Observatorio Económico, Febrero 2012.

Gráfica 35  
**Respuesta del crecimiento del IGAE a cambio en los factores de nivel y pendiente de la curva de 100 pb**



Fuentes: BBVA Research

Gráfica 36  
**Respuesta del fondeo a shock en nivel de 100 pb**



Fuentes: BBVA Research

**Banxico mantendrá la pausa monetaria**

**En los últimos dos meses el escenario económico se ha modificado hacia condiciones que hacen menos probable una reducción en la tasa de política monetaria.** Los datos más recientes dan cuenta de una inflación por encima de lo esperado en noviembre, diciembre y la primera quincena de enero, lo que ubica al crecimiento anual de los precios en el rango superior del intervalo de variabilidad del objetivo de Banco de México. Si bien la inflación subyacente se encuentra en niveles cercanos al 3 por ciento influida por la ausencia de presiones de demanda, dada la holgura que se mantiene en los mercados de los factores de producción, se prevé que en los próximos meses la inflación general se ubique por encima del 4 por ciento. Por otro lado, la actividad doméstica continúa creciendo, apoyada por la mejora reciente en EEUU.

**En el entorno internacional, sin embargo, los riesgos a la baja sobre la actividad se mantienen.** La Reserva Federal de EEUU expresó en su comunicado más reciente que prevé que la tasa de fondos federales se mantenga “excepcionalmente baja” al menos hasta finales de 2014, dado un crecimiento económico “modesto” en los próximos años, así como una lenta recuperación del empleo. Por primera vez se dieron a conocer las expectativas de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) acerca del momento que consideran apropiado para incrementar la tasa de fondos federales, así como su expectativa de dicha tasa. Por otro lado, continúa la incertidumbre en torno a la resolución de la crisis de deuda europea, a pesar de la intervención del Banco Central Europeo (BCE).

**La comunicación de Banxico se ha orientado hacia la neutralidad, aunque con posiciones diversas dentro de la Junta sobre las perspectivas de inflación.** Por una parte, los anuncios de las decisiones de política monetaria mantienen un tono pesimista en cuanto a la actividad global y de moderación en la demanda doméstica. Por otra parte, el balance de riesgos de inflación cambió de favorable a neutral resultado de la reciente depreciación del tipo de cambio y de la aceleración de algunos componentes de los precios. Los mensajes en los anuncios han sido producto de debate al interior de la Junta de Gobierno, con posiciones divergentes en lo que toca al balance de riesgos de inflación. Algunos miembros señalan que los elementos que llevaron a que el crecimiento de los precios fuera moderado durante la mayor parte de 2011 no son sostenibles ni recurrentes, lo que no parece ser compartido por el resto. Con la depreciación cambiaria y sus efectos sobre el proceso de formación de precios también fueron materia de debate.

**La perspectiva de BBVA Research es de pausa en 4.5 por ciento durante 2012, con posibilidad de recorte ante un escenario de riesgo en actividad.** Este escenario está fundamentado en una perspectiva de inflación por encima de 4 por ciento durante algunos meses pero que cierra dentro del objetivo del banco central a final de año, actividad doméstica que continúa creciendo y comunicación del banco central que envía un mensaje de neutralidad. No obstante, en caso que el escenario global de actividad se deteriore rápida e intensamente afectando a la economía doméstica, las posibilidades de un recorte en la tasa de fondeo se incrementarían. Las posibilidades de un alza son muy reducidas dada la ausencia de presiones de demanda sobre los precios y la naturaleza no subyacente del reciente incremento en la inflación.

Gráfica 37  
**Índice de condiciones monetarias**



Fuentes: BBVA Research. Índice calculado en base a la tasa de interés real de los cetes a 28 días y el tipo de cambio real, cada variable con una ponderación de 50%.

