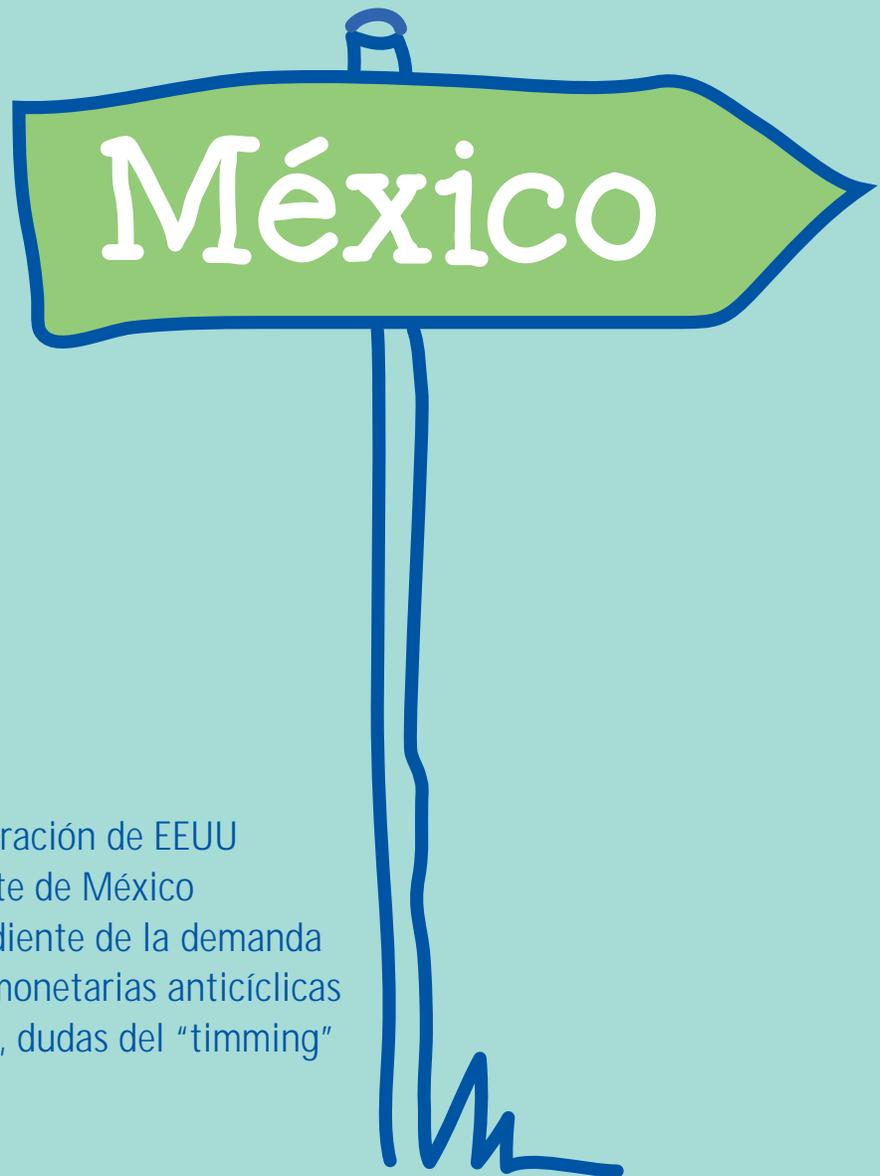


Situación

Servicio de Estudios Económicos

Primer Trimestre 2008



Dudas sobre el grado de desaceleración de EEUU
Demanda interna principal soporte de México
La inflación cada vez más dependiente de la demanda
Espacio para políticas fiscales y monetarias anticíclicas
Hacia un relajamiento monetario, dudas del "timming"

El inicio del año ha traído consigo evidencias cada vez más generalizadas de un deterioro de la actividad económica en EEUU. Al proceso de ajuste del sector inmobiliario, se han sumado efectos negativos en el consumo, lo que mantiene dinamismo es la demanda externa y la inversión vinculada con ese sector. La Reserva Federal ha actuado activamente, inyectando liquidez al sistema y reduciendo tasas de interés. Por el lado fiscal, se ha anunciado un plan de estímulos y apoyos específicos para la vivienda. En conjunto se pretende reducir los riesgos de una brusca y prolongada desaceleración, sin embargo existe gran incertidumbre sobre el grado y el tiempo de ajuste en esa economía.

Ante este panorama, la economía mexicana se encuentra mejor preparada para amortiguar el efecto de una menor demanda de EEUU. Existen diferencias fundamentales en relación con el pasado. Primero, ha aumentado la importancia de la demanda interna. La estabilidad macro, la oferta de crédito, la dinámica de los servicios y la edificación de vivienda han permitido una mayor madurez del mercado interno. Segundo, existe espacio para aplicar medidas contra cíclicas; tanto en el lado fiscal como en el monetario. Tercero, una proporción de las exportaciones mexicanas a EEUU son insumos intermedios en bienes de exportación de aquel país al resto del mundo. El dinamismo económico mundial y la debilidad del dólar seguirán impulsando las exportaciones de EEUU, y en consecuencia, a las mexicanas. Cuarto, los excedentes petroleros podrían permitir mantener el impulso de la inversión pública.

Ante los riesgos de una menor actividad, las preocupaciones sobre la inflación no desaparecen pero se reducen. La evolución reciente de la inflación ha sido afectada por choques de oferta, resultado de un fenómeno global proveniente de los mercados internacionales. Estas presiones no han alterado significativamente el proceso de formación de precios: las expectativas de inflación de largo plazo permanecen ancladas, mientras que las revisiones salariales no se han alterado. Sin embargo, quedan dudas sobre el traslado a los precios finales de la reciente reforma fiscal (en particular del IETU). En ese contexto, existen dos choques de demanda con efectos positivos en inflación: la menor actividad en EEUU y la relativa fortaleza del tipo de cambio. Hemos observado que la demanda está jugando un papel cada vez más relevante en la determinación de la inflación. Ante la perspectiva de un crecimiento menor al potencial, se facilitará la convergencia de la inflación a la meta.

Con un balance de riesgos crecientes en actividad, se abre la oportunidad de que Banxico relaje las condiciones monetarias en los próximos meses. La magnitud de reducción sería dirigirse hacia niveles neutrales (6.50-6.75% en el fondeo bancario). Ante un mayor deterioro de la actividad, el margen podría ser superior. El "timing" de la bajada es incierto.

Pese a la coyuntura, quedan elementos positivos de reflexión. La reciente reforma fiscal permitirá realizar el mayor gasto histórico en infraestructura, es posible que contribuya en la productividad, lo cuál podrá elevar el crecimiento potencial de la economía. Muchos de los elementos de soporte que ahora observamos han sido posibles gracias a las reformas estructurales. Los efectos que se podrán registrar serán más suaves de lo ocurrido en el pasado. Queda una lección: es necesario continuar otorgando mayor flexibilidad y capacidad de maniobra a la economía, la agenda de reformas no se debe de dejar a un lado en estos tiempos, es necesario actuar con oportunidad y en forma integral para suavizar el impacto.

Indice

Fecha de cierre: 12 febrero 2008

1. Entorno Internacional	
Escenario Económico EEUU	2
Recuadro: El Mercado Subprime en EEUU y la Crisis de Confianza	6
2. Entorno Macroeconómico México	
Economía Mexicana ante la Desaceleración de EEUU	9
Recuadro: Ciclos y PIB Potencial en México	12
Inflación: entre Desaceleración, Reforma y Choques	14
Recuadro: Potencial Incidencia Sectorial de la Reforma Tributaria (IETU)	17
Recuadro: Precio del Petróleo, Perspectiva de Cuentas Externas	19
3. Mercados Financieros México	
Entre Turbulencia Financiera y Presiones Inflacionarias	21
Recuadro: Prima de Riesgo de Corto y Largo Plazo	25
4. Indicadores y Pronósticos	27

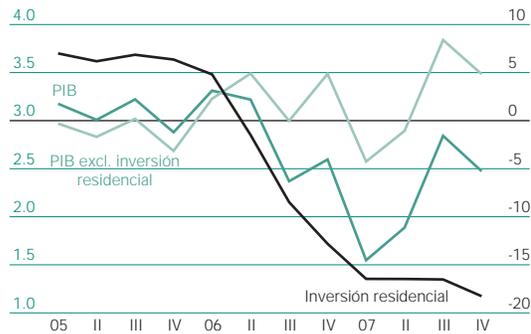
Consejo Editorial:

Adolfo Albo, Jorge Sicilia

Han elaborado esta publicación:

Editor: Jorge Sicilia	j.sicilia@bbva.bancomer.com
Editor: Adolfo Albo	a.albo@bbva.bancomer.com
Javier Amador	javier.amador@bbva.bancomer.com
Fernando González	f.gonzalez8@bbva.bancomer.com
Octavio Gutiérrez	o.gutierrez3@bbva.bancomer.com
Ociel Hernández	o.hernandez@bbva.bancomer.com
Cecilia Posadas	c.posadas@bbva.bancomer.com
Eduardo Torres	e.torres@bbva.bancomer.com
Diseño: Fernando Tamayo	fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

EEUU: Producto Interno Bruto
Variación % real anual



Fuente: BBVA con datos de Bureau of Economic Analysis

La desaceleración en EEUU se generaliza; los riesgos son a la baja

En los últimos cuatro trimestres, el ritmo de crecimiento de la actividad económica en EEUU ha disminuido sensiblemente. Después de que el PIB creciera a un ritmo anual de 2.9% en 2006, la expansión se moderó a 2.2% en 2007. En el mismo periodo, la moderación en el ritmo de crecimiento del consumo fue de sólo 0.2 pp (de 3.1 a 2.9%). La desaceleración en el ritmo de crecimiento económico sigue explicada principalmente por el ajuste de la inversión residencial ante el fin del boom inmobiliario. Entre el 4T05 y el 4T07, la inversión residencial se ha contraído 28.7%. No obstante, los datos del PIB del 4T07 e indicadores oportunos de 1T08 apuntan no sólo a la profundización de la recesión del sector residencial, sino también a la generalización de la desaceleración a otros sectores.

Sin duda, la crisis de confianza y liquidez financiera desencadenada en agosto por el impago creciente de las hipotecas de elevado riesgo (subprime) y la profundización de la desaceleración del sector residencial son argumentos suficientes para esperar una desaceleración fuerte del crecimiento económico en 2008. De hecho, los datos más oportunos han sido en su gran mayoría sorpresas negativas y muestran una marcada moderación del empleo, las ventas al menudeo, la actividad industrial y la inversión. En este sentido, una desaceleración fuerte concentrada en 1S08 y con signos de estabilización en la segunda mitad del año es un escenario altamente probable. No obstante, los riesgos a la baja se han intensificado, por lo que un escenario menos benigno —de credit-crunch, con una contracción del crédito intensa y duradera, con costos reales para la economía que se extiendan a 2009— tiene también una elevada probabilidad. En este contexto, revisamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento económico. Anticipamos que el PIB crecerá a un ritmo menor al potencial durante 2007-09, prevemos que después de tener un crecimiento de 2.2% en 2007, la actividad se desacelerará en nuestro escenario de racionamiento moderado del crédito hacia 1.7% en 2008 antes de recuperarse suavemente para alcanzar un crecimiento de 2.2% en 2009. Cabe destacar que estos pronósticos están sujetos a importantes y crecientes riesgos a la baja.

EEUU: Perspectivas
Escenario de Moderación del Crédito
Variación % real anual



Nota: Pronósticos a partir del primer trimestre 2008
Fuente: BBVA con datos de Bureau of Economic Analysis

La revisión a la baja obedece principalmente a una desaceleración un poco más pronunciada del consumo privado, como resultado de un ajuste más profundo y duradero del sector inmobiliario, con efectos en otros componentes de la demanda. Por un lado, anticipamos que ante la menor demanda esperada, el sector corporativo restringirá el gasto en capital y la creación de empleo más de lo previsto anteriormente. En consecuencia, el consumo será afectado por un menor dinamismo del mercado laboral e incrementos más moderados del ingreso real. Además, el ajuste del sector inmobiliario tendrá efectos de segunda ronda en la riqueza (con la caída en los precios de la vivienda) y confianza de las familias. En contraste, anticipamos un comportamiento favorable de la demanda externa. Continuamos anticipando una contribución significativa al crecimiento de las exportaciones netas por el dinamismo económico mundial y la debilidad del dólar. En resumen, por componentes de la demanda agregada, la inversión residencial continuará restando al crecimiento durante 2008; el consumo se mo-

derará de manera más pronunciada durante 2008-09, periodo en el que crecerá por debajo del crecimiento total de la economía; y la inversión no residencial crecerá apenas moderadamente.

Inversión Residencial: no ha tocado fondo; continuará restando

Los acontecimientos recientes en el mercado hipotecario —cuyo detonador son los problemas en el mercado “subprime” (ver recuadro)— anticipan que el ajuste en el sector residencial será más profundo y duradero. El exceso de oferta en el mercado inmobiliario ha comenzado a reflejarse en caídas en los precios de la vivienda que, por ahora, no son suficientes para detener el desbalance entre oferta y demanda. Las bajas tasas de interés reales tendrán un efecto favorable sobre la accesibilidad, y en consecuencia la demanda. No obstante, dos riesgos vinculados al mercado “subprime” parecen estar materializándose. Por un lado, la mayor restricción crediticia está afectando en mayor medida la demanda de vivienda, extendiendo así el ajuste de la oferta; y por otro, el aumento en las adjudicaciones de casas y la caída en los precios de la vivienda retrasarán la eliminación del exceso de oferta en el mercado. Por tanto, prevemos que la inversión residencial continuará restando significativamente al crecimiento durante 2008.

Consumo: moderación más pronunciada

Recientemente, los pilares del consumo se han visto afectados, confirmando las señales que ya anticipaban la caída en las confianzas de los consumidores. El empleo se sigue ajustando y comienza a verse afectado el ingreso disponible. En un entorno de pérdida de confianza y menor demanda esperada, las empresas restringirán de manera más notoria sus planes de inversión y su ritmo de contratación, afectando aún más al consumo de las familias. La disminución en los precios de la vivienda afectará la riqueza y confianza de las familias y provocará que aumenten su ahorro. Además, condiciones crediticias más restrictivas afectarán el gasto de las familias al limitar sensiblemente el financiamiento.

Inversión No Residencial: crecimiento modesto

Si bien los fundamentales continúan sólidos —1) utilidades como porcentaje de PIB en máximos históricos, 2) condiciones financieras favorables, y 3) fuerte demanda externa—, los mayores costos y el menor ritmo de crecimiento de la productividad han reducido los márgenes de utilidad. Un crecimiento modesto del gasto en capital parece la opción más probable en un contexto de mayor incertidumbre y menor demanda esperada. Los riesgos a la baja sobre el crecimiento económico afectarán la confianza de las empresas, lo cual se traducirá en una mayor cautela y un ritmo de inversión más discreto. Asimismo, los elevados costos podrían seguir provocando una moderación en los márgenes. Finalmente, las condiciones financieras pudieran volverse menos favorables (la restricción crediticia está aumentando).

Sector Externo: contribuirá, pero no compensa

Las exportaciones crecerán a un ritmo mayor que las importaciones. Tanto la moderación en las importaciones (por el menor ritmo de crecimiento del consumo y la inversión) como una fuerte expansión de las exportaciones (por la fortaleza de la demanda global y favorecida por la debilidad del dólar), permitirán una contribución positiva al crecimiento de las exportaciones netas.

Confianza de los Constructores

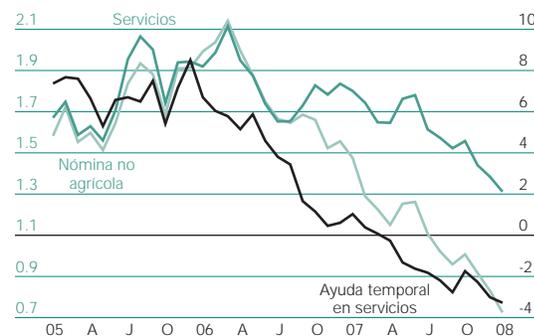
Índice



* Mínimo histórico
Fuente: Bloomberg con datos del National Association of Home Builders

Empleo Moderándose

Variación % anual



Fuente: BBVA con datos de Bureau of Labor Statistics

Precios de la Vivienda
Índice S&P Case-Schiller para 20 ciudades,
Variación % real anual



Fuente: Bloomberg con datos de Standard & Poors

Este escenario de racionamiento moderado del crédito presenta riesgos importantes a la baja. Los principales son un credit-crunch y un impacto más pronunciado de la corrección del mercado inmobiliario: a) los estándares crediticios pudieran ser restringidos pronunciadamente, y b) los precios de la vivienda podrían caer significativamente. En este contexto, el ajuste de empleo y de inversión de las empresas podría llevar a una mayor desaceleración del consumo; al tiempo que la mayor restricción del crédito obligaría a un mayor ajuste del ahorro y por tanto del consumo. Finalmente, la desaceleración económica en EEUU pudiera tener un impacto más negativo sobre el crecimiento mundial, y por tanto en la demanda de exportaciones en ese país.