Gráfica 38  
**Tasa de política monetaria implícita en los contratos IRS**



Fuentes: BBVA Research y Valmer

## 5. Condiciones de financiamiento, gasto doméstico y factores externos

### Se detiene la mejora en las condiciones de financiamiento corporativo ante el alza en la aversión al riesgo

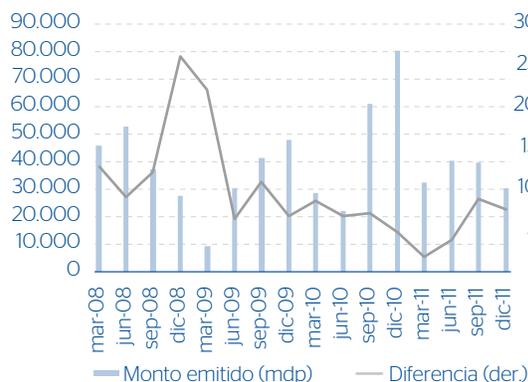
**El incremento en la aversión global al riesgo que se registró durante el último trimestre de 2011 se tradujo en condiciones más restrictivas para el financiamiento en pesos de los corporativos mexicanos.** Así, en el mercado primario se incrementó el costo de financiamiento en pesos para las emisiones de largo plazo al incrementarse la diferencia promedio de las tasas de las emisiones corporativas con respecto a las gubernamentales. El incremento de 40 pb entre marzo y diciembre de 2011 es el mayor para un periodo similar desde finales de 2008 y aunque claramente menor en magnitud, da cuenta de la velocidad de transmisión de choques nominales a las condiciones de financiamiento de los corporativos. No obstante este incremento en el costo de financiamiento, las colocaciones de deuda de largo plazo durante el último trimestre de 2011 mantuvieron el ritmo observado en trimestres anteriores, si bien estuvieron por debajo del cuarto trimestre de los dos últimos años.

**Los corporativos mexicanos afrontan en el mercado de dólares mayores costos y menor apetito dado el freno en las emisiones.** De acuerdo con el Índice de Bonos Corporativos de JPMORGAN para México (CEMBI por sus siglas en inglés) la tasa que demandaron los inversionistas por la compra de deuda mexicana en dólares pasó de 6.02 a 6.78 por ciento entre enero y septiembre de 2011, su punto más alto en el año, aunque muy por debajo del 14.3 por ciento alcanzado en marzo de 2009. En lo que toca a la colocación de emisiones, estas cayeron a partir de septiembre de 2011, mes después del cual sólo entidades paraestatales colocaron deuda en dólares. De hecho, de acuerdo con información recabada por Bloomberg, a partir de julio de 2011 el mercado de financiamiento en dólares se cerró para corporativos con calificaciones menores a BBB-. En lo que va de 2012 el mercado se reactivó con la colocación de notas por 800 millones de dólares por parte de un corporativo mexicano.

El reciente incremento en el costo de financiamiento corporativo no tuvo una magnitud comparable con el registrado durante la crisis de 2009, además de que los datos más recientes muestran este incremento se ha detenido e incluso tiende a desaparecer. No obstante, hay que recordar que las tensiones en los mercados primario y secundario de financiamiento tienen efectos sobre la economía real vía la inversión y la toma de decisiones empresariales. En esta medida habrá que seguir con atención los efectos de los episodios de aversión global al riesgo sobre el financiamiento empresarial.