Más reducciones de tasas de interés

En un contexto de menor dinamismo económico y de riesgo de recesión, es previsible que continúe el relajamiento de la política monetaria. Después de revalorar los riesgos —entre mayor inflación y menor crecimiento económico— la Fed abandonó el sesgo restrictivo durante agosto pasado y ante la crisis de confianza y liquidez financiera decidió reducir en la reunión del 18 de septiembre en 50 pb la tasa de interés de referencia, ubicándola en 4.75%. En cada una de las reuniones de octubre y diciembre recortaron la tasa 25 pb adicionales, dejándola en 4.25% al cierre del año. Durante enero, ante la mayor preocupación por los riesgos de recesión, disminuyeron la tasa de fondos federales 75 pb el 21 y 50 pb más el 30, ubicándola en 3%. Hacia adelante la Fed seguirá bajando la tasa de los fondos federales. Continuará centrando su actuación en evitar una recesión y frenar la inestabilidad financiera.

El escenario más benigno para la inflación (desaceleración) acentúa el proceso de moderación de los precios subyacentes. Varios factores apuntan a esta dinámica. En primer lugar, las expectativas de inflación permanecen ancladas y el crecimiento de los salarios permanece acotado (la reciente debilidad del mercado laboral apoya la continuación de un crecimiento moderado de los salarios). En segundo lugar, la desaceleración económica reducirá significativamente las presiones que ahora existen en la evolución de los costos laborales unitarios. Finalmente, los precios de alquiler —que explican la aceleración de la inflación subyacente durante 2006— dejarán de presionar al alza con un menor ritmo de generación de empleo (que limitará el aumento de las rentas) y en un contexto en que una parte del exceso de oferta en el mercado inmobiliario se destinará al mercado de alquiler —provocando una mayor moderación en el aumento de las rentas.

Así, si bien nuestra expectativa de trayectoria de los precios subyacentes no ha cambiado, la revisión a la baja en nuestras previsiones de crecimiento económico nos hace anticipar que la moderación de la inflación subyacente se acelerará. Las posibles presiones inflacionarias derivadas de la estrechez de los mercados laboral y de producción continuarán disipándose conforme el crecimiento económico menor al potencial genere una brecha de producción más negativa. Además, la mayor profundidad ahora prevista en el ajuste del sector inmobiliario provocará un descenso más pronunciado en el precio de las rentas, explicado principalmente por el exceso de oferta en el mercado. Si bien los precios energéticos continúan elevados, el menor ritmo de crecimiento económico podría provocar un descenso gradual en estos, lo cual beneficiaría a la inflación general y permitirá que las expectativas de inflación permanezcan contenidas —incluso podrían disminuir.

Comparación de la Caída Reciente en la Confianza con Periodos Previos a Recesiones

Encuesta	Conference Board	Universidad de Michigan
Cambio, seis meses previos a recesión		
Promedio*	-14.7	-9.4
Actual (dic. 2007)	-16.7	-12.1
Nivel, mes previo a recesión		
Promedio*	100.8	80.0
Actual (dic. 2007)	88.6	76.1

* Promedio de las recesiones de 1980, 1990-91 y 2001
 Fuente: BBVA con datos de Univ. de Michigan y The Conference Board

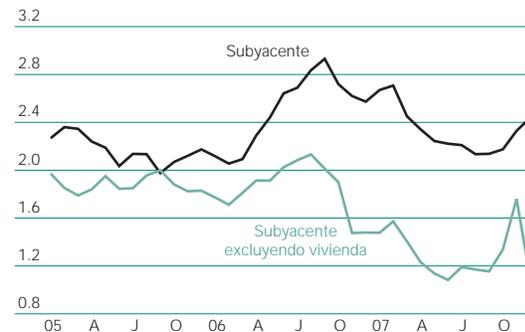
En consecuencia, de considerarlo necesario, la Reserva Federal en un contexto de menores presiones inflacionarias subyacentes, tendría un margen de acción adicional para relajar su política monetaria. En su comunicación ha dejado claro que su principal preocupación son los riesgos asociados a una posible recesión. El ajuste del mercado hipotecario y las restricciones de crédito actuales, junto con el desorden en los mercados financieros son riesgos importantes del crecimiento hacia delante. Considerando que es improbable que la economía muestre signos de recuperación en el futuro cercano y que las condiciones crediticias mejoren en el corto plazo, la probabilidad de mayor relajación monetaria en EEUU es muy elevada. En este sentido, en el escenario de desaceleración moderada, la Reserva Federal bajaría la tasa de fondos federales hasta 2.0%; mientras que en el otro extremo, el escenario de credit-crunch, la reducción podría ser superior.

En conclusión, si bien los riesgos en crecimiento económico están claramente sesgados a la baja y la incertidumbre que rodea nuestras previsiones es grande —principalmente por la incertidumbre de la evolución de los mercados de crédito y su impacto en el sector real—, el escenario más probable es uno no tan desfavorable donde continúe la desaceleración que está en marcha desde 2S06, antes de tener una recuperación suave y gradual durante 2009. El principal riesgo es que una mayor profundidad y duración del ajuste inmobiliario convierta la actual crisis de confianza y liquidez financiera en una crisis de crédito con consecuencias más severas en el sector real. Este escenario anticipa efectos de segunda ronda más profundos y duraderos del ajuste del sector residencial sobre consumo y la inversión empresarial. En caso de materializarse el escenario de un menor crecimiento, traería consigo presiones a la baja más importantes tanto en la inflación general como en la subyacente, como consecuencia, la Reserva Federal reduciría las tasas de manera más agresiva, similar a como ha actuado en los últimos ciclos de fuerte desaceleración.

Respecto al dólar, en el actual contexto de incertidumbre, los riesgos continúan siendo depreciadores. Varios factores siguen apuntando hacia debilidad del dólar. Una moderación mayor del crecimiento de EEUU en comparación con Europa, bajadas más agresivas y anteriores de tasas de interés en EEUU que en Europa, y un deterioro de la calidad de los flujos hacia EEUU seguirán afectando el valor del dólar. A partir de fines de 2008, una vez que la economía empiece a dar señales de recuperación (si bien suave), el dólar podría revertir a niveles ligeramente menos depreciados.

Inflación Subyacente

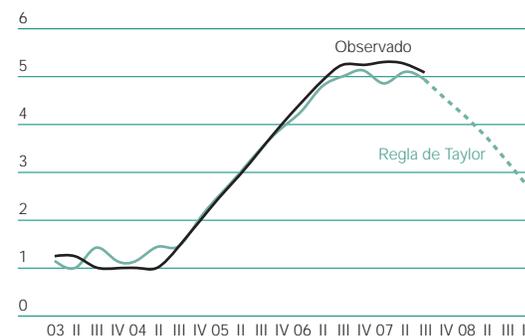
Variación % anual



Fuente: BBVA con datos de Bureau of Labor Statistics

Regla de Taylor

Tasa de Fondos Federales, promedio trimestral, %



Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal

El Mercado Subprime en EEUU y la Crisis de Confianza: Crisis de Liquidez Causada por Información Asimétrica

Los Ciclos Económicos Estables y la Toma Excesiva de Riesgos

¿Cómo el fin del *boom* inmobiliario en EEUU y el impago creciente de las hipotecas de elevado riesgo (*subprime*) terminaron desencadenando una crisis de confianza y liquidez financiera? ¿Cuál es la magnitud del problema para que la Reserva Federal decidiera abandonar su sesgo restrictivo y recortara la tasa de fondos federales 50 pb en su reunión de septiembre (y 50 más en conjunto en las reuniones de octubre y diciembre, así como 125 pb en lo que va de 2008), ante el aumento de la probabilidad de una recesión?

Para poder comprender por qué han aumentado los riesgos de una brusca desaceleración hay que regresar la mirada en el tiempo. El actual ciclo de expansión económica ha estado caracterizado por tasas de interés muy bajas. Como resultado de la mayor estabilidad en los ciclos económicos —expansiones más duraderas y recesiones más suaves— y de la creciente credibilidad de los bancos centrales —estabilidad de precios y anclaje de las expectativas de inflación—, las tasas de interés permanecieron muy bajas por mucho tiempo, en un momento en que el exceso de liquidez global aumentó en gran parte por los mayores recursos de los países asiáticos y los productores de petróleo.

La mayor confianza llevó a que los inversionistas demandaran una menor compensación por el riesgo. El exceso de liquidez y la baja volatilidad se tradujo en una disminución de las primas de riesgo i.e., menores *spreads*. En la búsqueda de mayores rendimientos, hubo una toma excesiva de riesgos por parte de los inversionistas que ha llevado a un “accidente financiero” por la interrelación de los nuevos productos financieros y los nuevos agentes que surgieron.

Bajas Tasas de Interés y el Mercado Subprime

Las bajas tasas de interés reales tuvieron efectos en el sector real de la economía y en el sector financiero. La política monetaria expansiva desató una abundante demanda de crédito hipotecario, que impulsó la demanda de viviendas, y se tradujo en aumentos sin precedentes en los precios de éstas. Según el índice Case-Schiller de precios de la vivienda para reventas —la medición de precios más aceptada en EEUU—, los precios aumentaron 91.6% entre 4T99 y 4T06 i.e., incrementos promedio anuales de 13.1%.

El dinamismo de los precios estaba provocando por un lado un incremento significativo en la riqueza de las familias con vivienda propia, y por otro dificultando la accesibilidad a la

vivienda para las personas con ingresos más bajos —aún cuando las tasas de interés permanecían bajas. No obstante, varios factores se combinaron para que un número de familias cada vez mayor pudiera comprar una vivienda.

Por un lado las familias pidieron prestado más allá de sus posibilidades, incentivados por préstamos “fáciles” con tasas de interés introductorias muy bajas —que permitían pagos mensuales anormalmente bajos— que se ajustarían a unas mucho más elevadas, por lo regular después de dos años. Más aún, para que más personas pudieran acceder a un crédito hipotecario se relajaron aún más los estándares de crédito. En un principio, se otorgaron segundos créditos para el enganche —prestando el 100% del valor de la propiedad. Más adelante continuaron relajándose los estándares y se otorgaron créditos a personas sin ingresos, empleo o activos comprobados.

Como resultado de lo anterior, el universo de hipotecas de alto riesgo creció exponencialmente. Las hipotecas *subprime* pasaron de representar poco más de 5% en 2001 a 15% en 2006, las hipotecas con documentación limitada se dispararon de 6% a más de 25% en el mismo periodo, y las hipotecas de más del 90% del valor de la propiedad alcanzaron casi el 15% del total después de representar menos del 5%. Pero, cabe preguntarse, ¿cómo fue posible la creciente falta de control de riesgo en dichos créditos hipotecarios? ¿Cómo se pudieron dar estos excesos que generaron un riesgo tan elevado?

Transferencia del Riesgo, la Búsqueda de Rendimiento y la Innovación Financiera

Las respuestas a dichas preguntas tienen dos aristas: la innovación financiera —que permitió la transferencia del riesgo y alejó la gestión del riesgo del balance de las entidades bancarias—, y el exceso de liquidez —que generó la búsqueda de un exceso de rendimiento.

Los excesos y la falta de control de riesgo fueron posibles por el desarrollo de complicados productos financieros que debilitaron enormemente la relación entre la originación de la hipoteca y el riesgo asumido por estas originadoras. Los derivados crediticios se desarrollaron rápidamente. Los más notables, las obligaciones de deuda colateralizadas (CDOs) con activos del sector hipotecario que empaquetaban o estructuraban activos riesgosos (créditos *subprime*) junto a otros créditos con menor probabilidad de impago, para después venderlos a inversionistas que buscaban un mayor rendimiento en un entorno de bajos retornos de otros activos de largo plazo. Los CDOs dividen

las exposiciones de los créditos colaterales en diferentes “tramos”, cada uno con distintos niveles de riesgo y rendimiento. Al añadir “tramos” con menor riesgo, fue posible crear bonos estructurados a los que las agencias calificadoras les asignaban un riesgo bajo.

Problemas: Riesgo Moral y Selección Adversa

Esta cadena de bursatilización de la cartera hipotecaria con múltiples intermediarios generó incentivos perversos que no fueron limitados por los reguladores. En la bursatilización hipotecaria, el prestamista es sustituido por el originador del préstamo, el que provee el servicio de cobro de las hipotecas, el inversionista y las agencias calificadoras. Esta cadena generó problemas de información asimétrica.

Por un lado, los originadores entraron en una situación de riesgo moral. Sabían que tendrían elevados retornos si los créditos de alto riesgo eran pagados y sólo tendrían una fracción de las pérdidas si sucedía lo contrario —al empaquetarlos y venderlos se quedaban sólo con el riesgo de impago del primer tramo. Así, tuvieron pocos incentivos para escoger cuidadosamente a quien darle una hipoteca, ya que sabían que no mantendrían gran parte del riesgo (y sí las ganancias por emitir los créditos).

Por su parte, los inversionistas (los poseedores del riesgo) si tenían los incentivos adecuados para ser cuidadosos, pero la complejidad de los CDOs, aunado a la búsqueda de exceso de rendimiento, limitó el monitoreo de los riesgos y relajó de facto los estándares de crédito. En la cadena también han sido criticadas las agencias calificadoras, a las que se cuestiona haber asignado calificaciones de AAA a productos estructurados (e.g. CDOs) muy fácilmente. Una posible explicación es que sus servicios eran pagados, al menos a las calificadoras más activas, por los bancos de inversión (los compradores) y no los inversionistas.

Esta cadena también generó otro problema de información asimétrica: la selección adversa. Como los originadores de los préstamos incurrieron en elevados costos fijos (por el gran número de empleados), el negocio dependía más de la cantidad de préstamos que se emitían que de la calidad de éstos (ya que no se quedaban con el riesgo). Así, en las cosechas más recientes de hipotecas *subprime*, se atrajo una mayor concentración de personas o familias con un mayor riesgo de impago (bien por tener reducidos ingresos bien por otorgar un número elevado de hipotecas para segundas residen-

cias). Los que tenían mayor probabilidad de no poder pagar los préstamos hipotecarios (salvo que el precio de la vivienda siguiera aumentando como en años previos) eran quienes tenían más incentivos para demandar este tipo de créditos *subprime* con estándares tan laxos.

Tasas de Interés Ajustables, Aumenta Impago

Un factor fundamental para explicar el fuerte incremento de la morosidad de las hipotecas *subprime* y del aumento en los embargos fueron las tasas de interés ajustables. Los créditos *subprime* se otorgaban con tasas de interés introductorias anormalmente bajas (*teaser*) que permitían pagos muy bajos en los años iniciales del préstamo —por lo regular los primeros dos. Estas tasas introductorias generaron dos problemas que aumentaron los riesgos de impago. Por un lado se incentivó a muchas familias a pedir prestado más allá de sus posibilidades (los pagos iniciales eran bajos y podían cubrirlos) y, por otro, en la mayoría de los casos los pagos iniciales —antes de que se ajustará al alza la tasa de interés— ni siquiera cubrían los intereses del préstamo, lo que aumentaba el principal (la deuda). Al terminar el periodo inicial se ajustaban los pagos por las mayores tasas de interés y porque el monto que se debía había crecido durante los primeros dos años. Lo anterior puede implicar un pago mensual de entre dos y tres veces mayor al inicial.

Al terminar el *boom* inmobiliario en EEUU, los precios de la vivienda dejaron de aumentar e incluso han comenzado a disminuir. Lo anterior, aunado a que en la gran mayoría de los casos, los deudores de créditos *subprime* deben más del 90% del valor de la propiedad prácticamente elimina cualquier posibilidad de refinanciamiento —lo cual les permitiría disminuir los pagos mensuales para poder cubrirlos—, especialmente dada la actual percepción del riesgo y la mayor restricción crediticia. Así, comenzaron a crecer abruptamente los impagos de los créditos *subprime*. Hacia adelante, es altamente probable que la situación empeore antes de mejorar. Por un lado, los créditos con estándares más laxos (i.e., los más riesgosos) se otorgaron durante 2006, al final del *boom* inmobiliario, y las tasas de interés de los mismos se ajustarán en 2008, con lo cual la tasa de impago seguramente aumentará de manera importante.

Por otro lado, con la demanda de vivienda cayendo y un exceso de oferta en el mercado —en su nivel más alto desde la recesión de 1991—, los precios de la vivienda podrían disminuir más. Más aún, el riesgo es que la restricción de los estándares crediticios pudiera provocar

una mayor debilidad de la demanda —y un aumento en el exceso de oferta—, lo que provocaría una mayor disminución de los precios.

Información Asimétrica, Pérdida de Confianza

Al aumentar la tasa de impago de los créditos *subprime*, aumentaron las preocupaciones sobre el valor de los CDOs y aumentó abruptamente la aversión al riesgo. Esta desconfianza se vio severamente agravada porque muchos de estos novedosos instrumentos financieros no cotizan en el mercado secundario. Su precio se determina por modelos matemáticos complejos sobre cuya valoración hay dudas importantes. Esta falla de confianza se trasladó a otros segmentos de crédito, como las obligaciones de crédito colateralizadas (CLO); lo que llevó a una fuerte reducción de la demanda por créditos apalancados que se trasladó al mercado mayorista de crédito.

¿Por qué se trasladó al mercado interbancario? En los últimos años, diversas instituciones, muy especialmente en países desarrollados habían popularizado unos vehículos financieros que emitían papel comercial a corto plazo y adquirían instrumentos financieros de riesgo (CDOs, CLOs, LBOs, etc.). La crisis redujo la demanda por este papel comercial y dificultó el financiamiento de estos vehículos. La intensificación de estos problemas se trasladó a algunos bancos comerciales bien porque anticipaban que tendrían que financiar estos vehículos con líneas de crédito concedidas antes de agosto, bien porque tendrían que quedarse en el balance préstamos o grandes operaciones comerciales que tenían previsto vender al mercado, o bien porque dudaban a la hora de prestar a otros bancos cuyos riesgos no podían valorar. Los bancos comenzaron a valorar más la liquidez.

En suma, todo este fenómeno ha llevado a los inversionistas a tener menos certeza en la valoración de un conjunto amplio de instrumentos financieros complejos, no solo los colateralizados con hipotecas *subprime*. El problema va más allá de una crisis de liquidez. De hecho, los bancos centrales la han proveído. La Reserva Federal ha utilizado toda una serie de instrumentos para tratar de aliviar las tensiones en los mercados de crédito. Han inyectado liquidez, ampliaron la gama de colaterales para los que acuden a la ventanilla de descuento (i.e., para las instituciones financieras que piden prestado al banco central) y ampliaron los plazos para dichos préstamos —extendieron el plazo hasta 30 días y permitieron la renovación inmediata. Además, en un inicio bajaron 50pb la tasa de interés de la ventanilla de descuento,

y después recortaron la tasa de interés de los fondos federales (la tasa de interés de referencia en el mercado) 50pb en septiembre y 25 más en reuniones consecutivas (octubre y diciembre).

Si bien estas medidas han aliviado las tensiones, lo han hecho marginalmente por ahora. Las emisiones de papel comercial y bonos corporativos siguen en niveles bajos. Los vencimientos se mantienen en plazos muy cortos. Las tasas de interés interbancarias siguen anormalmente elevadas en tramos intermedios y el elevado diferencial con respecto a los rendimientos de las Notas del Tesoro sigue indicando una clara desconfianza en los mercados de crédito. Las acciones de la Fed han sido poco eficaces porque no solucionan los problemas de *información asimétrica*. Los compradores de los CDOs (los inversionistas) creen que los vendedores (los que empaquetaron los créditos *subprime*) saben más sobre el valor real de esos activos (valor asociado a la probabilidad de impago). A partir de que las agencias calificadoras empezaron a disminuir sus niveles de calificación —al reconocer un mayor riesgo por el aumento en la tasa de impago de los créditos empaquetados—, la desconfianza de los inversionistas en el valor de todos los créditos estructurados (CDOs) creció hasta que dejaron de comprar más a ningún precio, sin importar cuán bajo fuera éste.

La crisis actual de información asimétrica la explica la teoría de George Akerlof.¹ Si consideramos el mercado de autos usados y suponemos que los compradores no pueden saber la diferencia entre buenos y malos, ofrecerán un precio promedio por todos. Los vendedores retirarán los autos buenos del mercado (porque valen más que el promedio). Este proceso podría continuar hasta que el mercado desaparece por completo. Algo similar está ocurriendo en los mercados de crédito: la liquidez ha desaparecido por completo para los CDOs. Dificilmente la desconfianza desaparecerá. Los participantes del mercado con liquidez no estarán dispuestos a prestar hasta que los que tienen CDOs y productos derivados no aclaren lo que tienen o se alcance un precio y compense el mayor riesgo. Los inversionistas necesitan saber quien tiene qué y cuál es su verdadero valor. Las menores tasas de interés aliviarán pero no eliminarán la restricción en los mercados de crédito.

Javier Amador javier.amador@bbva.bancomer.com

1 The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. George A. Akerlof. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500

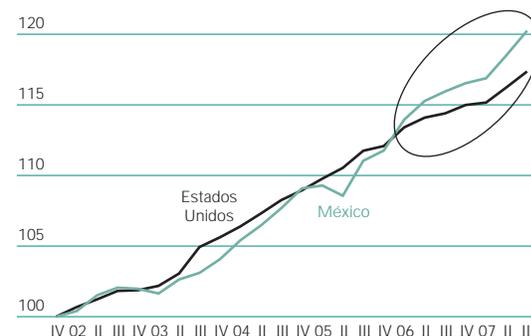
La Economía Mexicana ante la Desaceleración de EEUU

A lo largo de 2007, la economía mexicana resintió los efectos de la moderación de la actividad en EEUU. Si bien los pronósticos de la primera parte del año estuvieron en línea con nuestros estimados, la composición de la actividad mostró dos efectos: la moderación mayor a lo esperado en componentes relacionados con demanda externa y, en contraste, la relativa solidez de la demanda interna. La consecuencia del primero de estos efectos junto con un ajuste adicional en los pronósticos de crecimiento de EEUU para 2008 apuntan a una moderación en el ritmo de crecimiento de México en nuestro escenario de racionamiento moderado del crédito en los países desarrollados de 3.2% estimado en 2007 a 2.7% en 2008. Si bien existe una gran incertidumbre alrededor de la crisis del subprime en EEUU que hace difícil pronosticar la duración y magnitud de sus efectos; lo que es ya incontrovertible es que implicará menor crecimiento con respecto al estimado originalmente para EEUU hace algunos meses, en 2008. La fuerte sincronización de la economía mexicana con ese país implicaría que México resentiría la moderación estadounidense; sin embargo, creemos que algunas características particulares de este ciclo, entre las que se encuentran las características del ajuste, el flujo de crédito al sector privado y los efectos positivos en la inversión de la reforma fiscal, pueden contribuir a moderar el impacto sobre el sector real de la economía en 2008. Los riesgos al escenario central persisten: la incertidumbre sobre la profundidad y duración de la moderación en EEUU se ha incrementado e implican que el pronóstico de crecimiento para México sea un elemento a monitorear con detalle a lo largo del año; por ello, en la última parte de esta sección se realiza un recuento de los factores de riesgo del escenario planteado.

El canal de transmisión hacia la economía real

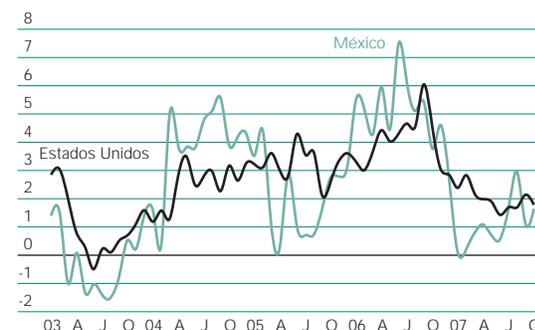
A raíz de la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), el flujo de comercio entre México y EEUU creció en magnitud tal que la correlación de los ciclos ha estado en torno a 0.8 desde finales de los años noventa.¹ El canal de transmisión hacia el sector real de la economía se da vía exportaciones (el 84% del total de las exportaciones de México se dirigen a EEUU) y particularmente las manufactureras. La eventual menor demanda externa por productos de manufactura mexicana, repercutirá en menor nivel de producción industrial por el lado de la oferta, y por su parte, y en menores niveles de inversión. La menor producción requerida en la industria hace necesario un número menor de trabajadores, tanto en la manufactura como en servicios relacionados estrechamente con la manufactura (transporte, servicios de almacenaje, agencias aduanales, etc.) lo que a su vez implica (considerando salarios reales constantes) moderación en la masa salarial, que es uno de los pilares del consumo privado. Este componente contribuye con cerca del 70% del PIB. Si bien los ciclos de México y Estados Unidos están estrechamente sincronizados y la duración de las desaceleraciones tiende a ser similar en ambos países, en México las fluctuaciones son considerablemente más pronunciadas²: esta característica se manifestó en el episodio de inicios

Crecimiento México y Estados Unidos Índice, PIB real 4T01 = 100



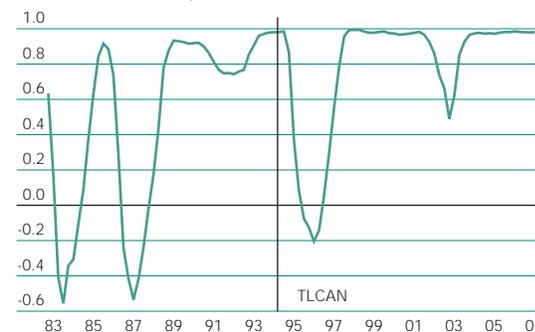
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Reserva Federal

Producción Industrial Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Reserva Federal EEUU

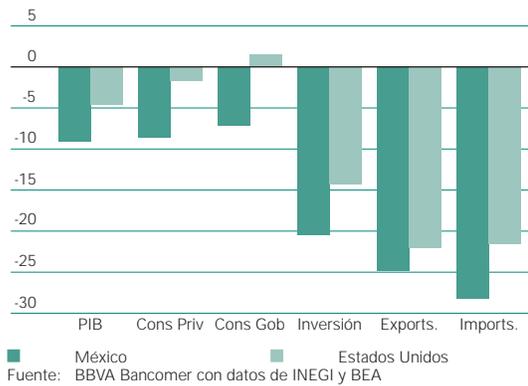
Componente Cíclico del PIB México y Estados Unidos Correlación móvil, 3 años



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y BEA

- 1 Dos episodios han interrumpido la alta correlación (en términos móviles) en los ciclos: la fuerte crisis financiera de México de 1995 y la relacionada con la recesión económica de 2000-2001.
- 2 Con base en datos trimestrales desde 1981 a la fecha, y comparando los crecimientos y desviaciones estándar de México, Estados Unidos y Canadá, se observa que México es el país con más bajo crecimiento y mayor volatilidad; a continuación los promedios y desviaciones de los tres países en el orden citado: (2.6, 2.8, 3.1), (3.6, 2.3, 1.9).

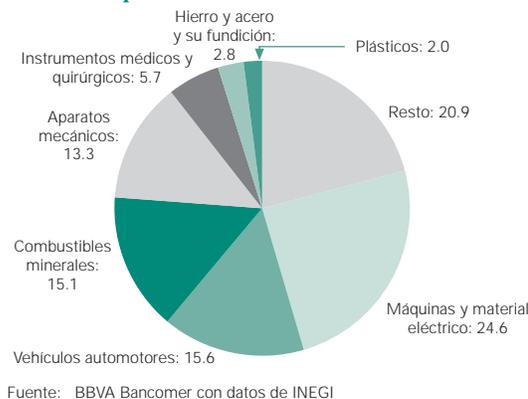
Demanda Agregada México y Estados Unidos episodio 2000-2001*
Pérdida en pp máximo - mínimo



Exportaciones Mexicanas fuera de EEUU
% del total



Exportaciones Mexicanas por Productos
% del total, primer semestre 2007



de esta década de fuerte moderación en EEUU de los años 2000-2001. En aquel momento, a raíz de la fuerte moderación en sectores relacionados con la alta tecnología en EEUU en la segunda parte de 2000, (que se acentuara en 2001) se sumaran los efectos negativos y de aversión al riesgo de los ataques terroristas de septiembre de ese año, factores que afectaron a nuestro país. En 2001 el PIB de México sufrió una reducción de 0.1%, luego de haber crecido 6.6% en el año previo. Comparando el crecimiento máximo y mínimo de aquel ciclo (máximo: 2T00 con 7.6%; mínimo: 3T01 con -1.4%), la variación fue de (-)9 pp, mientras que la misma comparación en el caso estadounidense arroja una disminución de prácticamente la mitad (-)4.6. Los componentes más afectados de la demanda agregada fueron en aquel momento los ligados al comercio exterior: ambos sufrieron caídas de más de 20 pp en sus tasas de crecimiento. Si bien el consumo privado no observó variaciones reales negativas en ningún trimestre, su moderación fue también significativa.

¿Por qué podría ser diferente en esta ocasión el ajuste?

Si bien el episodio de 2000-2001 es un parámetro de comparación relevante en cuanto al canal de transmisión de la moderación de EEUU a México, cabe mencionar una serie de factores que podrían hacer diferente el episodio actual. Cabe destacar que se estima que el ajuste esperado en los mercados financieros sea, al igual que en 2001, ordenado, dada la mayor confianza y avance en los fundamentos de nuestra economía. Por otra parte, en el canal real, no se prevé un evento adverso para las exportaciones mexicanas tal como la entrada de China en la Organización Mundial de Comercio (OMC) y la pérdida en participación de mercado de los productos nacionales que dicho ingreso trajo consigo.

Por otra parte, conviene considerar en nuestro escenario de moderación crediticia en las economías desarrolladas la forma del ajuste esperado en la economía estadounidense: se considera que el crecimiento en EEUU sea vía gasto público y exportaciones netas, y en menor medida, inversión no residencial. La composición del ajuste planteado, implica riesgos a la vez que oportunidades para México. Los riesgos asociados al ajuste van en dos vías: por una parte, el ajuste vía consumo privado podría limitar la recuperación de la demanda de aquel país, y por ende, sus importaciones. Se considera que el resto del mundo seguirá creciendo a ritmos relativamente elevados, lo que contribuirá a que un motor del crecimiento de EEUU sean las exportaciones netas; es decir, EEUU seguirá exportando mientras que demandará menos bienes y servicios del exterior.³ En este sentido, se vuelve crucial el destino de las exportaciones mexicanas: si bien es cierto que el 84% de las mismas tienen como destino aquel país, parte importante de éstas son a su vez insumos intermedios para la exportación de productos al resto del mundo por parte de EEUU. Las manufacturas que han ganado participación en el mercado estadounidense en los últimos meses se concentran en bienes de la rama de productos metálicos, maquinaria y equipo, maderas y sus manufacturas así como metales básicos. En los más recientes meses las exportaciones automotrices han incrementado también su participación. Relaciones estadísticas de crecimiento de las exportaciones en esos rubros con el consumo privado y exportaciones estadounidenses (ambos en términos reales) apuntan que metales básicos y productos de madera son en buena medida consumidos internamente, mientras que equipo

3 Se estima en el escenario de moderación crediticia el crecimiento del PIB de EEUU en 2008 en 1.7%, mientras que el crecimiento global se espera en torno a 4% (estimados BBVA).

y aparatos eléctricos, especializado y las exportaciones relacionadas con el sector automotriz son parcialmente exportados, lo que podría significar una ventaja para nuestras exportaciones en dichas industrias. Por otra parte, conviene mencionar además que en los últimos años, el destino de las exportaciones mexicanas se ha ido diversificando, y ganando presencia en lugares como Latinoamérica y Europa: destinos de las exportaciones distintos a EEUU explican ahora el 18% de las exportaciones totales vs. poco más de 10% en 2002.

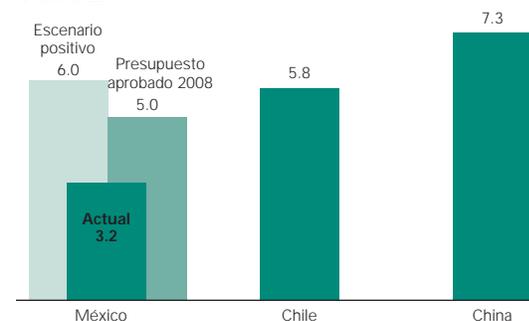
Una segunda característica que podrá diferenciar a este ciclo de moderación es la importancia relativa en la economía de sectores no comerciables (particularmente servicios) en contraste con los comerciables (manufacturas), lo que muestra la mayor fortaleza de la demanda interna. Mientras que en el periodo 1997-2000 la participación de la industria y los servicios en el PIB era de 26.4 y 62.8%, respectivamente, entre 2003 y 2006 dichas participaciones fueron de 24.9 y 65.3%. La mayor aportación en valor agregado del sector terciario a la producción nacional, se concentra en el comercio, servicios bancarios, servicios de alquiler y de seguros y, fuertemente en servicios vinculados a las telecomunicaciones. Un tercer elemento a considerar cuyo efecto puede diferenciar a este ciclo del pasado, es el impulso adicional a la inversión proveniente de los recursos de la reforma fiscal; donde cabe distinguir el probable incremento a la demanda de inversión privada (vía incentivos fiscales para su deducción) y por otro lado, el mayor gasto público en infraestructura programado. Se espera que este impulso a la infraestructura sea histórico y contribuya a elevar la productividad del país.