Gráfica 39

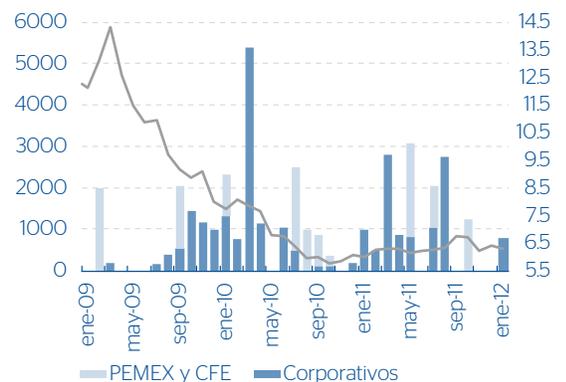
#### Monto de emisión y diferencial respecto a tasas gubernamentales. Mercado primario de deuda corporativa



Fuente: La semana. Deuda Corporativa. Banamex

Gráfica 40

#### Monto y tasa de financiamiento en dólares en el mercado secundario



Fuentes: BBVA Research con datos de Bloomberg

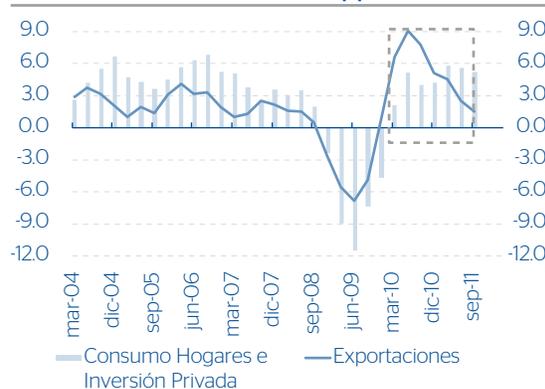
### El dinamismo del gasto doméstico sigue dependiendo del impulso externo, aunque la capacidad de oferta de crédito del sistema bancario es un factor de soporte

**Sorpresas al alza en los componentes más domésticos de gasto.** En los últimos trimestres y más específicamente en los trimestres segundo y tercero de 2011 (últimos disponibles al cierre de esta publicación), los componentes internos de la demanda crecieron muy por encima de lo que sugiere la demanda externa, específicamente el consumo privado sorprendió al alza hasta alcanzar en el 3T una de las tasas de variación más elevada desde el inicio de la recuperación (2% t/t), mientras que las exportaciones se contrajeron en (-)0.1% respecto al trimestre previo. Más aun, en el último semestre cuyos datos han sido dados a conocer, el consumo y la inversión privada han crecido en promedio, en 1.4 y 0.8%, respectivamente respecto al trimestre previo mientras que las exportaciones se contrajeron (-)0.2%. Por su parte, las importaciones en el periodo mencionado avanzaron a ritmo promedio trimestral de 1.7%. En esta situación se plantea hasta qué punto el crecimiento de los componentes internos de la demanda es sostenible de modo autónomo, con independencia del impulso externo. La evidencia disponible sugiere que no sería este el caso más probable.

**La capacidad de gasto de los agentes económicos privados depende de su renta disponible real, es decir de la efectivamente percibida y de la que esperan obtener de acuerdo a las expectativas de actividad o de ingreso y de las condiciones de financiamiento.** Entre estos factores (financiamiento, ingreso, actividad) existe una mutua interdependencia, pero un sistema bancario con capacidad de oferta de crédito es un elemento de soporte relevante frente a anteriores ciclos económicos.<sup>1</sup> Ello resulta especialmente significativo ya que continúa la holgura de recursos disponibles en la economía tras casi tres años de intensa recuperación de la actividad. Así, en lo que se refiere al mercado laboral, indicadores como la tasa de desempleo o la proporción de ocupados que están en disposición de ofrecer más trabajo del que la situación del mercado laboral les permite (subempleados), se mantienen por arriba de los registros previos a 2009. Dividiendo la muestra en dos periodos: de 2007 hasta el punto más bajo antes de la recuperación (mayo de 2009) y de entonces a ahora, la tasa de subempleo promedia 7% de los ocupados, en la primera parte de la muestra, 8.4% en la segunda (4% vs 5.4% en el caso de los desocupados). En este mismo sentido, productores manufactureros encuestados por el Banco de México no manifiestan diferencia significativa en la dificultad para contratar mano de obra en los periodos antes señalados. Incluso, si bien al inicio de la recuperación el indicador de "dificultad para contratar mano de obra" fue en aumento, a lo largo de 2011, y en términos de tendencia menos productores mencionaron haber encontrado dificultad en la contratación.