Mayores riesgos dada la elevada incertidumbre

Conviene destacar que los citados factores de fortaleza a la economía mexicana son altamente dependientes de la profundización y duración de la moderación estadounidense ya que en caso de ser más severo el ajuste externo éste podría impactar la demanda global, afectar a servicios vinculados con la industria e inhibir los potenciales efectos positivos en inversión de la reforma. Por su parte, cabe señalar que el elevado grado de incertidumbre registrada en los últimos meses en cuanto a la evolución futura de la economía global, se ha transformado en un incremento en la probabilidad de que el ajuste en EEUU sea mayor a lo esperado originalmente, lo cual ha conducido a autoridades mexicanas (Banxico y Hacienda) a revisar a la baja sus pronósticos de crecimiento para este año⁴. Son varios los riesgos que acompañan al escenario de moderación crediticia para México. Los externos se relacionan con la magnitud del ajuste en EEUU: un ajuste vía consumo privado en EEUU podría prolongar y profundizar la moderación en aquel país y acentuar los efectos negativos del canal de transmisión real hacia México. Asimismo, la recuperación vía exportaciones netas podría implicar mayor ajuste en empleo vinculado a sectores de manufacturas exportables y servicios relacionados. Dependiendo de la magnitud y duración del ajuste, la afectación para México podría ser mayor; en el caso de un ajuste fuerte, o de mayor duración, es probable que algunos de los ejes que han ayudado a la fortaleza de la demanda interna (crédito, remesas, empleo) se moderaran fuertemente y que de hecho, la relativa solidez que hasta ahora ha mostrado tener el mercado interno no fuese suficiente para amortiguar el impacto de un ajuste fuerte en EEUU.

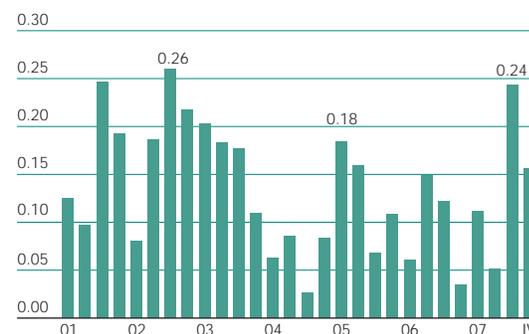
4 Banxico revisó su estimado de un rango de 3.25-3.75 en octubre de 2007 a un rango de 2.75 a 3.25 en el informe de enero de 2008. La revisión de Hacienda fue de 3.7 publicado en Septiembre 07 a 2.8 en enero de este año.

Inversión Pública y Privada en Infraestructura % del PIB



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Presidencia 2007

Frecuencia de "la Incertidumbre"* en Informes Trimestrales de Inflación de Banxico



* Número de veces que la palabra "incertidumbre" es citada entre el total de hojas
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Cuadro Macroeconómico de México Escenario de Moderación Crediticia Variación % anual, series ajustadas por estacionalidad

	2005	2006	2007e	2008e	Cont*
PIB	2.8	4.8	3.2	2.7	2.7
Demanda total	4.4	7.0	4.5	3.4	4.9
Interna	5.2	6.1	4.3	4.2	4.4
Consumo	4.6	5.1	3.8	3.8	3.1
Privado	5.1	5.0	4.3	3.9	2.9
Público	0.2	6.0	-0.2	2.8	0.2
Inversión	7.6	10.0	6.0	5.6	1.3
Externa	7.0	11.2	5.1	2.9	1.2
Importaciones	8.5	12.3	7.6	4.8	2.2
Externa neta	na	na	na	na	-1.0

* Contribuciones estimadas 2008. Las tasas anuales no se presentan por ser no representativas
na no aplica
e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Ciclos y PIB Potencial en México: Espacio para un Crecimiento Sólido y Sostenido¹

El PIB potencial y los cambios estructurales

El crecimiento potencial se entiende como aquél que es congruente con el nivel de producción cuando los recursos se encuentran en su nivel de pleno empleo. El crecimiento potencial de la economía define la capacidad con la que se cuenta para crecer en el mediano y largo plazo, lo que refleja la eficiencia en el uso de los factores de la producción. Es relevante contar con una adecuada aproximación del crecimiento potencial de México particularmente en un contexto de discusión de reformas estructurales, con las que se persigue incrementar la eficiencia en la combinación de los recursos productivos.

El concepto de producto potencial se relaciona en la teoría económica con la curva de oferta agregada de largo plazo, donde los precios y salarios son completamente flexibles de tal forma que cambios en la demanda agregada no tienen efectos reales. Para la medición del producto potencial de la economía se han empleado tradicionalmente tres enfoques; el primero se trata de la estimación de una función de producción tipo Cobb-Douglas, el segundo se trata de la estimación de un vector auto-regresivo estructural (SVAR) estructural con restricciones de largo plazo, y finalmente el último se trata de métodos estadísticos con los que se pretende capturar el componente tendencial del producto.

A continuación se describen muy brevemente las características que agrupan a una parte de los ciclos económicos en México desde 1980, lo que constituye un elemento a considerar en el estudio del PIB potencial. En la siguiente etapa se presentan las aproximaciones a la estimación del PIB potencial y en la última parte del recuadro se resumen los resultados.

Menor volatilidad en ciclos recientes: el papel de la apertura

Con datos trimestrales de crecimiento anual del PIB en términos reales entre 1980 y 2006 es posible identificar cinco ciclos de entre 3 y 8 años de duración; a pesar de que los detonadores y la evolución de cada uno es muy diversa, una característica que permite su clasificación es la volatilidad que presentan. Entre 1980 y 1998, el común denominador es la intensa volatilidad exhibida por las principales variables macroeconómicas.

Es de esperar que en una economía emergente se tenga esa particularidad;² es sin embargo de llamar la atención la desproporción antes y después de esta fecha. Es posible que luego de la crisis del tequila y derivado en parte de la mayor integración comercial con EEUU a través del TLCAN (Tratado de Libre Comercio de América del Norte) se delinearán las bases que tiendan a impulsar la productividad del país; si bien el dinamismo económico no ha sido extraordinario, la estabilidad financiera y macroeconómica se fortalece. Este cambio estructural permite diferenciar un ajuste en la relación entre ciclo y PIB potencial.

Desviación Estándar

	Pre-TLC	Post-TLC
PIB	4.3	2.4
Consumo privado	5.1	2.5
Inversión	16.9	9.3
Exportaciones	10.9	7.1
Importaciones	21	8
Industria	6.8	3.4
Servicios	3.9	2.2

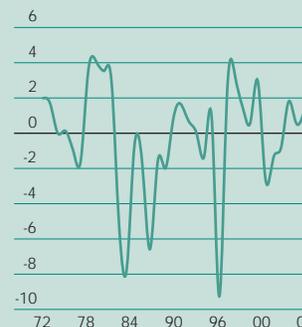
Fuente: BBVA Bancomer

Tres enfoques para medir el PIB potencial

El primero se trata de la estimación de una función producción; basado en el análisis clásico de Solow donde se estima una función de producción tipo Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala de la forma $Y_t = A_t \cdot F[K_t, L_t]$; donde la dinámica de largo plazo depende de la fuerza laboral, la acumulación de capital y la "tecnología" o productividad total de los factores (PTF); la fluctuación de este componente es en buena medida el elemento responsable de la alta volatilidad del PIB potencial estimado.

Productividad Total de los Factores

Contribución al crecimiento



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Variación de la Tendencia del PIB Potencial



1 Resumen de "Determinantes y características de los ciclos económicos en México y estimación del PIB potencial", EconomicWatch, Oct. 2007

2 Carstens, A. 1998 "Emerging Economies and the Business Cycles" Federal Reserve Bank of Boston, pp 377-381

Este componente ha fluctuado en su contribución al crecimiento desde cerca de 4% a principios de los años 80's a -7% a partir de 1982; desde 2001 la PTF ha reflejado la caída en competitividad internacional (en buena medida derivada de la entrada de China en la OMC y su impacto en la industria nacional) de forma que no ha alcanzado otra vez niveles de contribución de 2%.

Cabe mencionar que la estimación directa de una función de producción y su PTF conlleva algunos inconvenientes que no se deben desdeñar particularmente, la dificultad de medir correctamente el acervo de capital existente en cada momento, para lo que es necesario partir de un supuesto de acervo de capital inicial al que se le suman las nuevas inversiones y se descuenta la depreciación.

La segunda aproximación es por medio de un SVAR planteados originalmente por Blanchard y Qhwa (1989) donde se puede identificar el componente permanente y el temporal de una serie; con ese fin se imponen restricciones de largo plazo donde los vectores ortogonales son interpretados como choques de oferta y demanda. Se asume que toda dinámica derivada de perturbaciones de oferta o cambios estructurales, afecta en el largo plazo el crecimiento del Producto y el dinamismo de la inflación: choques de productividad tienen efectos permanentes sobre el producto. Mientras que fluctuaciones provenientes del ciclo de demanda y que provocan distorsiones nominales no tienen impacto alguno en el largo plazo pero sí en la inflación de corto y de mediano plazo. Al igual que en un VAR tradicional, se pueden obtener funciones impulso-respuesta y descomposiciones de varianza que se pueden atribuir a choques de oferta o demanda. Además se pueden obtener descomposiciones históricas de cada serie.³

Contribución a la Varianza del Crecimiento Oferta / real

Periodos	1980 - 2006	1998 - 2006
1	78.03	81.97
6	90.03	79.19
12	88.50	64.05
24	87.64	59.97

Fuente: BBVA Bancomer

3 El SVAR que se estimó incluye al petróleo como variable exógena. Se incorporó como endógena al PIB e inflación sin cambiar los resultados sustancialmente. El orden del VAR fue (Petróleo, %PIB, Inflación

La descomposición de varianza del SVAR para México para el periodo 1980 - 2006, se tiene que los choques de oferta dominan la variabilidad del crecimiento en simulaciones de uno a 24 trimestres simulados, sin embargo al estimar el SVAR para una muestra pequeña desde 1998, los choques de oferta muestran una caída sustancial en su contribución; lo que podría ayudar a explicar la menor volatilidad observada desde 1998 (menor distorsión por choques de oferta).

Dentro de los modelos estructurales, se aproxima la variación del potencial de la economía mediante los parámetros de la relación de la Curva de Phillips.

El tercer método para la estimación del crecimiento potencial es puramente estadístico: se trata de extraer el componente relacionado con el largo plazo de una serie. Se aplicaron dos tipos de filtros: Holdrick-Prescott, Baxter King y lineal (tendencial) ambos son técnicas de suavizamiento basados en promedios móviles con los que se distingue el componente cíclico del tendencial.

Resultados de las estimaciones

De acuerdo con las estimaciones realizadas, el crecimiento del PIB potencial de la economía mexicana se encuentra en un rango entre 3.0 y 3.9%, si bien el rango resulta amplio, una posible explicación es que el periodo utilizado para su cálculo abarca años de severas desaceleraciones en un lapso de tiempo relativamente corto.

Crecimiento del PIB Potencial

Periodo	Estructural (SVAR)	Baxter-King	Holdrick-Prescott	Tendencia	Phillips
1980 - 1994	2.4	1.9	1.9	2.0	
1996 - 2006	3.6	3.3	3.0	3.1	3.9

Fuente: BBVA Bancomer

Por otra parte, y como en los más recientes ciclos como fue mencionado en la sección anterior, hemos sido testigos de la consolidación de la estabilidad macroeconómica y la reactivación del sistema financiero, lo que intuitivamente hace pensar que el PIB potencial se ubica en el rango alto de las estimaciones, específicamente en torno a 3.5-3.9%, a donde apuntan modelos como el del SVAR.

Ociel Hernández
Cecilia Posadas

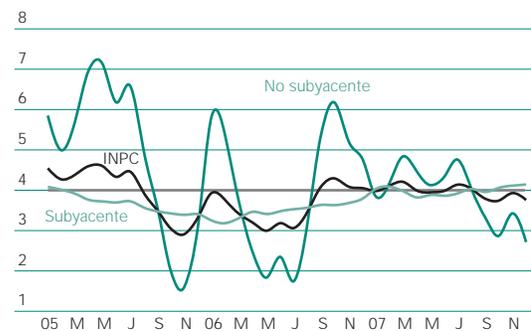
o.hernandez@bbva.bancomer.com
c.posadas@bbva.bancomer.com

Mercado de Futuros Dólares, genéricos a un mes



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Inflación Anual Variación % anual



Nota: Nueva definición
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Perfil de Inflación Estimado por Banxico % anual, promedio trimestral

Periodo	Mínimo	Máximo
4to. trimestre 2007	3.50	4.00
1er. trimestre 2008	3.75	4.25
2do. trimestre 2008	4.00	4.50
3er. trimestre 2008	4.00	4.50
4to. trimestre 2008	3.75	4.25
1er. trimestre 2009	3.50	4.00
2do. trimestre 2009	3.50	4.00
3er. trimestre 2009	3.00	3.50
4to. trimestre 2009	3.00	3.50

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Por más de un año, la trayectoria de la inflación ha sido alterada por una serie de choques de oferta que la situaron arriba del límite superior del intervalo de variabilidad de Banco de México (4%). El origen de dichas perturbaciones radicó en los mercados internacionales y en factores volátiles de producción (v.gr. clima). En primera instancia, a finales de 2006 e inicios de 2007 se registraron alzas en precios de caña de azúcar y maíz ante su mayor demanda para la producción de etanol, lo cual repercutió sobre diversos alimentos procesados en México. Posteriormente, registramos alzas en hortalizas por factores climáticos y, recientemente, en trigo/pan por una baja en la producción internacional. Si bien, las alzas anteriores no han alterado las expectativas inflacionarias de largo plazo ni las negociaciones salariales, han contribuido para incrementar la incertidumbre ante la posibilidad de nuevos choques de oferta, el alza en los costos fiscales en la economía — Impuesto Empresarial de Tasa Única, IETU— y las dudas sobre las condiciones del consumo en México y EEUU.

Bajo este contexto, el Banco de México (Banxico) informó sobre la posibilidad de que la inflación general se ubique entre 4 y 4.5% en la primera mitad de 2008 y entre 3.75 y 4.25% para el último trimestre; pero simultáneamente alertó sobre la creciente incertidumbre en este escenario. Si bien, este anuncio ha incidido moderadamente sobre las expectativas de inflación de mediano plazo, consideramos que no hay que minimizar los riesgos de un crecimiento abajo del potencial para 2008 que contribuya a contener las recientes presiones inflacionarias. De esta forma, estimamos inflaciones próximas a 4.1% en el primer semestre que pudieran reducirse hacia 3.8% para cierre del año. A pesar de ello, reconocemos que la incertidumbre es elevada en lo relativo a precios internacionales de insumos (como granos y acero) y el traspaso del costo fiscal (IETU) a mayores precios, el cual no ha sido significativo a la fecha.¹

El crecimiento en 2008 será crucial para la inflación

En la medida en que la inflación se ha aproximado al rango de variabilidad de Banxico y su volatilidad se ha reducido, el comportamiento de los precios ha mostrado una relación más estrecha al entorno económico: (i) las características del ciclo de actividad cobran mayor relevancia en la determinación de precios; (ii) la velocidad de convergencia de la inflación a sus determinantes de largo plazo es mayor (v.gr. costos de insumos); (iii) la persistencia de la inflación subyacente es relativamente mayor a la no subyacente; (iv) las expectativas de mediano y largo plazos cobran mayor relevancia sobre la determinación de precios; y (v) la influencia de la inflación externa y tipo de cambio es menor en ausencia de ajustes abruptos.

Tomando en cuenta lo anterior, esperamos en nuestro escenario de moderación crediticia que el crecimiento de la economía en 2008 sea de 2.7% (por debajo del PIB potencial estimado entre 3.6 y 3.9%), debido un menor impulso de la demanda externa por EEUU. Adicionalmente, no se vislumbra un fuerte ajuste en la inflación importada ante las perspectivas de una paridad fortalecida y una inflación en EEUU elevada (2.7% anual) pero aún acotada. Este entorno macroeconómico junto a expectativas

1 Ver recuadro "Potencial Incidencia Sectorial de la Reforma Tributaria en esta edición.

inflacionarias ancladas y en ausencia de choques de oferta, permitiría que la inflación disminuyera gradualmente para converger a la meta de Banxico hacia 2009 y diluir presiones originadas por la reforma fiscal.