Gráfica 41

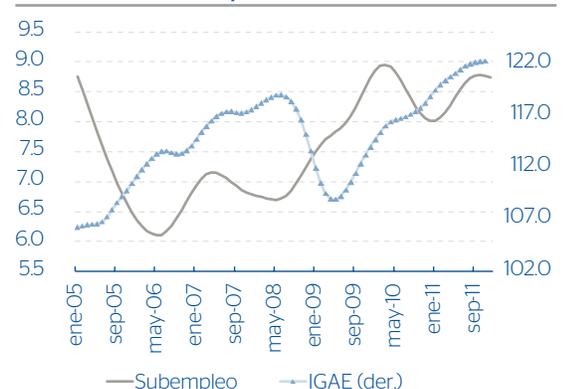
#### Exportaciones y demanda doméstica Contribución al crecimiento, pp



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 42

#### IGAE (2003=100) y subempleados como % de los ocupados



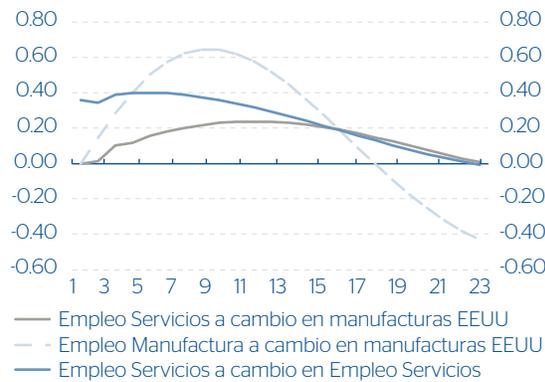
Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

<sup>1</sup> Para un mayor detalle sobre el impacto de la capacidad de oferta de crédito del sistema bancario en el gasto de los hogares, ver Situación México 1T11 de BBVA Research, disponible en Internet.

Actividad y empleo (renta disponible) responden significativamente al dinamismo de la demanda externa. Un análisis econométrico de la respuesta tanto del componente del empleo en el sector formal privado vinculado a la industria como a los servicios, frente a un impulso positivo en la producción manufacturera de EEUU, señal de demanda externa, muestra la elevada y pronta respuesta de los primeros a la segunda.<sup>2</sup> El mayor efecto, como era de esperarse, se da en el componente del empleo en la manufactura, pero en los servicios el impacto aunque es menos intenso es también más persistente. La persistencia del efecto es mayor en el caso del empleo en servicios, y siempre positiva (se extingue a dos años del choque inicial), mientras que el impacto en empleo manufacturero decae más rápidamente y es incluso, negativo, reflejo del tipo de impulso inicial considerado. El efecto en el empleo del sector servicios (60% del empleo formal total) resultado de un choque en producción manufacturera estadounidense es de duración comparable con un choque exógeno sobre la misma variable. Estos resultados son totalmente equiparables si se consideran en lugar de variables de empleo formal en México las correspondientes a actividad manufacturera y de servicios.

Gráfica 43

**Empleo en México y Manufacturas en EEUU**  
**Respuesta del empleo en México a impulsos desde la producción manufacturera de EEUU**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 44

**Empleo e Ingreso Laboral**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

**La holgura en el mercado laboral favorece la falta de presiones de costos sobre los precios dada la caída del ingreso laboral real, que de este modo frena el aumento del ingreso disponible del total de hogares.** El crecimiento del empleo a unos ritmos históricamente moderados, no superiores al aumento de la población potencialmente activa produce un comportamiento estable de la tasa de desempleo y el descenso de su costo salarial, muy por debajo en términos reales de los niveles observados antes de la crisis. Ello ha favorecido la mejora de la competitividad precio ya que ha evitado que las mejoras derivadas de la depreciación del tipo de cambio fuesen absorbidas por el aumento de costos salariales, pero también frena el crecimiento del ingreso disponible del conjunto de los hogares y por lo tanto de su capacidad de gasto