Efectos inflacionarios de la reforma fiscal

La reforma fiscal genera beneficios de mediano y largo plazos que se asocian a la mejora de la posición financiera del gobierno, al aumento de su capacidad para proveer bienes públicos, y a los incentivos al sector privado para invertir. Estos beneficios contribuyen a incrementar el crecimiento potencial el cual pudiera situarse próximo a 4% (ver recuadro: "Ciclos y PIB Potencial en México"). La productividad asociada a este mayor crecimiento potencial facilita la convergencia de las expectativas inflacionarias de largo plazo hacia la meta del 3% de Banxico. No obstante, en el corto plazo pudieran registrarse presiones inflacionarias transitorias ante las mayores cargas tributarias las cuales tenderían a limitarse conforme el crecimiento económico sea bajo. En particular, resaltan los siguientes elementos:

Mayor costo de gasolinas: El alza de 5.5% en gasolinas a lo largo de 18 meses a partir de enero de 2008 tendría un impacto reducido (0.09 pp) sobre la inflación anual promedio. En cuanto a su traspaso a otros precios, consideramos que será limitado.

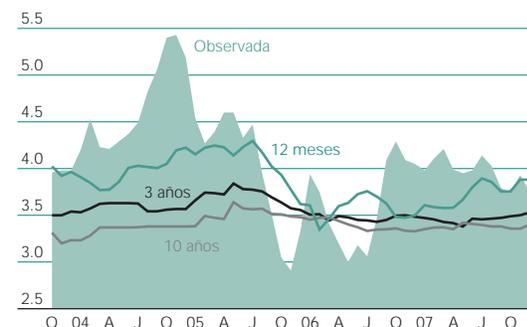
Tarifas eléctricas: Junto a la reforma fiscal se anunció una asignación de 7.7 mmp para la "disminución de las tarifas eléctricas" de productores de alto consumo en horas pico. Este incentivo representa una reducción de la factura por electricidad de 6.4% para la actividad industrial y agrícola. Asumiendo que no existieran fuertes incrementos en los determinantes de tarifas eléctricas (p.e. precio de energéticos), las menores tarifas eléctricas representaría hasta 0.1% del costo de los insumos en la economía. Así, los efectos directos de mayores precios de gasolina y menores tarifas eléctricas podrían compensarse. Por su parte, la nueva fórmula para la determinación del precio de electricidad incorpora una mayor ponderación del precio del gas natural, lo que hará más susceptible estos precios a las condiciones internacionales de energéticos.

Incertidumbre sobre efecto inflacionario del IETU: La mayor recaudación implicará un incremento en la carga fiscal para la actividad productiva. Existe gran incertidumbre sobre la traslación del costo fiscal al consumidor; no obstante, consideramos que será muy limitado: (1) la carga fiscal adicional es baja en proporción al valor de la producción de la economía (0.8%) y de los costos de los insumos productivos (1.8%); (2) la disminución en el excedente bruto de operación en la economía sería reducida; (3) la debilidad en el consumo reduciría la capacidad de aumentar precios; y (4) la coexistencia de dos grupos de contribuyentes (pagan ISR vs. IETU) disminuye la capacidad de traslado a precios finales de las empresas que vieron incrementados sus costos. De esta forma estimamos un traslado hasta de 20 puntos básicos de inflación proveniente del IETU en un ambiente de mayor competencia en mercados. (Ver recuadro del IETU)

Programas públicos y apertura comercial: El repunte de la incertidumbre se verá mitigado por la apertura comercial de agropecuarios lo cual contribuirá a disminuir la inflación en alimentos a la registrada en EEUU. Adicionalmente, la puesta en marcha de acuerdos (ANTAD) para fomentar el ahorro familiar en la canasta básica y programas de promoción a la competencia (v.gr. ampliación de la distribución de gas natural y telecomunicaciones) serán favorables para mitigar las potenciales alzas inflacionarias a inicio de 2008.

Inflación Observada y Esperada

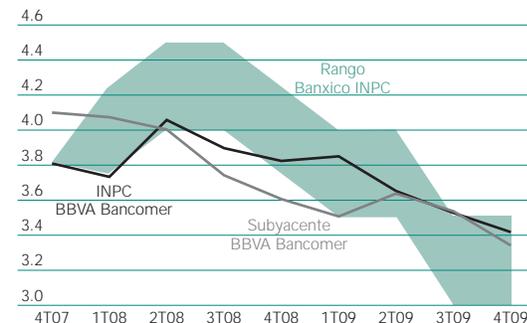
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

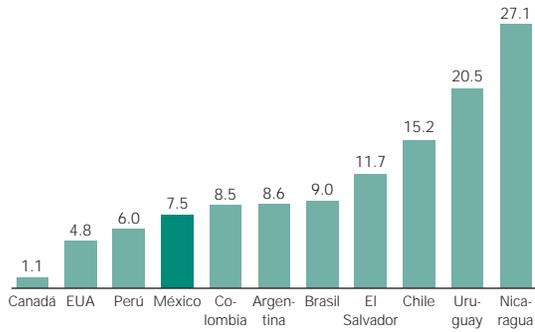
Perfil de Inflación Banxico vs. BBVA Bancomer

Variación % anual, promedio



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación Anual de Alimentos en 2007



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Bloomberg

Monitorear perturbaciones de oferta en 2007-2008

Desde finales de 2006 a la fecha han sucedido perturbaciones internacionales en precios de insumos que han incrementado los precios de alimentos procesados —azúcar, tortilla, leche y pan— y la incertidumbre sobre su posible contagio a otras mercancías y servicios. Al respecto es importante destacar: (1) la inflación en alimentos se constituye como un fenómeno global más allá de las condiciones del mercado local; (2) la inflación de alimentos en México fue de las menores en América Latina; y (3) las sorpresas de mayor inflación no se han reflejado en aumentos en las expectativas inflacionarias de largo plazo, ni en los salarios contractuales. Esto último se constituye como un ancla nominal en la determinación de precios hacia adelante. En el futuro inmediato, es previsible que las presiones internacionales en alimentos continúen ante las perspectivas de creciente demanda de biocombustibles. No obstante, las perspectivas de producción e inventarios de maíz son favorables lo cual podría contribuir a balancear estos efectos a inicios del año. A pesar de ello, la incertidumbre sobre la ocurrencia de cualquier otra perturbación es elevada particularmente en precios internacionales como acero que podrá presionar los precios de vivienda en México, por lo cual es recomendable seguirlas monitoreando como elemento potencial de desviación.

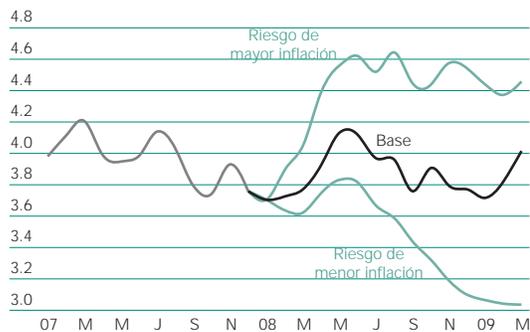
Balance de Inflación 2008: tendencia y escenarios alternos

En nuestro escenario de moderación crediticia, la perspectiva de un crecimiento reducido hacia el segundo semestre contribuirá a contener las presiones derivadas de la reforma tributaria y de precios mayores de insumos en alimentos. Así, las recientes alzas inflacionarias se moderarán conforme se materialice dicho bajo crecimiento. Con ello, no descartamos que la inflación general y subyacente pudieran cerrar en torno a 3.8 y 3.6% en 2008, abajo del límite superior de variabilidad de Banxico. En particular, consideramos que la inflación subyacente continuará presionada a lo largo del 1S08 debido a alimentos procesados. Para la segunda parte del año, pensamos que otras mercancías comerciables inducirán las mayores bajas sobre la subyacente gracias al menor crecimiento internacional. La inflación anual en servicios con espacio reducido para disminuir ante los recientes choques. Para la inflación no subyacente continuará la volatilidad en precios agropecuarios en donde suponemos que no se repetirán las malas condiciones climáticas de 2007 y los precios públicos tenderán a alinearse a la meta de Banxico. Con ello, la inflación no subyacente se mantendrá próxima al 5% en 2008.

A pesar de lo anterior reconocemos que la incertidumbre es elevada, particularmente en lo relativo al crecimiento económico y efectos del IETU. En particular, el riesgo de una mayor inflación para 2008 se pudiera materializar en caso de un crecimiento próximo al potencial en el cual no se descartaría que los productores en la economía pudieran trasladar sus costos fiscales al consumidor final. En este caso, estimamos que el efecto del IETU sobre inflación podría llegar hasta 110 puntos básicos de inflación. De concretarse este escenario alternativo, la inflación pudiera cerrar en torno a 4.5%. En contraparte, el riesgo de menor inflación materializarse en caso de acentuarse la desaceleración y en el cual los productores se verían obligados a moderar sus precios (cierre 3.0%) para mantener niveles de ventas y asumir menores márgenes de ganancia. Este escenario se podría desencadenar si la situación inmobiliaria en EEUU evoluciona en una restricción de crédito que signifique un mayor ajuste en el consumo.

Escenarios de Inflación Esperada

INPC, % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Pronósticos de Inflación

Escenario de Moderación Crediticia

% anual, fin de periodo

Periodo	General	Subyacente*
1er. trimestre 2008	3.77	4.10
2do. trimestre 2008	4.12	3.90
3er. trimestre 2008	3.76	3.74
4to. trimestre 2008	3.77	3.51
Promedios		
2007	3.97	3.84
2008	3.88	3.51

* Incluye educación en 2008

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Potencial Incidencia Sectorial de la Reforma Tributaria (IETU)

La reforma fiscal recién aprobada implica un aumento de la carga tributaria de empresas que tenderá a incrementar el crecimiento potencial de la economía en el mediano plazo en la medida en que el uso de los nuevos recursos fiscales sea eficiente y se promueva la inversión (pública y privada). No obstante, en el corto plazo, el sector privado dejara de contar con recursos por 1.1% del PIB (según SHCP) ante el nuevo Impuesto Empresarial de Tasa Única (IETU). Al respecto, surgen interrogantes sobre cuáles serían los sectores con mayor incidencia en este nuevo impuesto y qué importancia tendría en su estructura de costos y márgenes.

Recaudación potencial a partir de cuentas nacionales

El IETU obliga a personas físicas y morales al pago por los ingresos obtenidos por enajenación y/o uso temporal de bienes y prestación de servicios. De forma simplificada, el monto de pago en la economía lo calculamos utilizando datos de cuentas nacionales:

Ingresos: (estimado por valor de la producción).

Menos Deducciones: a) Adquisición de bienes y servicios necesarios para la actividad gravada (aproximada por consumo intermedio); b) Inversiones pagadas en 4T07 y 2008 (estimada de censos económicos); c) Otros deducibles autorizados (donaciones y exenciones de pago del sector primario según estimados por Cámara de Diputados).

Igual Base IETU: multiplicado por tasa IETU (16.5%)

Menos Créditos: multiplicando tasa IETU por: a) Sueldos (considerando remuneraciones de cuentas nacionales); b) Inversiones anteriores, lapso 10 años al 5% sobre lo no deducido (estimado a partir de censos económicos e información de Cámara de Diputados).

Resumen de Cálculo IETU

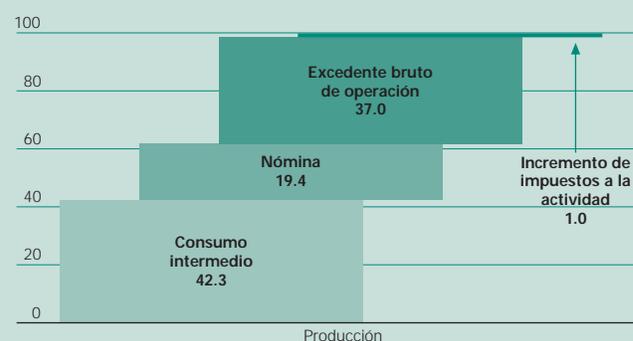
% sobre cifras agregadas de la economía

Concepto	% sobre valor de producción
Valor producción	100.0%
Menos deducibles:	
Consumo intermedio	-42.6%
Inversiones 2008 y 4T07	-15.9%
Otros deducibles	-0.2%
Base IETU (cuentas nacionales)	41.3%
Por tasa IETU (16.5%)	7.4%
Menos créditos	
Nómina (al 16.5%)	-3.6%
Inversiones anteriores (al 16.5%)	-0.1%
Potencial a pagar IETU	3.75%

Fuente: Cálculos propios con datos de cuentas nacionales a 2004 y SAT

Asumiendo que la totalidad de los contribuyentes tributarán bajo el nuevo régimen (se excluye ISR asalariados) y que no se evadiera su pago, la recaudación potencial por IETU ascendería aproximadamente a 5.3% del PIB con tasa de 16.5%. Dicho nivel representaría 3.7% del valor de la producción agregada que se reporta en cuentas nacionales (ver cuadro). Si bien, consideramos que dicho nivel de IETU potencial es equivalente al recaudo potencial del ISR (s/asalariados). Asumiendo una tasa de evasión similar a la actual,¹ no descartaríamos que la recaudación adicional que efectivamente reciba el gobierno sea entre 1.2 y 1.3% PIB en 2008, ligeramente superior a su estimado.

Efecto del IETU sobre la Estructura de Costos % de valor de producción



Fuente: Cálculos propios con datos de cuentas nacionales a 2004 y SAT

Aún en el caso de una recaudación elevada por IETU, el nuevo régimen implicaría una reducción marginal del Excedente Bruto de Operación al pasar de 38% a 37% del valor de lo producido. Lo anterior nos sugiere que en el agregado de la economía existe espacio para que los contribuyentes asuman este mayor gravamen sin trasladarlo plenamente a consumidores finales —vía mayor precio— y que el “drenaje” de estos recursos del sector privado no debería deprimir la actividad económica por sí mismo (el dinamismo continuará dependiendo en mayor medida del crecimiento en EEUU).

¿Qué sectores podrían pagar más?

Las actividades que pudieran contribuir más a la recaudación serán aquellas que gozan de tratamientos especiales bajo el ISR, así como los que presentan un uso intensivo

1 “Medición de la Evasión Fiscal en México”, Samaniego, ITAM (Noviembre 2006). No descartamos que la simplicidad del nuevo esquema permitirá un mayor ingreso del gobierno al acotar las oportunidades de evasión en la economía.

de mano de obra (menores requerimientos de capital y, por ende, de inversión que pueden deducir). En particular, estimamos que aproximadamente el 80% de la tributación adicional por IETU provendría de servicios: Comercio-Restaurantes-Hoteles; Comunales-Sociales-Personales; y Transporte-Comunicaciones.

Recaudación Efectiva del IETU

	% del PIB
Total	1.2%
Agricultura, ganadería y pesca	0.08%
Minería y petróleo	0.01%
Industria manufacturera	0.14%
Electricidad, gas natural y agua potable	
Construcción	0.09%
Comercio, restaurantes y hoteles	0.49%
Transporte y comunicaciones	0.17%
Serv. financieros, inmobiliarios y profesionales	0.13%
Serv. comunales, sociales y personales	0.37%

Nota: Se excluyen emp. públicas y otros sectores por lo que la suma ponderada no coincide
Fuente: BBVA Bancomer

En la actualidad, las cargas del ISR (sin asalariados) en relación a los excedentes generados en cada sector son relativamente reducidas (v.gr. servicios de comercio-restaurantes, construcción, comunicaciones). En este contexto, la recaudación adicional atribuible al IETU por sector haría que los impuestos a las actividades económicas aumentarían en promedio de 4.3% a 5.9% del Excedente Bruto de Operación nacional. Aquellas actividades con menores contribuciones tributarias junto a actividades beneficiadas por tratamientos especiales registren —proporcionalmente a sus excedentes— las mayores alzas. Destaca que para la industria manufacturera las alzas tributarias pudieran acotarse en función a las inversiones (nuevas y pasadas) afectas a ser deducibles y/o acreditables.

Importancia de Carga Tributaria Antes/Después del IETU
% del excedente bruto de operación, 2004



Fuente: Cálculos propios a partir de reportes de SHCP, asumimos que proporción de evasión se mantiene

Si bien el costo fiscal adicional se incrementará en términos generales, el efecto sobre los excedentes de operación después del pago de impuestos sería limitado. Lo anterior no significa que a un nivel de mayor desagregación observemos que aquellos oferentes con estructuras de costos menos eficientes a las de sus competidores experimenten las mayores complicaciones de una mayor carga tributaria.

Valoración final

Consideramos que los impactos económicos de la reforma tributaria son favorables y que los potenciales costos de corto plazo limitados debido a que:

- (1) El objetivo de recaudación es alcanzable y tenderá a ser mayor en la medida en que se mejore la eficiencia de recaudación y aumente la tasa del IETU en el tiempo.
- (2) Mejora la posición financiera del gobierno y reduce el riesgo estructural de la economía. Los beneficios de la reforma serán mayores en la medida en que los recursos adicionales permitan un mayor gasto público en proyectos de rentabilidad social, y detone la inversión pública y privada.
- (3) El diseño tiende a reducir tratamientos fiscales diferenciados lo que implica una mejor asignación de recursos en la economía al acotar las distorsiones artificiales sobre la rentabilidad de proyectos sectoriales.
- (4) La coexistencia de dos grupos de contribuyentes (pagan ISR vs. pagan IETU) permite que las empresas que vean incrementado sus costos fiscales cuenten con menor capacidad para trasladarlos al consumidor final —vía precios— por el riesgo de perder cuota de mercado frente a oferentes que no vean alterado su estructura de costos tributarios.
- (5) La recaudación adicional en proporción a los excedentes de operación en la economía son reducidos.

En términos sectoriales, la incidencia del IETU tenderá a ser mayor para aquellas actividades que tengan bajos niveles de tributación (v.gr. las sujetas a algún régimen especial) y que sean intensivas en mano de obra (v.gr. servicios).

Octavio Gutiérrez o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

Precio del Petróleo: Prospectiva y Perspectiva de Cuentas Externas

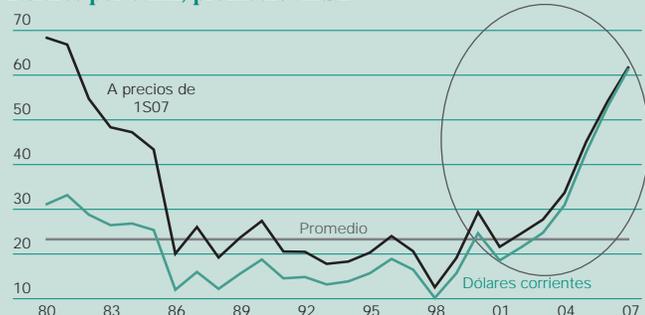
El precio del petróleo se ha quintuplicado

Los precios internacionales del hidrocarburo han mostrado una alza prácticamente ininterrumpida desde 1999 de forma tal que ha llevado a la mezcla mexicana de petróleo a quintuplicarse en estos últimos ocho años (promedio 10.2 dólares por barril, dpb, en 1999 vs. 61.7 en 2007). Dicha trayectoria internacional se atribuye a continuos desajustes entre la demanda y oferta del energético: el dinamismo en el consumo global de petróleo —sustentado en el crecimiento mundial y en el último ciclo expansivo de la economía de EEUU— se ha conjugado con el incremento en los costos de productores para el abastecimiento internacional y con las conflictivas geopolíticas. Esta situación ha persistido al grado de que las proyecciones de precios del petróleo han perdido actualidad con relativa rapidez y llevado a frecuentes revisiones al alza.

En el plano doméstico, la dinámica anterior ha permitido acotar el déficit en cuentas externas y se ha constituido como una fuente de recursos fiscales para el gobierno. Si bien en fechas recientes la mezcla alcanzó cotizaciones superiores a 80 dpb —máximos niveles en términos reales desde 1982— es oportuno valorar cuál pudiera ser su tendencia durante el año y, sobre todo, el papel que podrá jugar en la cuenta corriente bajo el actual contexto económico.

Petróleo: Precio Mezcla Mexicana

Dólares por barril, promedio anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

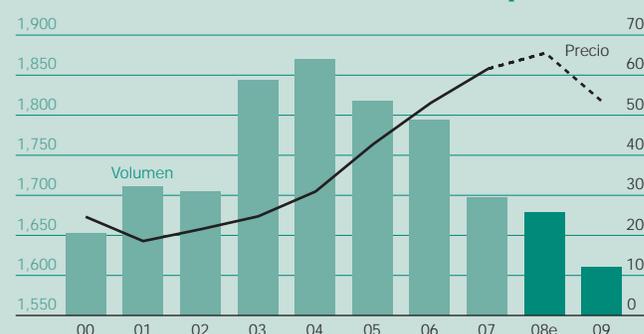
Papel del petróleo y remesas en las cuentas externas durante 2001-07

Entre 2001 y 2007 el precio de la mezcla mexicana se triplicó de 18.6 dpb a casi 62 dpb mientras que la base de exportación aumentó en los primeros años de dicho periodo y disminuyó moderadamente en los dos últimos años. Tan sólo en 2007, el nivel alcanzado se situó a casi diez dólares por encima de nuestra estimación previa, a nueve dólares de los precios observados en 2006 y a 19 dólares del considerado en el presupuesto gubernamental para 2007.

Así, los ingresos por exportaciones petroleras registraron un incremento acumulado de 30 mmd entre 2001 y 2007. Estos recursos sirvieron para amortiguar casi en su totalidad el deterioro de la balanza comercial no petrolera que ascendió a 30 mmd en dicho lapso; y motivó que el déficit comercial se mantuviera abajo de 10 mmd de 2000 a 2006 y en 11.2 mmd en 2007.

Exportaciones de Petróleo Crudo

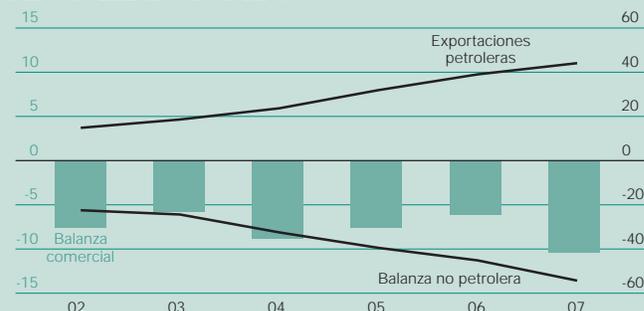
Volumen: miles de barriles diarios, Precio: dólares por barril



e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Balanza Comercial

Miles de millones de dólares

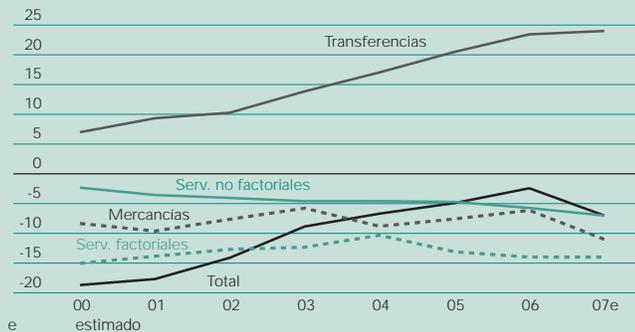


Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Adicionalmente a la contención del déficit comercial por el petróleo, los mayores ingresos por remesas fueron favorables al pasar de 6.6 a 24 mmd entre 2000 y 2007. Con ello, el déficit estimado de la cuenta corriente en 2007 (7.5 mmd, 0.8% del PIB) se ubicó muy por debajo del registrado seis años atrás (18.7 mmd, 3.2%). De esta forma, destacó la heterogeneidad en la evolución de los agregados de la cuenta corriente en dicho periodo: fuerte mejoría en el balance petrolero y remesas; variaciones modestas en servicios factoriales y no factoriales; y ampliación del déficit comercial no petrolero.

Saldo en Cuenta Corriente

Miles de millones de dólares

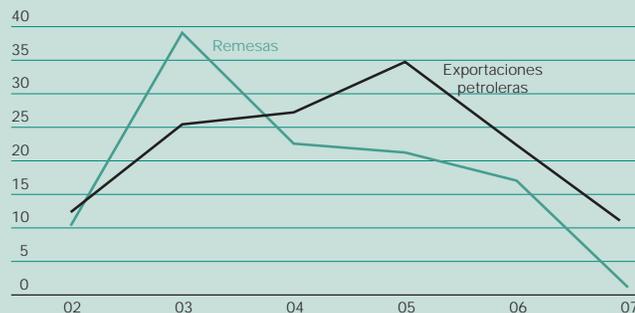


e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

No obstante en 2007 la historia parece estar cambiando: tanto las exportaciones petroleras como las remesas perdieron dinamismo mientras que el déficit no petrolero siguió aumentando frente a la fortaleza observada en la demanda interna. Esta situación se plasmó en un mayor déficit comercial y de cuenta corriente durante 2007 vs. 2006. De continuar esta tendencia, el déficit pudiera regresar en un par de años a niveles entre 2 y 3% del PIB, nivel que resulta modesto y plenamente financiable con recursos de largo plazo (v.gr. Inversión Extranjera Directa).

Ingresos

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Perspectiva: mayor déficit en cuenta corriente en el corto plazo

Actualmente prevalece una elevada incertidumbre sobre el desempeño de factores críticos para la cuenta corriente (crecimiento EEUU, demanda internacional de materias primas, etc). No obstante, existen elementos que permiten apuntar a un gradual deterioro en las cuentas externas para los próximos años.

En cuanto al sector petrolero, la historia reciente ha enseñado que no es fácil pronosticar el precio del petróleo, pero hay algunos datos que son evidentes: el ritmo de

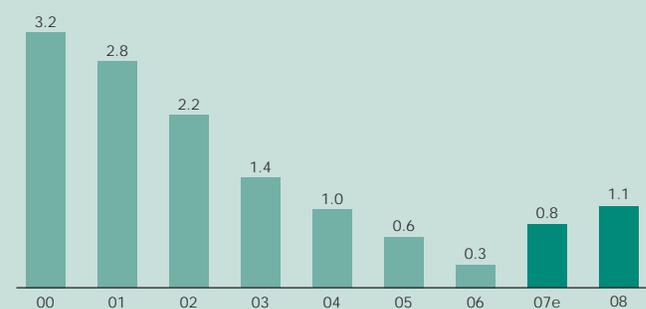
expansión en ingresos por exportaciones petroleras no es sostenible si consideramos que el precio actual del crudo es históricamente elevado lo cual hace menos probable mantener la expansión de los últimos años; a lo que hay que añadir que las perspectivas de volúmenes para exportación son decrecientes.

Para 2008 estimamos que el precio de la mezcla mexicana pudiera situarse próximo a 65 dpb (nivel elevado pero con tendencia decreciente). A diferencia de años anteriores, la perspectiva de precios del hidrocarburo descendiendo gradualmente se sustenta en un crecimiento esperado de EEUU por debajo de su potencial. Bajo este supuesto y extrapolando la tendencia reciente del volumen de exportación de hidrocarburos en 2008, México recibiría alrededor de 2 mmd adicionales por ventas al exterior de petróleo.

Por su parte, es latente que las remesas se moderen en 2008 conforme el sector de la construcción en EEUU continúe desacelerándose y el ciclo migratorio se afectado en el corto plazo por políticas en ese país. Por último, existe incertidumbre sobre el grado de desaceleración en México y EEUU, es probable que nuestro crecimiento sea mayor al de aquella economía por factores internos de demanda. Este crecimiento relativo a favor de México tendería a disminuir las exportaciones netas del país. Si añadimos los efectos anteriores, la cuenta corriente pudiera observar un déficit de 1.1% y 2.4% de PIB en 2008 y 2009 respectivamente, nivel financiable para la economía.

Déficit en Cuenta Corriente

% del PIB



e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

El balance en cuenta corriente es muy sensible al precio del petróleo. Por ejemplo, si este se ubicara en su promedio de 1980 a la fecha (23.3 dpb), el déficit en cuenta corriente sería 4% del PIB. Si bien, estos niveles no resultan preocupantes bajo el entorno actual de elevados precios del petróleo, es un factor a monitorear a lo largo del año.

Fernando González f.gonzalez8@bbva.bancomer.com

Mercados Financieros: entre la Turbulencia Financiera y Presiones Inflacionarias

Durante el inicio de 2008, la incertidumbre en los mercados financieros ha continuado intensificándose como resultado de las continuas y pronunciadas sorpresas negativas en los indicadores oportunos de la actividad económica en EEUU. Lo anterior, junto con la profundización del ajuste en el sector inmobiliario en EEUU —y sus efectos en el sistema financiero— y la mayor restricción de las condiciones crediticias, aumenta la probabilidad de una desaceleración generalizada y pronunciada. De esta manera, los mercados financieros domésticos se debatirán entre el riesgo implícito de un lento crecimiento económico en los próximos trimestres y las presiones inflacionarias de corto plazo.

Postura monetaria

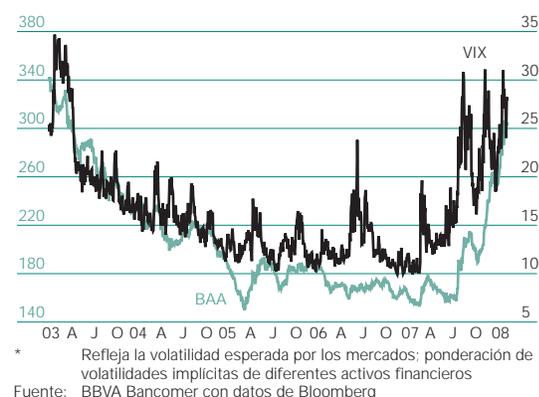
Después de que Banxico estuviera exclusivamente concentrado en los riesgos al alza sobre la inflación, la mayor incertidumbre —ante el deterioro de las perspectivas para Estados Unidos— ha provocado un cambio significativo en el balance de riesgos. Durante los últimos meses, desde la última alza preventiva en octubre de 2007, los mensajes de las autoridades monetarias han sido cada vez más neutrales, y en el último comunicado dejan claro una mayor preocupación por el crecimiento.

Los últimos indicadores económicos en EEUU sustentan la visión de una desaceleración generalizada, lo cual valida nuestro cambio de pronóstico en el escenario de moderación crediticia para esta economía de 2.2% a 1.7% en 2008. No obstante, los riesgos son elevados, y esta proyección tiene claramente un sesgo a la baja.

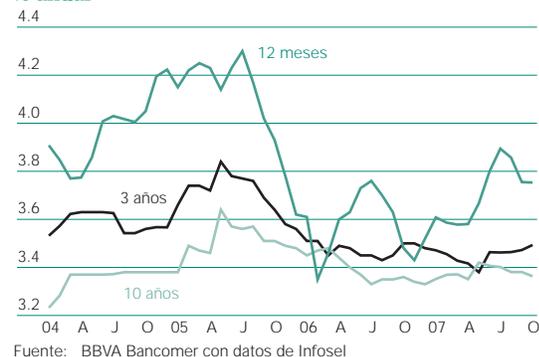
El escenario central para México sigue siendo positivo (crecimiento del PIB de 2.7% en 2008), sin embargo, el factor dominante en este momento es la creciente probabilidad de una desaceleración más pronunciada en EEUU, lo cual, en nuestra opinión, cambia el balance de riesgos y por lo tanto la posible estrategia del Banco Central. Este riesgo, que ya se materializó en un cambio de postura monetaria de la Reserva Federal, llevando su tasa de referencia a 3.0% (relajamiento de 225 pb hasta el momento), ha dejado por ahora el *spread* de tasas de corto plazo entre México y EEUU en 450 pb, nivel no observado desde finales de 2005. Este mayor *spread* ha servido de ancla para el tipo de cambio en este periodo de mayor aversión al riesgo, pero pudiera convertirse en una variable de referencia para los inversionistas globales con visión de más corto plazo si las autoridades monetarias no dan señales claras de una posible acción en caso de que los riesgos sobre la actividad continúen aumentando, y las expectativas de inflación sean de convergencia en 2009.

La economía mexicana va a enfrentar dos choques de demanda con impacto en la inflación: la menor actividad económica en EEUU y la fortaleza relativa del tipo de cambio. Dado que el riesgo es que ambos elementos se exacerbén, la probabilidad de observar una convergencia más atenuante de la inflación ha aumentado. De esta manera, en un entorno en donde la actividad económica se moderará, no habría espacio para restringir las condiciones monetarias, y sí podrían presentarse sorpresas positivas en la inflación, asociadas

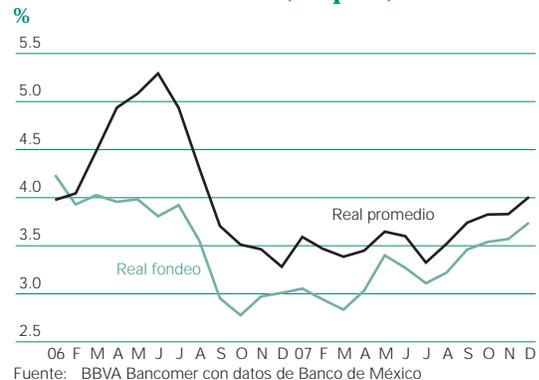
Índice VIX* y Spread Corporativo en EEUU (BAA)



Expectativas de Inflación



Tasa de Interés Real (Ex-post)



Diferencial de Tasas de Interés México-EEUU

Puntos base

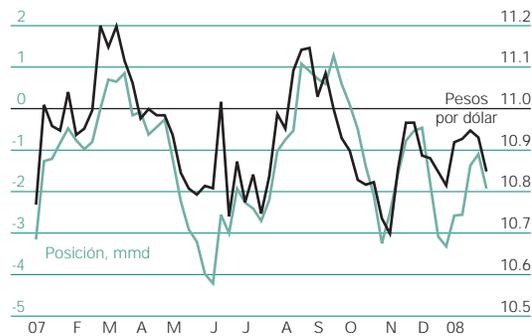


Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reuters

a las menores presiones de demanda en la segunda parte del año y a un menor traspaso del IETU a precios finales, que justificarían un relajamiento monetario. Esta estrategia no estaría en conflicto con el esquema de objetivos de inflación, toda vez que el escenario apoya la convergencia de la inflación hacia la meta de 3.0% en 2009.

El "timing" de la bajada dependerá del grado de deterioro en las perspectivas de EEUU y de si Banxico implementa una acción preventiva sin que haya un traslado en el deterioro de la actividad económica en EEUU a México. Dado que el rezago con el que influye la política monetaria es muy superior al rezago de contagio de la desaceleración de EEUU a la economía mexicana, bien podría optar por retirar en los próximos meses las dos subidas preventivas que llevó a cabo en 2007 y que le han dado ya resultado. La primera bajada podría ocurrir durante este 1T08, pero la incertidumbre dominante en este momento pudiera justificar algún mes más de pausa monetaria. El margen de bajada en este año se situaría entre 75 y 100 pb (hacia niveles más neutrales de política monetaria), siempre y cuando no haya recesión en EEUU (lo cual creemos abriría el margen a más de 200 pb de relajamiento).

Posiciones Netas No Comerciales en Chicago para el Peso y Tipo de Cambio

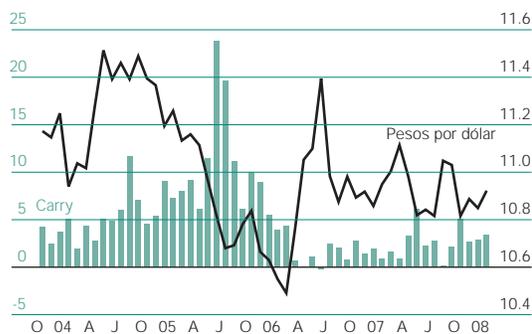


Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Divisa mexicana: fortaleza del peso

El desfase de ciclos monetarios entre México y EEUU se ha prolongado. Este desfase ha incrementado los diferenciales de tasas de interés en mayor magnitud que las percepciones de riesgo, lo cual ha hecho más atractivas las oportunidades de "carry" y las inversiones financieras a favor del peso. Las oportunidades de inversión en la curva en pesos volvieron a ser atractivas ante el amplio "spread" de tasas de interés y la percepción de que Banxico tendrá que relajar su política monetaria ante la creciente incertidumbre económica. Así, en un contexto de pausa monetaria sólo unos meses más (con relajamiento en puerta), crecimiento moderado del PIB, convergencia inflacionaria lenta, y niveles de aversión al riesgo promedio de los últimos meses, el peso mantiene una perspectiva de fortaleza. Adicionalmente, factores fundamentales favorecen al peso en estos tiempos de volatilidad como las presiones provenientes de la evolución de la balanza de pagos aún no son considerables, la inversión doméstica será proporcionalmente elevada, y la estructura de la deuda del gobierno federal.

Rendimientos Anualizados de Operaciones "Carry" Ajustados por Riesgo Peso-dólar



Fuente: BBVA Bancomer

Dos puntos debemos resaltar: 1) Las condiciones que garantizan inversiones financieras con bajo riesgo en México son menores a las percibidas en la primera mitad de 2007. Este hecho explica la razón por la cual el peso no pueda ubicarse de forma sostenida por debajo de 10.80 ppp. Una manera de verlo es a través del promedio móvil de los últimos dos meses de la volatilidad implícita del peso para distintos plazos, y de la volatilidad de los rendimientos generados por operaciones "carry". Los rendimientos ajustados por esta clase de riesgo son más bajos. 2) Esto significa que el retorno de las inversiones está compensando el riesgo de éstas; es decir, un mayor diferencial de tasas no implica una apreciación de manera automática del peso (debajo de 10.7). En suma, las oportunidades de inversión en pesos existen, pero son menores a las de otros países: en periodos de riesgo, este factor apoya una menor volatilidad del peso vs otras monedas emergentes (como ha ocurrido en los últimos meses).

En conclusión, en nuestro escenario central de moderación crediticia consideramos que el tipo de cambio puede fluctuar en rangos de fortaleza de entre 10.7 y 11.1 ppp durante 2008, y cerrar el año en 10.95. Los riesgos sobre el crecimiento en México son elevados ante la probabilidad de que la economía de EEUU enfrente una recesión. En este contexto en el que el dinamismo de la actividad se deteriora, y en consecuencia se dan bajadas más agresivas de la tasa de fondeo, el peso tendería a debilitarse durante el segundo semestre de 2008. El tipo de cambio se mantendría fuerte en una primera etapa, y sería ya entrados los primeros trimestres de muy bajo crecimiento, y con las tasas de corto plazo alcanzando su mínimos, cuando las presiones sobre el peso (por riesgo y caída en las expectativas sobre el valor de la moneda) ubicarían al tipo de cambio por arriba de 11.0 ppp.

La estructura de tasas de interés

La reacción de la curva en este periodo de volatilidad iniciado en el mes de agosto presenta dos facetas: en una primera, hasta principios de enero de 2008, la curva se desplazó a niveles más altos y la pendiente aumentó, reflejando por un lado la mayor aversión al riesgo, y por el otro las presiones inflacionarias del cierre de 2007; en una segunda etapa, desde mediados de enero de este año, la curva se aplanó, es decir, las tasas de interés de mediano y largo plazo disminuyeron en línea con el desplazamiento, también a la baja, de la curva de EEUU.

Debemos resaltar que este episodio de aplanamiento de la curva en México, en periodo de turbulencia financiera y caídas generalizadas de las bolsas, es un evento que no habíamos visto de manera persistente. La curva en la actualidad responde en mayor medida a un entorno de debilidad en la actividad económica y perspectivas de rally de tasas de interés, que al menor apetito por riesgo en los mercados internacionales. De hecho, actualmente la pendiente está prácticamente plana. Las expectativas inflacionarias implícitas en el M10 con relación al Udibono de 10 años, fluctúan cercanas a 3.9%, por lo que pareciera que finalmente los mercados han asimilado que la convergencia de la inflación se dará en los tiempos previstos por Banxico, y que el balance de riesgos, que apoyaría una caída de la inflación más rápida, se concentra en la incertidumbre sobre el futuro desempeño de la actividad económica.

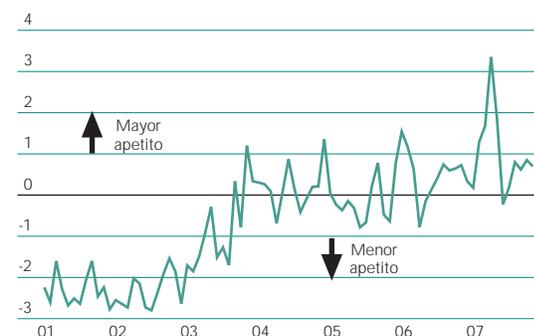
Estimamos que la prima de riesgo de equilibrio entre la tasa de interés a un mes y el bono de 10 años está próxima a los 40-50 pb (ver recuadro "Prima de riesgo de corto y largo plazo: una primera aproximación"). Esto significa que actualmente el mercado empieza a descontar un futuro relajamiento monetario y esperaríamos que la curva fluctúe en torno a estos límites durante el 1S08 (por debajo de este margen, o en equilibrio). Prevemos un M10 (curva equivalente) cercano a 7.5% durante este 1T08, y sólo la volatilidad intrínseca de un ambiente financiero más hostil que el observado a inicios del año podría presionar temporalmente a la parte larga de la curva, aumentando las oportunidades de inversión en este contexto de cambio en el balance de riesgos de Banxico. Esperamos en nuestro escenario central de moderación crediticia un M10 próximo a 6.9% para finales de este año (fondeo bancario en 6.5%), cuya pendiente

Carry Internacional*



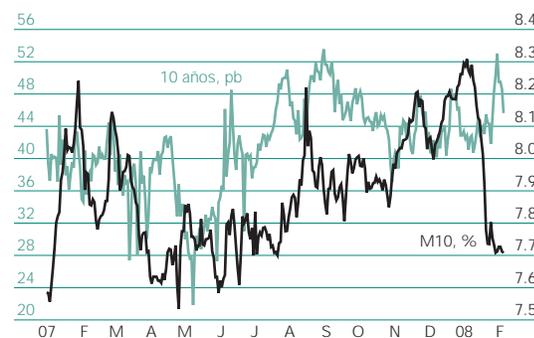
* Diferencial de tasas de interés México-EEUU ajustado por riesgo, %
Fuente: BBVA Bancomer

Indicador de "Apetito por Riesgo" en Activos Denominados en Pesos* Elasticidad, %



* Mide los cambios en el apetito por riesgo en el mercado local
Fuente: BBVA Bancomer

Swap Spread 10 Años y M10 en 1 Año



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reuters

Inflación Implícita del Mercado

M10 - Udibono 10 años, %



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Escenario Financiero Central de Moderación Crediticia

	Fondeo bancario	M10	Peso
2007 (fdp)	7.50	8.20	10.86
Promedio	7.20	7.82	10.92
2008 (fdp)	6.50	6.90	10.95
Promedio	6.96	7.18	10.98

fdp fin de periodo
Fuente: BBVA Bancomer

de 40 pb respondería a una convergencia de la inflación a la meta de Banxico en 2009 (con sesgo a que baje más rápido de lo previsto), y a una comunicación de Banxico más neutral.

Ante la posibilidad para la economía mexicana de enfrentar un ajuste mayor, habría que esperar un aumento en la volatilidad de la pendiente de la curva. Lo anterior reflejaría mayores primas de riesgo en la parte larga, así como una disminución más pronunciada en la tasa de fondeo bancario ante la materialización del credit-crunch en EEUU y sus inminentes efectos en nuestro país. El perfil de relajamiento monetario en este escenario de riesgo pudiera propiciar una curva invertida más pronunciada. No obstante, una vez concretado el ciclo agresivo a la baja en las tasas de corto plazo, esperaríamos una pendiente de magnitud considerable para finales de 2008.

Comentario Final

Desde mediados de 2006, tanto la economía de EEUU como la mexicana comenzaron un ciclo de menor crecimiento económico. Hasta el momento, y a pesar de la revaloración del riesgo financiero, la desaceleración en nuestro país ha sido suave y concentrada en unos cuantos sectores; sin embargo, es relevante señalar que siempre que el ciclo económico entra en una fase menos dinámica, la sensibilidad de las variables financieras aumenta, y el grado de incertidumbre es mayor. La implementación de reformas económicas e institucionales, así como la consolidación de la fortaleza de la demanda interna serán claves del dinamismo económico y percepción del riesgo financiero.

Prima de Riesgo de Corto y Largo Plazo: una Primera Aproximación

La estructura de tasas de interés es un indicador que captura, si no de manera eficiente, una amplia gama de información, y su comportamiento o dinamismo refleja la lectura o expectativas de los inversionistas a fluctuaciones en las condiciones de liquidez y de la economía. De esta manera, la interpretación adecuada de los cambios en la curva se convierte en una herramienta indispensable para evaluar los efectos económicos de lo que espera el mercado y, por lo tanto, para definir la acción de política económica correspondiente.

Hemos sido testigos de un crecimiento exponencial de estudios que bajo ópticas diversas buscan determinar las causas y efectos del dinamismo de la estructura de tasas de interés. En este apartado, sólo nos concentramos en derivar una aproximación de la prima de riesgo de las tasa de interés de corto y largo plazo en el mercado de bonos mexicano (representadas por Cetes 3 meses y M10). La prima de riesgo de un bono a plazo T , de acuerdo a la hipótesis de expectativas, es el remanente entre la tasa de interés de ese bono y el promedio de las tasas de interés esperadas de menor plazo en un lapso de tiempo T . En otras palabras, es el residual entre el rendimiento de mantener un bono T y el "roll over" de bonos con menor plazo durante el tiempo T . Tener una aproximación de esta prima de riesgo nos permitirá intuir sobre los equilibrios a esperar a lo largo de la curva una vez tomados en cuenta las expectativas del mercado.¹

Prima de riesgo de corto plazo

Distintas metodologías se pueden utilizar en el cálculo de una prima de riesgo en el tramo corto de la curva; en esta sección, estimamos de manera directa la tasa de interés de un bono a 3 meses (genérico) en función de las tasas de interés a un mes el día de hoy y la de los próximos dos meses (cada una dividida entre tres). Utilizamos la metodología GMM con el fin de aproximar a las variables observadas en el futuro a los esperados hoy por el mercado (datos mensuales 1996-2007). Se incluyen rezagos de las variables, así como rezagos de la tasa de fondeo como instrumentos. En este caso, la constante estimada más el residual representan la prima de riesgo implícita en la estructura de tasas en su tramo corto; es la prima adicional ajena a la expectativa sobre el futuro movimiento de las tasa de interés (nuestros estadísticos se cumplen satisfactoriamente).

¹ La reciente publicación del BIS Quarterly Review Junio 2007, incluye un capítulo bastante ilustrativo sobre el estado actual de la investigación en torno a las primas de riesgo en el mercado de bonos.

La volatilidad de esta prima de riesgo es bastante alta para el periodo 1996-2002, a pesar de que incluimos promedios móviles 3 meses para esta submuestra; una vez consolidada la inflación en un rango de entre 3.0 y 4.0%, esta prima convergió a un rango mucho más estable. Como puede apreciarse en la gráfica, desde 2005 esta prima ha fluctuado entre 21 pb y 4 pb. El promedio de la prima de riesgo en su tramo estable es de 7.6 puntos base. Se comenta que en EEUU la regla de dedo es de añadir 1 pb por mes a los instrumentos de mayor duración en su tramo inicial. En este caso, nuestras estimaciones nos señalarían que deberíamos añadir alrededor de 3.8 pb por mes en esta parte corta de la curva.

El mercado no esperaba, por consenso, una subida en la tasa de fondeo; si hubiera esperado en septiembre un alza a 7.5%, la tasa de Cetes a 91 días debería haber estado en torno a 7.56-7.58%. Si no la esperara, y sólo hubiese incorporado la prima de 3.8 pb, la tasa de Cetes 91 debió ubicarse en 7.33%. La tasa promedio de esos últimos días fue de 7.37%; es decir, si asumimos que la tasa de Cetes que incorpora únicamente el promedio de prima riesgo es 7.33%, la probabilidad que el mercado le está asignando en este momento a una subida en la tasa de fondeo, implícita en la tasa de Cetes 91, es de 17%. El último dato de Cetes 91 (7.42%) nos señala una probabilidad de 0.36%.

Prima de Riesgo Estimada a un Plazo de 3 Meses Puntos base



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Prima de riesgo de largo plazo

Los enfoques que se han implementado con el objetivo de estimar la prima de riesgo implícita en los bonos de renta fija de largo plazo varían, y van desde VARs, análisis de expectativas, variables latentes, y la estimación de modelos lineales (afine); nuestras estimaciones se basan en la metodología desarrollada en Cochrane y Piazzasi (2005) y (2006). La teoría de la hipótesis de expectativas puede expresarse en términos de la tasa de interés esperada,

de los forwards implícitos en las expectativas de tasas, y de los rendimientos obtenidos por mantener los bonos por un periodo de tiempo determinado, que de acuerdo a esta teoría, el rendimiento esperado debe ser igual a una prima de rendimiento, que a su vez depende del riesgo inflacionario, del movimiento de tasas de interés y una prima de riesgo, la cual queremos estimar. Así, hacemos uso de esta última definición, por lo que estimamos la siguiente ecuación para un bono de 10 años:

$$E(R_{10,t+1}) - i_t = \theta_{10,t}$$

En donde el término de la izquierda es el rendimiento adicional a una tasa de interés de corto plazo (Cetes 28 días), de mantener un bono de 10 años por un lapso de un año (valores genéricos); el término de la derecha es el rendimiento esperado. Con el objetivo de obtener el rendimiento esperado o prima rendimiento, corremos la ganancia obtenida por un bono de 10 años en un lapso de 260 días hábiles contra una serie de factores que resultan significativos en el pronóstico de este rendimiento.

Utilizamos el nivel o cambios de los forwards implícitos a un año en la curva swap de TIIE 28, de instrumentos a 3 meses, 1 año, 3 años, 7 años y 10 años. Datos diarios de diciembre de 2002 a julio de 2006. A partir de esta fecha se usan los rendimientos trimestrales del bono de 10 años, para alargar el periodo a mayo de 2007. Todas las variables explicativas son significativas por lo que construimos una sola variable (factor1: promedio del nivel de los futuros utilizados). Añadimos un AR(1) para corregir autocorrelación. La R² pasa de 62% sin la variable auto-regresiva a 96% con su inclusión, por lo que podemos decir que la especificación del modelo es adecuada y la corrección es únicamente para ganar eficiencia y poder confiar en los estadísticos.²

El parámetro del factor1 es bastante variable, por lo que hacemos una estimación "rolling" cada 100 observaciones. En el 80% de los casos, este parámetro es significativo y siempre mantiene el signo esperado. Este parámetro captura no únicamente la prima de riesgo del rendimiento, sino en general una prima rendimiento que incorpora expectativas de inflación etc. Por ello, estimamos primero un VAR que incluye a la inflación anual diaria (Udis), tasa de fondeo, y las variables ortogonales de la curva que representan el nivel, la pendiente y la curva

de la estructura de tasa de interés. Con ello obtenemos una estimación de estas variables ortogonales cuyos estimados capturan el efecto de las variables macro-económicas. Así, procedemos a estimar la evolución del parámetro del factor1 contra las proyecciones de la pendiente, curva y nivel de la estructura de tasas. La prima de riesgo del rendimiento es igual a la constante. Pero la constante es una variable dinámica, por lo que la estimamos bajo la metodología de espacio-estado.

La gráfica presenta la evolución del factor de riesgo de los rendimientos (promedios mensuales). Asimismo, se presenta la prima de riesgo implícita en el M10. Nos indica en qué nivel se encontraría el M10 como resultado del porcentaje esperado de rendimiento. La diferencia con una tasa de corto plazo (Cetes 28), nos muestra la prima en puntos base. La volatilidad de los resultados es alta, característica incómoda que también se presenta en estimaciones para otros países. Mostramos la evolución a partir de inicios de 2002. La prima de riesgo converge hacia un rango de entre 65 pb y .07 pb. El promedio de esta prima de 2004 a la fecha es de 40 pb. Hoy en día está cercana a 50 pb. Esto implica que un M10 de equilibrio (que sólo incorpora prima de riesgo y fondeo bancario en 7.5%), se ubicaría cercano a 7.9%. En el más largo plazo, con un fondeo bancario de equilibrio en torno a 6.5%, el M10 debería aproximarse a 6.9%.

Prima de Riesgo del Rendimiento Esperado del M10 y su Correspondencia en Puntos Base



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Actualmente, la parte larga de la curva está en niveles ligeramente inferiores a la tasa de referencia de política monetaria. Lo anterior significa que el mercado está anticipándose a un posible "rally" de tasas de interés hacia finales de 2008, y la prima de riesgo en esta parte larga de la curva volverá a ser relevante una vez se divise el fin del esperado ciclo de relajamiento monetario.

2 Se corrige con método Hansen-White para minimizar el problema de traslapes.

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2006	2007	2008	I'07	II'07	III'07	IV'07	I'08	II'08	III'08	IV'08
Actividad Económica											
PIB (variación % real anual)	2.9	2.2	1.7*	1.5	1.9	2.8	2.5	2.3	1.8	1.1	1.5
Gasto personal en consumo	3.1	2.9	1.2	3.2	2.9	3.0	2.5	1.5	1.3	1.0	0.9
Inversión fija bruta	2.4	-2.9	-0.1	-4.5	-3.3	-2.3	-1.2	0.8	-0.5	-0.6	-0.2
No residencial	6.6	4.8	3.2	2.5	4.1	5.1	7.4	7.0	4.3	1.9	-0.3
Estructuras	8.4	13.2	4.3	10.2	12.4	13.8	16.0	15.6	7.7	1.4	-5.9
Equipo y software	5.9	1.4	2.9	-0.5	0.7	1.5	3.7	4.1	3.3	2.3	2.0
Residencial	-4.6	-16.9	-14.3	-16.5	-16.5	-16.5	-18.3	-18.0	-17.5	-13.5	-7.3
Exportaciones totales	8.4	7.9	5.1	6.6	7.1	10.3	7.7	8.1	6.9	3.0	2.8
Importaciones totales	5.9	2.0	-0.1	2.9	2.0	1.7	1.4	0.2	0.6	-0.7	-0.4
Consumo del gobierno	1.8	2.1	2.5	1.2	1.9	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Contribución al Crecimiento (pp)											
Gasto personal en consumo	2.2	2.1	0.8	2.3	2.1	2.1	1.8	1.1	1.0	0.7	0.6
Inversión privada	0.5	-0.8	0.1	-1.1	-1.0	-0.6	-0.4	0.2	0.0	-0.2	0.3
Exportaciones netas	-0.1	0.6	0.6	0.2	0.5	0.9	0.7	0.9	0.7	0.5	0.4
Consumo del gobierno	0.3	0.4	0.4	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Precios y Costos (variación % anual, promedio)											
CPI	3.2	2.9	3.3	2.4	2.7	2.4	4.0	4.4	2.6	3.1	3.2
Subyacente	2.5	2.3	2.3	2.6	2.3	2.2	2.3	2.5	1.8	2.2	2.5
PCE	2.8	2.5	2.9	2.3	2.3	2.1	3.4	3.5	3.1	2.9	2.2
Subyacente	2.2	2.1	2.1	2.4	2.0	1.9	2.1	2.3	2.2	2.0	1.8
Deflactor del PIB	3.2	2.7	3.1	2.9	2.7	2.4	2.6	3.5	3.2	3.1	2.5
Productividad	1.0	1.6	1.0	0.4	0.7	2.7	2.7	2.1	1.3	0.2	0.4
Compensación real por hora	0.7	1.9	0.8	2.2	2.2	3.3	-0.2	1.7	1.0	0.1	0.3
Costo laboral unitario	2.9	3.1	1.8	4.2	4.2	3.1	1.0	1.8	1.9	1.9	1.7
Otros Indicadores											
Producción industrial (variación % real anual)	4.0	1.9	1.5	2.5	1.8	1.6	1.8	2.4	1.6	0.9	0.9
Capacidad utilizada (%)	81.7	81.6	81.0	81.4	81.7	82.0	81.5	81.1	81.0	80.9	80.8
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	16.6	16.2	15.8	16.5	16.1	15.9	16.2	15.7	15.8	15.8	15.8
Inicio de casas (miles, anualizado)	1,812	1,344	1,042	1,460	1,464	1,300	1,151	1,087	1,080	1,011	990
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	175	95	13	109	105	71	94	-10	11	16	35
Tasa de desempleo (promedio, %)	4.6	4.6	5.1	4.5	4.5	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.3
Tasa de ahorro personal	-1.3	-0.2	0.0	-0.6	-0.4	-0.1	0.2	-0.3	-0.2	0.1	0.4
Balanza comercial (mmd)	-759	-711	-635	-177	-179	-174	-182	-156	-164	-168	-147
Balanza cuenta corriente (mmd)	-811	-749	-668	-193	-187	-177	-193	-166	-173	-171	-159
% PIB	-6.2	-5.4	-4.6	-771.8	-746.4	-706.3	-772.9	-663.8	-691.8	-682.5	-634.6
Balance fiscal (mmd, año fiscal)	-248	-163	-399	—	—	—	—	—	—	—	—
% PIB	-1.9	-1.2	-2.8	—	—	—	—	—	—	—	—
Brent (dólares por barril, promedio)	69.1	77.0	69.3	64.9	72.1	78.9	92.1	79.1	69.3	66.6	62.3
Mercados Financieros (fdp)											
Fed funds (%)	5.25	4.25	2.00	5.25	5.25	4.75	4.25	2.50	2.00	2.00	2.00

mmd miles de millones de dólares
fdp fin de periodo
CPI Índice de precios al consumidor
PCE Índice de precios del gasto personal en consumo
* En revisión con sesgo a la baja

Indicadores y Pronósticos México

	2004	2005	2006	2007	2008	I'07	II'07	III'07	IV'07	I'08	II'08	III'08	IV'08
Actividad Económica													
PIB (series desestacionalizadas)													
Variación % real anual	4.2	2.8	4.8	3.3	2.7	2.7	2.9	3.7	3.8	3.4	3.0	1.7	2.6
Por habitante en dólares	6,729	7,484	8,115	8,549	8,998	8,239	8,388	8,610	8,955	8,875	8,857	8,937	9,322
Miles de millones de dólares	683	769	841	894	950	858	876	901	940	933	934	944	987
Inflación (% fdp)													
General	5.2	3.3	4.1	3.8	3.8	4.2	4.0	3.8	3.8	3.7	4.1	3.7	3.8
Subyacente ¹	3.8	3.4	3.8	4.1	3.5	4.0	3.9	4.0	4.1	4.1	3.9	3.8	3.5
Mercados Financieros													
Tasas de interés (% fdp)													
Fondeo bancario	8.55	8.25	7.00	7.50	6.50	7.00	7.25	7.25	7.50	7.50	7.25	6.75	6.50
Cetes 28 días	8.60	8.00	7.00	7.44	6.47	7.04	7.22	7.22	7.44	7.39	7.14	6.64	6.47
TIIE 28 días	9.00	8.60	7.40	7.93	6.77	7.46	7.70	7.70	7.93	7.84	7.54	6.94	6.77
Bono 10 años	9.70	8.50	7.60	8.04	6.90	7.82	7.67	7.81	8.04	7.60	7.20	7.00	6.90
Tipo de cambio													
Pesos por dólar, promedio	11.30	10.70	10.90	10.85	10.95	11.12	10.83	11.03	10.85	10.88	10.95	11.12	10.95
Finanzas Públicas													
Balance fiscal (% del PIB)	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	nd	nd	nd	0.0	nd	nd	nd	0.0
RFSP (% del PIB)	-1.0	-1.4	-0.9	-1.7	-2.0	nd	nd	nd	-1.7	nd	nd	nd	-2.0
Sector Externo²													
Balanza comercial (mmd)	-8.8	-7.6	-6.1	-11.2	-12.0	-9.4	-11.7	11.8	-11.2	-7.2	-6.3	-8.0	-12.0
Cuenta corriente (mmd)	-6.6	-5.2	-2.2	-7.4	-9.7	-5.2	-6.8	-7.5	-7.4	-4.4	-3.7	-5.6	-9.7
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.9	-0.6	-0.2	-0.8	-1.1	-0.6	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.4	-0.6	-1.1
Petróleo (mezcla mexicana, dpb, fdp)	31.0	42.8	50.1	80.0	58.1	50.5	60.0	67.3	80.0	72.1	64.9	60.5	58.1
Agregados Monet. y Act. Bancaria (var. % anual, fdp)													
Captación bancaria tradicional	3.1	3.2	0.9	7.3	4.1	-3.3	-1.4	1.4	7.3	9.6	8.0	5.3	4.1
Créd. vigente banca comercial ³	26.4	29.0	26.9	23.4	11.8	25.3	25.1	28.2	23.4	22.7	18.0	10.8	11.8
Demanda Agregada (var. % anual, desestacionalizada)													
Total	6.17	4.4	7.0	4.5	3.4	3.5	4.3	5.6	4.5	4.0	3.7	2.6	3.2
Demanda interna													
Consumo	3.6	4.6	5.1	3.8	3.8	2.7	3.9	4.4	4.2	3.7	4.5	3.0	3.9
Privado	4.1	5.1	5.0	4.3	3.9	3.5	4.6	4.9	4.2	3.9	4.9	2.9	4.0
Público	-0.4	0.2	6.0	-0.2	2.8	-3.6	-1.9	0.8	3.9	2.1	1.8	4.1	3.2
Inversión	7.5	7.6	10.0	6.0	5.6	4.9	6.9	6.0	6.1	6.5	5.2	4.6	6.5
Privada	8.8	9.7	11.5	7.1	5.7	7.1	6.8	6.8	6.8	6.8	5.2	4.4	6.5
Pública	4.7	1.6	2.0	0.7	5.5	-5.5	3.4	2.2	2.9	5.1	5.0	5.4	6.3
Demanda externa													
Importaciones	11.7	7.0	11.2	5.1	2.9	4.2	3.6	7.4	5.1	4.5	3.0	2.3	1.9
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)													
Agropecuario	3.4	-1.5	4.9	2.0	2.1	0.7	1.9	3.6	2.1	4.5	0.8	2.0	1.0
Industrial													
Minería	4.2	1.7	5.0	1.4	1.9	0.9	1.1	1.6	1.8	2.4	1.9	1.1	1.9
Manufacturas	3.5	2.0	2.4	0.2	1.7	-0.8	1.5	-0.2	0.3	1.2	1.5	2.1	2.0
Construcción	4.0	1.4	4.7	1.0	1.2	0.2	0.8	1.5	1.5	2.2	1.2	0.3	1.3
Electricidad, gas y agua	6.0	3.3	7.3	2.1	4.4	2.6	1.3	2.1	2.6	3.9	4.6	4.1	5.0
Servicios													
Comercio, restaurantes y hoteles	2.8	1.7	5.5	4.0	3.2	5.2	3.1	2.9	4.7	2.8	3.1	3.3	3.4
Transporte y comunicaciones	4.4	4.0	4.9	4.4	3.4	3.9	3.9	4.7	5.0	4.0	3.7	2.6	3.5
Financieras, seguros e inmuebles	5.4	2.8	3.7	2.7	3.4	1.8	2.4	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2	3.9
Comunales y personales	9.2	7.1	9.1	8.7	5.4	7.9	7.4	9.5	10.0	7.1	6.3	3.8	4.4
	3.9	5.8	5.4	5.0	4.3	4.9	4.7	5.3	5.3	4.3	4.4	4.3	4.2
	0.7	1.9	2.9	2.4	1.0	2.3	2.1	2.4	2.7	1.8	1.6	-0.7	1.5

fdp fin de periodo
mmd miles de millones de dólares
dpb dólares por barril
RFSP Requerimientos Financieros del Sector Público
nd no disponible
Nota: Pronóstico aparece con negritas

1 Índice subyacente que no incluye educación
2 Acumulado, últimos 12 meses
3 Al sector privado, incluye Hipotecaria Nacional

Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos Av. Universidad 1200 Col. Xoco 03339 México D.F. Tel. (52) (55) 5621 5994 Fax (52) (55) 5621 3297 www.bancomer.com

Servicio de Estudios Económicos Grupo BBVA

Director

José Luis Escrivá

Economistas Jefe

Norteamérica: Jorge Sicilia

México: Adolfo Albo

Estados Unidos: Nathaniel Karp

LatAm y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Macroeconómico Mercados Emergentes: Sonsoles Castillo

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Juana Tellez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Alejandro Puente

China: Ya-Lan Liu

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo

España: Julián Cubero

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Europa: Miguel Jiménez

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

Análisis de Cuantitativo: Giovanni di Placido

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Servicio de Estudios Económicos Norteamérica

Jorge Sicilia

j.sicilia@bbva.bancomer.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Javier Amador

javier.amador@bbva.bancomer.com

David Aylett

david.aylett@bbva.bancomer.com

Fernando González

f.gonzalez8@bbva.bancomer.com

Leonardo González

leonardo.gonzalez@bbva.bancomer.com

Octavio Gutiérrez

o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

Ociel Hernández

o.hernandez@bbva.bancomer.com

Carlos Herrera

carlos.herrera@bbva.bancomer.com

Alma Martínez

alma.martinez@bbva.bancomer.com

Fco. Javier Morales

francisco.morales@bbva.bancomer.com

Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.bancomer.com

Eduardo Torres

e.torres@bbva.bancomer.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvausa.com

Luis Arregoces

luis.arregoces@bbvausa.com

Marcial Nava

marcial.nava@bbvausa.com

Alejandro Neut

alejandro.neut@bbvany.com

Ignacio San Martín

ignacio.sanmartin@bbvausa.com

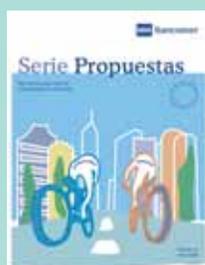
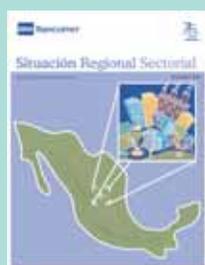
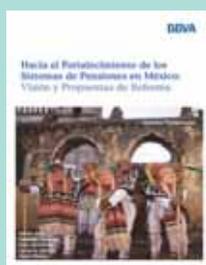
Fernando Tamayo

fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

Elisa Sánchez

elisa.sanchez@bbva.bancomer.com

Otras publicaciones



Situación de:

Argentina

Chile

Colombia

España

Perú

Venezuela

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA Bancomer, S.A. y ha sido elaborado con datos que consideramos confiables; sin embargo, no pretende ser ninguna recomendación de compra o venta de instrumentos financieros.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA Bancomer sobre su exactitud, integridad o corrección.