<sup>2</sup> Las tres series (empleo en el sector servicios, empleo en la manufactura y producción manufacturera en EEUU) se modelan mediante un modelo VAR con 3 rezagos y una constante. Para aproximar el efecto que una desviación estándar en la variable del sector externo sobre las del mercado laboral mexicano se aplica una descomposición de Cholesky en la que se identifica la variable empleo en servicios como la más endógena y la variable representativa de la demanda externa de México, la producción manufacturera de EEUU, como la más exógena

## 6. Previsiones

Cuadro 2

### Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-3.5	3.0	1.7	2.3	2.2
UEM	-4.2	1.8	1.6	-0.5	1.0
Alemania	-5.1	3.6	3.0	0.5	1.7
Francia	-2.6	1.4	1.6	0.2	1.4
Italia	-5.1	1.4	0.4	-1.5	0.2
España	-3.7	-0.1	0.7	-1.3	0.6
Reino Unido	-4.4	2.1	0.9	0.5	1.4
América Latina *	-0.6	6.6	4.5	3.7	4.1
México	-6.1	5.4	3.8	3.3	2.9
EAGLES **	4.0	8.4	6.7	5.9	6.5
Turquía	-4.9	9.2	8.5	1.9	4.2
Asia-Pacífico	4.2	8.1	5.8	5.8	6.1
China	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
Asia (exc. China)	1.0	6.7	3.5	4.2	4.4
Mundo	0.6	5.1	3.9	3.5	4.1

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, Venezuela

\*\* Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 3

### Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-0.4	1.6	3.2	2.3	2.3
UEM	0.3	1.6	2.7	1.8	1.3
Alemania	0.2	1.2	2.3	1.8	1.3
Francia	0.1	1.6	2.1	1.6	1.2
Italia	0.8	1.5	2.8	2.2	1.5
España	-0.3	1.8	3.2	1.2	1.1
Reino Unido	2.2	3.3	4.5	2.8	1.9
América Latina *	6.9	7.4	10.0	9.5	9.1
México	5.3	4.2	3.4	4.0	3.3
EAGLES **	2.8	5.3	6.3	4.8	4.7
Turquía	6.3	8.6	6.7	9.1	6.0
Asia-Pacífico	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
China	-0.8	3.3	5.4	3.3	3.7
Asia (exc. China)	1.1	3.7	4.4	3.2	3.1
Mundo	2.2	3.5	5.1	3.9	3.6

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, Venezuela

\*\* Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

Servicio de Estudios Económicos  
 del Grupo BBVA

Cuadro 4

**Indicadores y Pronósticos Estados Unidos**

	2010	2011	2012	2013	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	4T12
<b>Indicadores Macroeconómicos</b>												
PIB (variación % real)	3.0	1.8	2.3	2.2	2.2	1.6	1.5	1.7	2.3	2.4	2.5	2.2
Consumo personal (var. % real)	2.0	2.2	2.2	2.1	2.8	2.2	2.0	1.6	1.8	2.3	2.4	2.4
Consumo gobierno (var. % real)	0.7	-2.1	-0.7	0.5	-1.1	-2.2	-2.4	-2.9	-1.3	-1.0	-0.9	0.4
Inversión fija bruta (var. % real)	2.6	6.6	7.3	5.9	7.4	5.0	7.6	6.6	8.7	7.9	6.1	6.8
Construcción <sup>1</sup>	-4.3	-1.4	5.5	4.4	-2.9	-6.8	1.3	3.3	5.2	5.4	6.4	4.9
Producción industrial (var. % real anual)	5.3	4.2	3.4	3.2	5.4	3.8	3.7	3.7	3.3	3.9	3.1	3.2
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-3.3	-3.2	-3.1	-3.2	-3.2	-3.3	-2.9	-3.3	-2.9	-3.2	-3.1	-3.3
Inflación anual (fin de periodo)	1.5	3.0	2.6	2.4	2.7	3.6	3.9	3.0	2.3	2.6	1.9	2.6
Inflación anual (promedio de periodo)	1.6	3.2	2.3	2.3	2.1	3.4	3.8	3.3	2.6	2.3	2.1	2.4
Balance fiscal primario <sup>2</sup> (% del PIB)	-8.9	-8.5	-7.1	-4.6	-	-	-	-8.5	-	-	-	-7.1

Cuadro 5

**Indicadores y Pronósticos México**

	2010	2011	2012	2013	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	4T12
<b>Actividad Económica</b>												
<b>PIB (series desestacionalizadas)</b>												
Variación % real anual	5.4	3.8	3.3	2.9	4.3	3.6	4.4	3.0	3.2	3.4	2.9	3.7
Por habitante en dólares	9,582	10,501	10,410	11,888	10,550	11,043	10,733	9,786	10,014	10,191	10,547	10,909
Miles de millones de dólares	1,035	1,143	1,141	1,313	1,148	1,202	1,168	1,065	1,098	1,117	1,156	1,196
<b>Inflación (% prom.)</b>												
General	4.2	3.4	4.0	3.3	3.5	3.3	3.4	3.5	4.1	4.3	4.1	3.6
Subyacente	3.9	3.2	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5	3.4
<b>Mercados Financieros (% fdp)</b>												
<b>Tasas de interés</b>												
Fondeo bancario	4.50	4.50	4.50	5.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.5	4.5	4.5	4.5
Cetes 28 días	4.3	4.2	4.4	5.0	4.2	4.3	4.1	4.4	4.3	4.4	4.4	4.4
TIIIE 28 días	4.9	4.8	4.8	5.3	4.8	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.9
Bono 10 años (% prom.)	6.6	6.8	6.4	7.0	7.5	7.1	6.4	6.4	6.1	6.4	6.5	6.6
<b>Tipo de cambio (prom.)</b>												
Pesos por dólar (prom.)	12.6	12.4	13.4	12.5	12.1	11.7	12.3	13.6	13.5	13.7	13.4	13.1
<b>Finanzas Públicas</b>												
*RFSP (% del PIB)	-3.5	-3.0	-3.0	-2.8	--	--	--	-3.0	--	--	--	-3.0
<b>Sector Externo<sup>3</sup></b>												
Balanza comercial (mmd)	-3.0	-4.3	-6.4	-6.2	1.5	1.4	-3.8	-3.4	-1.2	0.9	-3.4	-2.6
Cuenta corriente (mmd)	-5.7	-11.4	-14.2	-14.7	-2.6	-0.2	-3.8	-4.8	-4.1	-1.8	-3.9	-4.4
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.5	-1.0	-1.2	-1.1	-0.9	-0.1	-1.3	-1.8	-1.5	-0.6	-1.3	-1.4
Petróleo (mezcla mex., dpb, prom.)	72.1	100.1	89.1	92.6	93.0	105.6	101.2	100.8	94.6	86.4	86.4	89.1
<b>Empleo</b>												
Empleo Formal Privado (% a/a)	3.7	4.1	2.9	2.8	4.9	4.2	4.2	2.9	2.5	3.0	2.8	3.4
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	5.4	5.3	5.3	4.9	5.2	5.5	5.3	5.0	5.2	5.2	5.3	5.3

Servicio de Estudios Económicos  
 del Grupo BBVA

Cuadro 6

**Indicadores y Pronósticos México**

	2010	2011	2012	2013	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	4T12
<b>Demanda Agregada <sup>4</sup> (Var % anual, desestacionalizada)</b>												
Demanda Agregada Total	9.5	<b>5.2</b>	<b>5.5</b>	<b>4.3</b>	5.8	4.4	4.9	<b>5.6</b>	<b>5.7</b>	<b>5.3</b>	<b>5.7</b>	<b>5.3</b>
Demanda interna	4.2	<b>5.1</b>	<b>4.5</b>	<b>3.5</b>	3.2	3.4	5.1	<b>5.4</b>	<b>6.2</b>	<b>4.9</b>	<b>4.4</b>	<b>3.4</b>
Consumo	4.7	<b>4.2</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	4.5	3.5	4.3	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>	<b>3.5</b>	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>
Privado	5.0	<b>4.8</b>	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>	5.1	4.5	5.0	<b>4.6</b>	<b>4.1</b>	<b>3.6</b>	<b>2.7</b>	<b>2.9</b>
Público	2.8	<b>0.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.0</b>	1.5	-2.5	0.5	<b>3.8</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>3.8</b>	<b>0.5</b>
Inversión	2.4	<b>8.3</b>	<b>9.1</b>	<b>5.8</b>	5.1	8.5	8.8	<b>10.8</b>	<b>10.3</b>	<b>8.6</b>	<b>9.9</b>	<b>7.5</b>
Privado	2.9	<b>14.1</b>	<b>8.4</b>	<b>4.4</b>	15.2	16.7	11.5	<b>13.2</b>	<b>6.0</b>	<b>7.1</b>	<b>10.3</b>	<b>10.1</b>
Público	1.2	<b>-7.3</b>	<b>11.2</b>	<b>10.6</b>	-21.2	-12.6	1.1	<b>4.1</b>	<b>26.8</b>	<b>13.7</b>	<b>8.6</b>	<b>-0.2</b>
Demanda Externa	25.7	<b>7.9</b>	<b>7.7</b>	<b>6.5</b>	14.2	7.6	4.4	<b>6.1</b>	<b>4.0</b>	<b>6.4</b>	<b>9.6</b>	<b>10.8</b>
Importaciones	23.5	<b>9.1</b>	<b>11.5</b>	<b>8.0</b>	10.3	7.0	6.2	<b>12.8</b>	<b>12.8</b>	<b>10.4</b>	<b>13.6</b>	<b>9.4</b>
<b>PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)</b>												
Primario	3.3	<b>0.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>	-1.6	-5.3	7.9	<b>1.9</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>	<b>2.8</b>	<b>1.8</b>
Secundario	6.0	<b>4.0</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	4.6	4.2	3.5	<b>3.5</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>	<b>2.6</b>	<b>3.0</b>
Minería	2.2	<b>-2.4</b>	<b>1.1</b>	<b>2.2</b>	-3.1	-2.3	-3.7	<b>-0.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>
Electricidad	2.4	<b>6.0</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	8.2	7.5	5.0	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>3.6</b>	<b>2.6</b>	<b>3.1</b>
Construcción	0.0	<b>5.1</b>	<b>3.8</b>	<b>4.0</b>	5.4	3.9	5.1	<b>5.9</b>	<b>4.0</b>	<b>4.8</b>	<b>3.6</b>	<b>2.8</b>
Manufactura	10.1	<b>5.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.0</b>	6.1	5.6	5.4	<b>3.8</b>	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>	<b>2.6</b>	<b>3.5</b>
Terciario	5.0	<b>3.9</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	3.9	4.0	4.7	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>3.5</b>
Comercio	-14.2	<b>13.4</b>	<b>7.3</b>	<b>4.2</b>	8.2	8.4	8.2	<b>4.5</b>	<b>4.7</b>	<b>3.6</b>	<b>3.0</b>	<b>5.3</b>
Transporte, correos y almacenamiento	-6.5	<b>6.5</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>	3.1	3.6	4.0	<b>2.7</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7</b>	<b>4.3</b>
Información en medios masivos	0.8	<b>5.6</b>	<b>6.4</b>	<b>5.6</b>	7.0	6.5	7.7	<b>4.5</b>	<b>4.1</b>	<b>5.5</b>	<b>6.3</b>	<b>6.4</b>
Serv. financieros y de seguros	-4.4	<b>2.7</b>	<b>3.5</b>	<b>3.2</b>	1.1	2.0	7.7	<b>3.4</b>	<b>2.1</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>
Serv. inmob. y de alq. de bienes muebles e int.	-1.3	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>	2.4	2.3	1.9	<b>1.8</b>	<b>2.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.8</b>
Serv. profesionales, científicos y técnicos	-4.7	<b>-3.0</b>	<b>4.5</b>	<b>2.9</b>	3.0	7.0	5.8	<b>2.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>1.6</b>
Dirección de corporativos y empresas	-7.6	<b>1.4</b>	<b>4.6</b>	<b>3.5</b>	2.9	5.8	4.9	<b>4.9</b>	<b>3.4</b>	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>	<b>3.2</b>
Serv. de apoyo a los neg., serv. de remediación	-4.7	<b>1.3</b>	<b>4.3</b>	<b>3.5</b>	3.5	4.5	4.7	<b>4.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>	<b>3.0</b>
Serv. educativos	0.4	<b>3.0</b>	<b>1.7</b>	<b>2.2</b>	0.8	2.0	2.2	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>
Serv. de salud y de asistencia social	0.8	<b>-1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	0.2	2.6	3.2	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>2.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	-4.6	<b>1.8</b>	<b>5.2</b>	<b>1.8</b>	5.5	7.0	6.5	<b>2.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>
Serv. de alojamiento tem. y prep. de alim. y beb.	-7.7	<b>3.9</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	0.9	2.4	2.9	<b>1.5</b>	<b>3.0</b>	<b>2.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.2</b>
Otros serv. excepto actividades del gobierno	-1.1	<b>0.6</b>	<b>3.7</b>	<b>2.8</b>	3.2	4.7	4.2	<b>2.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>
Actividades del gobierno	4.8	<b>4.4</b>	<b>-0.4</b>	<b>1.9</b>	0.9	-4.6	-0.9	<b>3.1</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

3: Acumulado, últimos 12 meses

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

mmd: miles de millones de dólares

dpb: dólares por barril

\*RFSP: Requerimientos Financieros del Sector Público

nd: no disponible

 Nota: pronóstico aparece en **negritas**

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

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Servicio de Estudios Económicos  
del Grupo BBVA

### Consejo Editorial

Adolfo Albo

Julián Cubero

Jorge Sicilia

### Han elaborado esta publicación

Editor

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

**Cecilia Posadas**

c.posadas@bbva.com

**Pedro Uriz**

pedro.uriz2@bbva.com

**Iván Martínez**

ivan.martinez2@bbva.com

**Arnoldo López**

arnoldo.lopez@bbva.com

Con la colaboración de: Escenarios Económicos

### BBVA Research

Economista Jefe del Grupo  
**Jorge Sicilia**

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Sistemas Financieros y Regulación

**Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

Economías Desarrolladas:

**Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbva.com

Economías Emergentes:

**Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiz@bbva.com

México

**Adolfo Albo**

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**

apuente@grupobbva.cl

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

**Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriquez@grupobbva.com

Asset Management

**Henrik Lumholdt**

henrik.lumholdt@grupobbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@grupobbva.com

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@grupobbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

BBVA Research Mexico

Avda. Universidad 1200

Colonia Xoco

C.P. 03339 México D.F.

Publicaciones:

E-mail: [researchmexico@bbva.bancomer.com](mailto:researchmexico@bbva.bancomer.com)

Estas y otras publicaciones de BBVA Research

están disponibles en inglés y en español en: [www.bbvaerech.com](http://www.bbvaerech.com)

### Otras publicaciones:

