

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Segundo Trimestre 2009



Una crisis global que muestra
signos de estabilización

México: recesión y recuperación
de la mano de factores externos

El peso, subvaluado pero con
perspectivas de apreciación

El reto de reforzar el margen de
actuación de la política fiscal

Índice

Fecha de cierre: 9 junio 2009

Editorial y Resumen Ejecutivo	1
1. Una Crisis Global que se Estabiliza	3
2. México: Recesión y Recuperación de la Mano de Factores Externos	
Desplome de la demanda procedente de EEUU	6
Los ajustes del mercado laboral en perspectiva	7
Se recuperará el crecimiento en línea con el de EEUU	9
El tipo de cambio, en función de factores financieros globales y de acontecimientos domésticos	11
Inflación, una historia de presiones continuas desde 2006 que están cediendo	14
Consolidación del ciclo de relajamiento monetario	16
Tasas de interés: pendiente elevada llegó para quedarse	18
Balanza de pagos, ajuste ordenado y sin problemas de financiamiento	19
Recuadro: Balance de riesgos de las previsiones e influencia del mercado	23
Recuadro: Cambios de rating, ajustes reactivos ante movimientos del mercado	25
Recuadro: ¿Qué tan subvaluado está el tipo de cambio?	26
Recuadro: Indicador de riesgo macroeconómico sobre el tipo de cambio	28
3. Reforzar el Margen de Actuación de la Política Fiscal	30
Recuadro: Cálculo del saldo público estructural en México	34
4. Indicadores y Pronósticos	36

Consejo Editorial:

Adolfo Albo, Julián Cubero, Jorge Sicilia

Han elaborado esta publicación:

Editor: Julián Cubero	juan.cubero@bbva.bancomer.com
Liliana Castilleja	liliana.castilleja@bbva.bancomer.com
Marcos José Dal Blanco	marcosjose.dal@grupobbva.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
Diseño: Fernando Tamayo	fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

Editorial y Resumen Ejecutivo

La economía mexicana está afrontando el ajuste más rápido e intenso de los últimos 15 años, con caídas de la actividad en la primera mitad de 2009 comparables a las registradas en 1995, lo que supondrá para el conjunto del año un descenso del PIB equiparable al de entonces. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en anteriores ocasiones, los factores domésticos no han sido los desencadenantes del ajuste. México se enfrenta a una crisis externa, al impacto de la restricción de las condiciones de liquidez y a la caída de la demanda global. Por el contrario, las condiciones de la economía mexicana, algunas de las fortalezas construidas en los últimos años, están siendo, en cierta medida, soportes que están contribuyendo a mitigar, aunque menos intensamente de lo requerido, el impacto de la crisis.

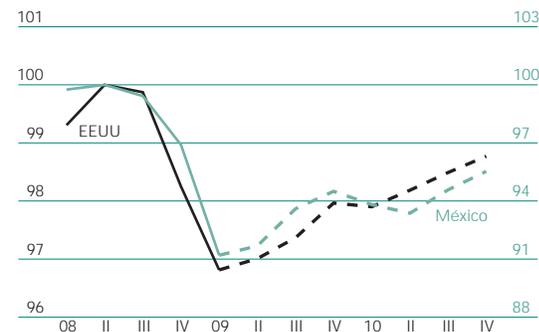
México es una economía más abierta al exterior que antes y es especialmente cercana al foco de la crisis actual, los Estados Unidos de América —EEUU—, lo que explica la intensidad del ajuste que afronta. Pero esa cercanía y apertura a EEUU, que previsiblemente se recuperará antes que otras áreas, combinadas con el impacto del margen de actuación de las políticas monetaria y fiscal implementado en los últimos meses, también facilitarán la salida del aprieto de la economía mexicana.

Pero esa salida no será tan rápida como la registrada en la crisis de 1995. En primer lugar porque la demanda global no crece a los ritmos de entonces ni cabe esperar que la recuperación de EEUU y de otras economías desarrolladas permita regresar a crecimientos tan altos como los de la segunda mitad de los años 90. En segundo lugar, el elevado endeudamiento de las familias norteamericanas llevará a aumentos en la tasa de ahorro y a una reducción per cápita en el consumo de bienes duraderos. Finalmente, si bien la depreciación del tipo de cambio está ayudando en el margen, no lo hará en la misma medida que en 1995, afortunadamente, dado el efecto perjudicial de la devaluación del peso en la inflación y los salarios reales.

En esta situación, cabe preguntarse si en caso de necesitarse un impulso anticíclico adicional desde el lado de la política económica existe margen para ello. Y la respuesta es que quizá ya se están poniendo a prueba los límites de actuación. La política monetaria implementada por Banxico está aprovechando el margen proporcionado por la mejora del entorno financiero global para reducir las tasas de interés, nominales y reales, hasta mínimos históricos, coherentes con el anclaje de las perspectivas de inflación y la intensidad de la recesión de la actividad. A ello se une en el comportamiento de las tasas de interés de largo plazo, la mejora del entorno financiero global, con menores niveles de aversión al riesgo hacia los mercados emergentes.

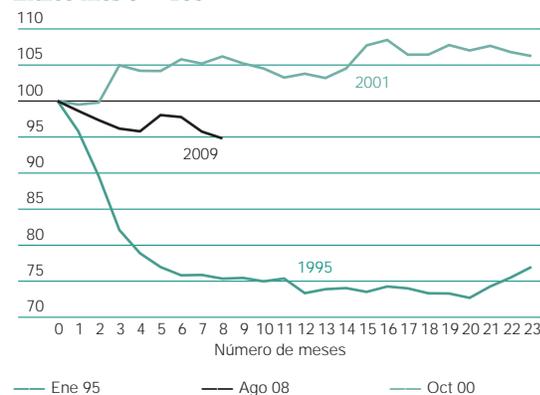
La estabilidad de los mercados financieros en México también es un dividendo del historial acumulado en la gestión satisfactoria de la política económica, lo que le convierte en un país estructuralmente sólido. Esto ha permitido una mayor disponibilidad potencial de liquidez abundante y barata en dólares a través de la Línea de Crédito Flexible aprobada por el FMI. Ello, junto a la línea de financiamiento en dólares con la FED iguala los fondos de las reservas en dólares del

Producto Interno Bruto Índice 2T08 = 100



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Reserva Federal

México: Masa Salarial Real Índice mes 0 = 100



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

México: Gasto Público en Consumo e Inversión
 Contribución al crecimiento, puntos porcentuales



Nota: Sombreados los periodos recesivos
 Fuente: BBVA Bancomer

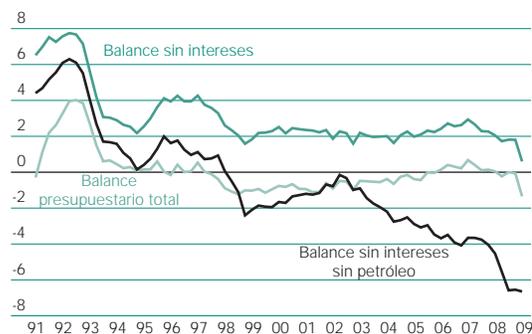
banco central, lo que aleja la posibilidad problemas de financiamiento de la Balanza de Pagos. A menor dinamismo económico, la brecha entre importaciones y exportaciones de bienes y servicios tiende a cerrarse, y el nivel y la estructura de vencimientos de la deuda mexicana frente al exterior, pública y privada, limita el aumento previsto del déficit de la balanza de factoriales.

Por el lado de la política fiscal, México está pudiendo implementar por primera vez en su historia una estrategia anticíclica, mitigando parcialmente el impacto de la crisis fundamentalmente con aumentos del gasto en inversión pública y, también, con transferencias de renta instrumentadas con regulaciones de precios o apoyos a la liquidez empresarial a través de avales de la banca de desarrollo. Pero con todo, el programa implementado supera con poco el 1% del PIB, lo que puede suponer finalmente un impulso al crecimiento de aproximadamente la mitad.

Si fuese preciso profundizar en medidas discrecionales para impulsar la demanda o apoyar la renta disponible de empresas y familias, no se podría ir mucho más allá de lo aprobado hasta ahora sin alcanzar los límites establecidos en la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria. Esto no es un problema específico de los límites —aunque cabría considerar la posibilidad de tener objetivos de déficit público y de superávits coherentes con el ciclo— sino de la estructura de ingresos y gastos públicos.

Como se desarrolla en la publicación, el control del déficit público de los últimos años se ha apoyado en una contribución creciente del saldo positivo entre ingresos y gastos ligados al petróleo. El saldo público sin la contribución petrolera es fuertemente deficitario, lo que teniendo en cuenta las perspectivas de medio plazo de explotación de este recurso, supone una vulnerabilidad estructural de las cuentas públicas, además de introducir elementos de incertidumbre en el corto plazo por la evolución de los precios. En esta situación, dado además lo limitado de la base recaudatoria no petrolera, se hace descansar sobre el gasto público el control del saldo presupuestario, lo que dificulta que este cumpla apropiadamente su papel de estabilización cíclica y de provisión de bienes públicos como sanidad, educación o seguridad. En definitiva, obstaculiza que la política fiscal contribuya lo mejor posible a impulsar el crecimiento a largo plazo de la economía y el aumento de bienestar de la población.

México: Saldo Público
 % PIB, prom. móvil 4 trimestres, positivo = superávit



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y SHCP

Una Crisis Global que se Estabiliza

En el segundo trimestre de 2009 mejoró el panorama económico con menores tensiones en los mercados financieros y un aparente menor ritmo de deterioro de la actividad real

Desde una perspectiva global, la evolución de la economía desde principios de 2009 siguió estando marcada por elevados niveles de tensión en los mercados financieros que se han ido corrigiendo según avanzaba el año. Así, en mayo los CDS¹ bancarios norteamericanos alcanzaron el mínimo nivel desde la quiebra de Lehman Brothers, y los europeos han visto su valor más bajo desde noviembre de 2008. Por otra parte, en los mercados interbancarios también se están registrando importantes correcciones, con el diferencial OIS² a tres meses en EE.UU. y en la UEM en niveles mínimos desde principios de 2008. Sin embargo, en ambos casos aún se trata de niveles de tensión significativos, tanto en comparación con los registrados en las primeras fases de la crisis como con los vigentes en la etapa previa a la misma.

La continuidad e intensificación de la contracción de la economía global en los primeros meses del año fue un elemento fundamental para mantener elevados los niveles de aversión al riesgo. Así, los datos del primer trimestre de 2009 continuaron mostrando fuertes descensos de la actividad en EEUU (-1,6% en tasa trimestral), con un ritmo de caída muy similar al del cuarto trimestre. En Europa, los indicadores mantuvieron un tono excepcionalmente negativo, con una caída del PIB en el primer trimestre de 2,5% respecto al último trimestre de 2008, superior al descenso de 1,6% observado en el cuarto. No obstante, el tono general de los indicadores de coyuntura con los datos disponibles hasta la fecha y relativos a abril y mayo está siendo, por lo general, menos negativo. Este cambio supone que el ritmo de contracción de la actividad se podría estar moderando, aunque aún se observarán probablemente caídas en el corto plazo. Los mercados reaccionaron positivamente a esta posible inflexión de la coyuntura, pero la continuidad de este movimiento sigue sujeta a la incertidumbre en torno a la duración final de la crisis.

Medidas públicas para estabilizar la situación del sistema financiero, más intensas en EEUU

Ante la continuación de las tensiones financieras y la contracción de la economía global, los gobiernos han incrementado las medidas para afrontar la crisis financiera global. EE.UU. sigue siendo la economía que más ha avanzado en la adopción de estas políticas, especialmente después de que la nueva administración lanzara un nuevo programa de medidas destinado a la estabilización del sistema financiero. Una pieza clave dentro de este programa fue la realización de pruebas de estrés ("stress test"), de resistencia de los balances de las principales instituciones financieras ante escenarios económicos adversos, con el objetivo de conocer y difundir sus necesidades de capital, eliminando la incertidumbre existente sobre este asunto. Los resultados del test indicaron que 10 de las 19 principales entidades financieras americanas necesitan 75 mM de dólares de capital adicional, que deberán conseguir en seis meses. Estos resultados tuvieron buena acogida en el mercado, favoreciendo la reciente reducción en las tensiones

Bancos: CDS Deuda Senior 5 Años Puntos básicos



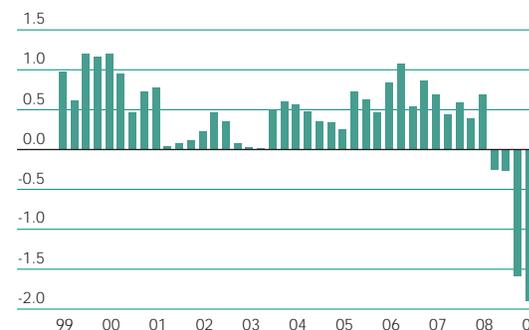
Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Mercados Interbancarios: Diferencial OIS a Tres Meses Libor tres meses - OIS tres meses



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

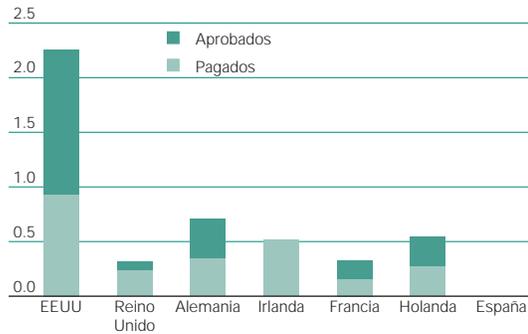
UEM: Crecimiento del PIB Variación % trimestral



Fuente: BBVA con datos de Datastream

- 1 *Credit Default Swap*, acuerdo de cobertura del riesgo de impago de un título financiero cuyo subyacente es un crédito.
- 2 Diferencial de la tasa interbancaria con el *Overnight Index Swap*, recoge por lo tanto el grado de riesgo asignado a los préstamos interbancarios.

Programas de Capital Bancario % sobre el total de activos bancarios



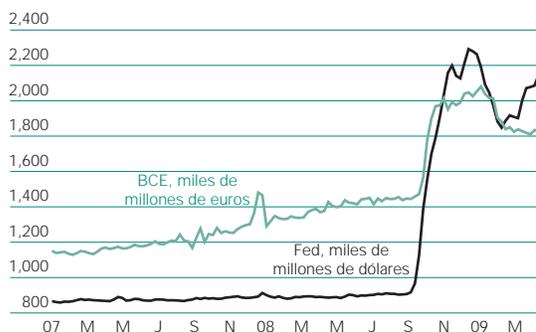
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Datastream

Tasa de Interés Hipoteca Promedio a 30 Años en EEUU



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Bancos Centrales: Activos Totales



Fuente: BBVA con datos de Datastream

financieras. Además, varias entidades financieras emprendieron rápidas y exitosas acciones para incrementar sus recursos propios. Un segundo elemento importante en el esfuerzo de estabilización del sistema financiero es facilitar el saneamiento de los balances bancarios: reducir su tamaño y el riesgo asumido. Para lograr este objetivo, se ha instaurado el Programa de Inversión-Público-Privado, con el que se pretende atraer a inversores privados a la compra de activos estructurados —activos ilíquidos y de difícil valoración con criterios de mercado— de los bancos a través de fondos donde el capital será aportado conjuntamente por el sector privado y el público, con un grado de apalancamiento muy significativo. Finalmente, la nueva administración de EE.UU. ha puesto en marcha un plan destinado a mejorar el acceso a la vivienda y a evitar embargos.

La valoración del SEE BBVA de la estrategia de estabilización bancaria en EE.UU. es positiva pues tiene un enfoque global del asunto —el activo y el pasivo del balance bancario—, con escenarios de estrés creíbles y por involucrar en la solución al sector privado. Con todo, la implementación de los planes aprobados presenta grandes complejidades, y si estos elementos no se conjugan correctamente o no se aprovechan las potenciales sinergias entre los distintos programas, su impacto podría verse limitado.

La Reserva Federal, por su parte, ha sido un actor clave en el proceso de estabilización financiera y de lucha contra el riesgo deflacionario. Así, la Reserva Federal se ha embarcado en un programa de compra de 1.250 mM\$ de bonos hipotecarios de las agencias *Freddie Mac* y *Fannie Mae* buscando reducir el costo de financiamiento de las hipotecas de los estadounidenses. Otro paso clave fue el anuncio de compras de deuda pública por valor de hasta 300 mM\$. Además, la Reserva Federal participará en el financiamiento del Programa de Inversión Público-Privado, que podría llegar a alcanzar un tamaño cercano a 1000 mM\$.

En Europa, los esfuerzos de estabilización financiera han seguido centrados fundamentalmente en el ámbito nacional, con iniciativas muy diversas según los países. Así, Alemania e Irlanda están ultimando los detalles de un "banco malo", una entidad que comprase los activos de mayor riesgo de los bancos. Por su parte, el BCE continuó con su proceso de bajadas de la tasa de interés oficial, que se sitúan al momento de redactar estas líneas en el 1%. La autoridad monetaria europea ha decidido seguir realizando las subastas semanales de liquidez mediante el sistema de tipo fijo cubriendo la totalidad de la demanda ("full allotment") durante el tiempo que sea necesario y en cualquier caso hasta después del final del 2009 y, se ha extendido el plazo de los préstamos realizados por el BCE hasta los 12 meses. Por otra parte, en mayo se anunció la adquisición de 60mM de euros en cédulas bancarias.

La adopción de estas medidas de política monetaria esta justificada, pues a corto plazo el riesgo fundamental es que la persistencia de una situación económica muy débil resulte en el mantenimiento de tasas de inflación negativas durante demasiado tiempo. Además, aunque los balances de los bancos centrales siguen mostrando una fuerte expansión (especialmente en el caso de la Reserva Federal), los bancos centrales no deberían tener dificultades en drenar la liquidez de forma rápida llegado el momento.

Los países emergentes acusan la situación global, pero reciben apoyos importantes

Los países emergentes también han sido afectados por la crisis financiera global y la fuerte caída del comercio internacional, y es probable que muchos de ellos sufran recesiones en 2009. Sin embargo, la principal economía emergente, China, puso en marcha planes de soporte basados en un estímulo fiscal masivo y una relajación excepcional del crédito bancario. Con ello, la economía china —que se ralentizó sustancialmente en el cuarto trimestre de 2008—, comenzó en el primer trimestre de 2009 a justificar la expectativa de que podría alcanzar un crecimiento del 8% en el conjunto del año. Por otra parte, resulta destacable que el impacto de la situación global por el momento se haya limitado a la actividad económica real, sin que se hayan producido aún crisis financieras en países importantes. Sin embargo, es cierto que algunas regiones son especialmente vulnerables. En particular, los países del Este de Europa presentan riesgos elevados, dadas las características de sus sistemas financieros —con reducida disponibilidad de liquidez doméstica y elevado peso de crédito en moneda extranjera—, dominados por el financiamiento de algunos bancos europeos presionados a su vez por su exposición a la crisis global.

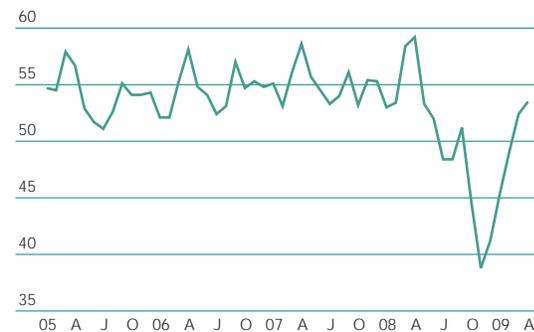
En cuanto a las variables financieras, hacia el final del primer trimestre se revertió el sentimiento negativo en los mercados, predominante en la parte inicial del año. Especialmente importante para los mercados emergentes resultó la cumbre del G-20 del 2 de abril en Londres. En ésta, los dirigentes de las principales economías del mundo decidieron aumentar los recursos del Fondo Monetario Internacional (FMI) en 750 mM\$ y permitir la emisión de otros 250 mM\$ en Derechos Especiales de Giro (DEGs). Este aumento de los recursos del FMI permite financiar la Línea Flexible de Crédito, un nuevo programa del Fondo destinado a ayudar a aquellos países con fundamentales sólidos que estén atravesando por problemas temporales de financiamiento. Por el momento México, Polonia y Colombia han acordado líneas de crédito a través de este programa. Posteriormente, los países emergentes se beneficiaron del mayor apetito por el riesgo observado a nivel global en los mercados financieros. Así, comenzaron a observarse flujos financieros de entrada en los países de Asia y Latinoamérica.

Pese a la estabilización registrada y las medidas tomadas, la recuperación sigue siendo de intensidad y comienzo incierto

La efectividad de las políticas de saneamiento de los sistemas financieros por un lado, y de las políticas fiscales de estímulo de la demanda por el otro, centrarán la atención en los meses próximos. El impacto final de las mismas determinará el momento de inicio, el ritmo y las áreas geográficas en las que se consolidará la recuperación económica.

A pesar de que las medidas mencionadas están teniendo un impacto favorable en la economía en 2009, los elementos de una posible recuperación hacia fines de 2009 y comienzos de 2010 son todavía inciertos. Los datos recientes parecen sugerir que el ritmo de deterioro económico se frena. No obstante, la salida de la recesión sería en todo caso con tasas de crecimiento muy moderadas y por debajo del crecimiento potencial. Además, es probable que ocurriera más tarde en Europa, dada la mayor lentitud en la adopción de medidas de estabilización financiera y de política monetaria. Estas incertidumbres obligarán a los bancos centrales a mantener tipos oficiales bajos por un largo periodo de tiempo.

China: Indicador PMI



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Diferenciales EMBI

Puntos básicos



Fuente: BBVA con datos de Datastream y JP Morgan

Mercados Emergentes: Entradas de Fondos Minoristas en Renta Fija

% del total de activos, promedio móvil 4 semanas



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

EEUU: Importaciones de Bienes y Servicios

Miles de millones de dólares



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Federal Reserve

Desplome de la demanda procedente de EEUU, primer cliente de México

A mediados de 2008, el tensionamiento de las condiciones de financiamiento en el mundo impactó fuertemente a la demanda externa, particularmente de Estados Unidos, país receptor del 81% de las exportaciones mexicanas. Las importaciones estadounidenses totales sufrieron una de las caídas más importantes de su historia, cayendo el 34% en los nueve meses transcurridos desde su máximo en julio de 2008, con lo que en marzo de 2009 se encuentran en el nivel nominal de octubre de 2004.

Las exportaciones manufactureras mexicanas a EEUU tuvieron un descenso a marzo de 2009 de 22.7% (medidas en términos de dólares), mientras que las dirigidas al resto del mundo cayeron en 34.7%. Algunas de las manufacturas más afectadas fueron las de la rama automotriz (-34.6%), máquinas y material eléctrico (-20.3%) y aparatos mecánicos (-13.1%). En el primero de estos casos el descenso viene acompañado de lo que será una de las reestructuras industriales más importantes de los años recientes. De esta forma, el valor de las exportaciones no petroleras ha caído poco más de 5,174 millones de dls desde abril de 2008 a 2009, que equivale a un descenso de 24.6% anual.

Por su parte, las exportaciones petroleras no mitigaron el comportamiento descrito del resto de ventas mexicanas al exterior, sino que lo acentuaron. En el primer cuatrimestre del año se produjo una recuperación del precio del crudo de 13 dls —de 33.3 dls por barril (dpb) en promedio en diciembre pasado a 46.4 dpb en abril—. Sin embargo, la plataforma de exportación está en un proceso tendencial de descenso, que ha implicado, en promedio, 151 mil barriles menos de exportación diarios en el mismo lapso de tiempo. Con ello, el valor de las exportaciones petroleras es en abril un 57% menor que hace un año.

Por otro lado, el volumen de importaciones, variable estrechamente ligada a las exportaciones (72% de las importaciones los constituyen bienes intermedios) se han moderado significativamente, y su volumen en términos de dólares, al igual que el de las exportaciones, es equiparable al nivel de mayo de 2005. La más rápida moderación de las importaciones que de las exportaciones, ha cerrado el saldo en balanza comercial en los meses recientes cuya balanza es levemente superavitaria por 209 md en abril del presente año ((-)1,726 md excluyendo a las exportaciones petroleras).

La actividad se ajusta a la baja, el empleo cae y afecta al gasto doméstico

A la par de la demanda externa, la producción industrial ha caído muy fuertemente en los últimos meses, intensificando un deterioro que comenzó hace más de un año. Por su relevancia en las exportaciones, dentro de la actividad manufacturera destaca en particular el deterioro de la rama automotriz (80% de la producción automotriz se destina a la exportación), cuya pérdida en valor agregado entre finales de 2006 y el 1T09 equivale a 30% (-38% respecto al mismo periodo del año pasado). En conjunto, las caídas más intensas se han dado en las

Producción Automotriz para Exportación

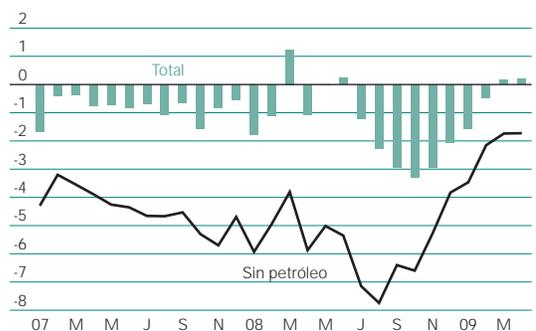
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de AMIA

Balanza Comercial

Miles de millones de dólares



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

actividades más estrechamente ligadas al ciclo estadounidense, pero las más dependientes del mercado interno también están registrando un ajuste intenso aunque más reciente, tan acusado como el de las ramas más expuestas a la demanda exterior.

El sector terciario de la economía sufrió en el primer trimestre del año un desplome sólo comparable al observado en el segundo trimestre de 1995. Así, en el 1T09, el valor de los servicios fue casi 8% inferior al de un año antes y 17% menor el de las actividades comerciales, que representan 22% de los servicios. Además, en el primer trimestre, en adición al desplome en el comercio, la caída se generalizó en otros servicios, de modo que 10 de las 14 ramas que integran el sector terciario cayeron en relación al año previo. Cabe mencionar que ramas en los servicios que sí crecieron se pueden relacionar a dinámicas del sector público, que como veremos está mitigando el impacto de la crisis. Este es el caso de servicios educativos (0.7% a/a) o del valor de las actividades del gobierno (1.9% a/a).

El canal a través del cual se produce esta rápida transmisión de la drástica contracción en la demanda externa en el conjunto de la actividad mexicana es el descenso del empleo y del ingreso disponible, lo que reduce la capacidad de gasto agregado de hogares y empresas.

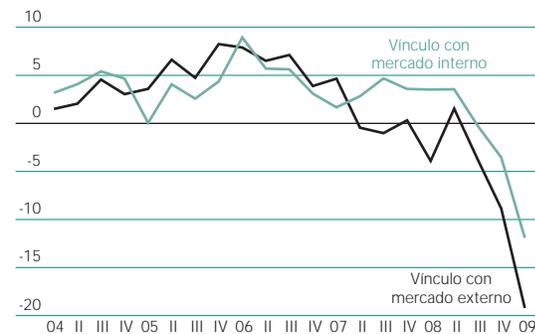
Los ajustes del mercado laboral en perspectiva

Al mes de abril de 2009, la economía mexicana había perdido un poco más de 500 mil puestos de trabajo contra el mismo mes del año anterior ó 534 mil cuando la referencia es el máximo de empleo observado en el transcurso del año 2008. La desaceleración en la creación de empleos fue gradual en 2007, se intensificó en el primer semestre de 2008 y se profundizó al cierre de dicho año para atenuar su ritmo de deterioro en los meses más recientes. La contracción de empleo fue sorpresiva en su intensidad, pero no inesperada, ya que va de la mano de la recesión global que contrae la demanda externa, especialmente en el mercado automotriz. Estos factores impactan especialmente en una economía como la mexicana, abierta al exterior, concentrada en relativamente pocos mercados y productos y con márgenes de maniobra de la política económica para mitigar el impacto de la crisis limitados.

El 90% de los empleos perdidos en los últimos meses se registraron entre los asegurados permanentes y el resto en los empleos eventuales. Esto no es extraño dado que de los asegurados totales, la mayoría (88%) son permanentes, que además registran una tasa anual de contracción un poco más alta (3.6% anual) que la que se da entre los eventuales (2.5%).

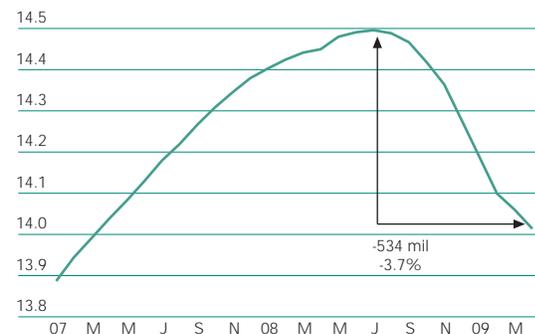
La evolución mensual del empleo en eventos de desaceleración de la economía tiene algunas diferencias con respecto al comportamiento actual. Una caracterización simple, a partir del momento en que inició la contracción nos muestra lo siguiente: En 2008-09 el ajuste en el empleo comenzó siendo menos intenso que el de 2001, para después ganar profundidad paulatinamente, aunque sin acercarse a los ritmos de deterioro de 1995. Estas diferencias en el comportamiento del empleo en los tres momentos de ajuste de la actividad registrados por la economía mexicana reflejan las peculiaridades específicas de esos periodos.

Manufacturas no Automotrices* Variación % anual



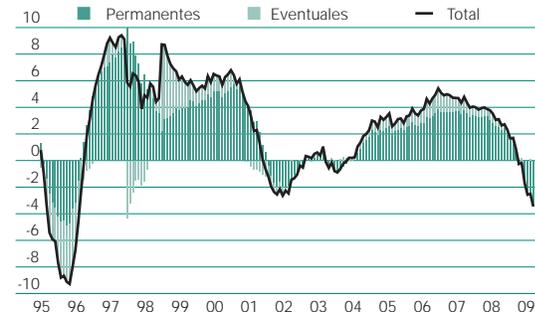
* Vínculo con mercado externo se consideran las ramas cuyo coeficiente de correlación con el ciclo de las manufacturas estadounidenses es mayor a 0.6 entre 2004 y 2008
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Empleo Formal Privado Millones, ajus. estacionalmente, prom. móvil 3 meses



Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS y STPS

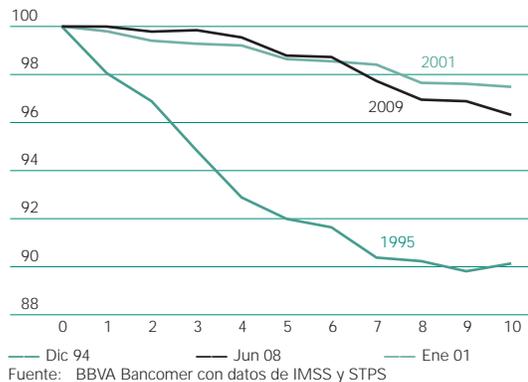
Contribución al Crecimiento del Empleo Formal Privado Puntos porcentuales



Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS y STPS

Empleo Formal Privado

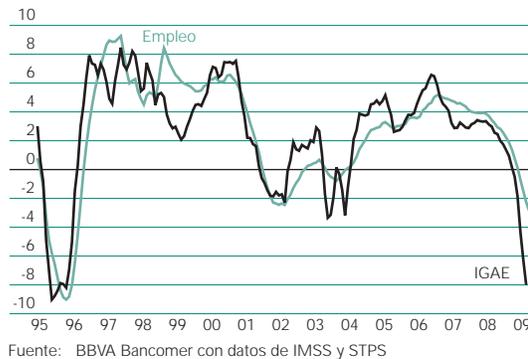
Nivel máximo = 100



La pérdida de empleos fue mucho mayor en términos relativos en 1995, pero también es cierto que la recuperación contó con elementos de impulso que ahora no se van a dar, al menos tan intensamente. En 1995 hubo una crisis financiera interna, pero en un entorno externo globalmente favorable apuntalado por la entrada en vigor del TLCAN (firmado en dic de 2003 y vigente a partir de 1994) y la demanda externa en crecimiento. Específicamente, en la crisis financiera de 1995, el TLCAN y el abaratamiento del costo de la mano de obra en dólares impulsaron las exportaciones manufactureras en dólares nominales y entre ellas sobre todo las más intensivas en mano de obra como la de productos textiles. Sin embargo, en 2001, la presencia de China en el mercado norteamericano aumentó, tanto por su capacidad competitiva como por el estatus de Relación Comercial Normal Permanente que EEUU dio a la República Popular de China en mayo de 2000 y su incorporación a la OMC en diciembre de 2001. Todo ello facilitó la caída de las exportaciones manufactureras mexicanas en 2001 y su práctico estancamiento en 2002 y 2003. Este choque estructural para México supuso el freno del mercado laboral hasta 2004.

Actividad y Empleo Formal Privado

Variación % anual, promedio móvil 3 meses



En el presente se combina el soporte de la estabilidad nominal de la economía —las perspectivas de inflación baja y estable y una necesidad de financiamiento exterior manejable— con un entorno externo mucho menos favorable, más débil. Pero también, ciertamente, impactando en ramas de actividad más intensivas en capital que en mano de obra, lo que explica el desfase existente entre el ajuste de la actividad y el del empleo. Finalmente, la situación actual apunta a una recuperación muy gradual de la actividad y el empleo en los próximos meses.

Manufacturas y Construcción son los sectores con mayores impactos negativos

Al igual que la actividad productiva, la evolución del empleo es muy heterogénea entre sectores de actividad y entre regiones geográficas o entre entidades del país y se define en términos generales por el impacto de la crisis en cada sector de actividad y por la vocación productiva de cada zona geográfica. En este contexto la contracción del empleo se concentra en el sector industrial con 526 mil plazas cerradas, en tanto que los servicios tuvieron un aumento pequeño de 46 mil puestos de trabajo, pero con tendencia decreciente. Por su parte, el sector agrícola, con una contracción de cinco mil empleos, juega un papel marginal en la evolución general, por ser relativamente pequeño y volátil.

Por tanto, la disminución neta del empleo se concentra prácticamente en un solo sector, y tomando en cuenta el tamaño relativo de la ocupación industrial, la cual representa el 35% del empleo formal privado, el impacto de la recesión es más significativo. Al interior del sector industrial, se observó contracción en la industria de la transformación (-10.8% en el presente año y -1% el año anterior) y en la construcción (-9.4%), esto implica que se han cerrado o desocupado uno de cada ocho empleos en transformación y uno de cada diez en la construcción; En contraste, en las industrias eléctricas y extractiva la evolución fue favorable. En servicios, el comportamiento también es diferenciado por rama, con dos sectores creciendo y dos en contrac-

Evolución Anual del Empleo

Asegurados en el IMSS, creación neta, abril 2009

	Nivel millones	Variación anual	
		Miles	%
Total	13,849.8	-484.9	-3.4
Agricultura	348.6	-5.3	-1.5
Industria	4,857.4	-526.1	-9.8
Extractiva	96.7	4.6	4.9
Transformación	3,486.9	-423.1	-10.8
Constucción	1,101.3	-114.3	-9.4
Eléctrica	172.5	6.8	4.1
Servicios	8,643.8	46.5	0.5
Comercio	2,831.3	-3.7	-0.1
Transportes	748.2	-21.1	-2.7
Para empresas y personas	3,319.1	13.9	0.4
Sociales	1,745.2	57.3	3.4

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

ción: Servicios Sociales (+3.4%), Servicios para empresas y hogares (0.4%), Comercio (-0.1) y Transportes (-2.7%). Para el total del sector servicios, el dinamismo al mes de abril (+0.5%) es el más bajo de los últimos nueve años y la tendencia parece anticipar tasas negativas en los próximos meses, en parte por el impacto de la emergencia de salud. Mientras la ocupación en el sector industrial está asociada a la disminución de la demanda externa, en los servicios el determinante principal es el mercado interno.

Entidades fronterizas y zonas industriales son los territorios más vulnerables al ajuste actual

La evolución del empleo en las diferentes entidades del país refleja su vocación productiva y su relación comercial con el exterior, pero en general todas muestran una evolución desfavorable en los últimos meses aunque con fuertes diferencias entre ellas. La frontera y las principales ciudades industriales del país son necesariamente las más afectadas por la actual coyuntura económica, pero las zonas que dependen más de la agricultura, del comercio interno o del peso relativo del sector público en su economía han podido incrementar su plantilla laboral. Así, al mes de abril, mientras en Chihuahua o Baja California se registran caídas de 14% y 10% respectivamente, en Chiapas o Oaxaca hubo crecimientos entre 4% y 6%.

La desaceleración o contracción del empleo también es diferencial en el tiempo, en Baja California Sur y Chihuahua las primeras tasas negativas se registraron en marzo y abril de 2008, respectivamente (desde luego, esto implica que los niveles de empleo en dichas fechas son inferiores a los de 2007, por tanto, el problema ya viene durando), pero en Oaxaca el primer cuatrimestre de 2008 es mejor que el del año previo.

Masa salarial con contracción por primera vez en los últimos diez años, pero con el soporte del anclaje de las perspectivas de inflación

El deterioro en el empleo y una evolución de las remuneraciones nominales por debajo de la inflación se combinan para una contracción, en marzo, de 4% anual de la masa salarial. Después de la recuperación de la crisis de 1995, la coyuntura actual es la primera ocasión en que la masa salarial pasa a números rojos, relevante por el posible impacto en la demanda interna. Las tasas negativas de masa salarial se empezaron a presentar desde finales de 2008 y es poco probable regresar a tasas positivas en el corto plazo, a pesar de las expectativas favorables sobre la inflación. Pero, con todo, la situación es significativamente más favorable que la de 1995. El anclaje de las perspectivas de inflación en cifras históricamente muy bajas y un tipo de cambio sometido al escrutinio de los mercados no auguran pérdidas de poder adquisitivo bruscas y súbitas como las de entonces. El ajuste del ingreso y de la capacidad de gasto vendrán fundamentalmente del freno del empleo, no del salario real.

México recuperará su crecimiento en línea con el de EEUU

Si bien no se cuenta aun con datos del valor agregado de la producción en componentes de demanda para el primer trimestre de 2009, es razonable suponer que el consumo y la inversión privadas habrán tenido una de las contracciones más importantes de los últimos

Evolución del Empleo

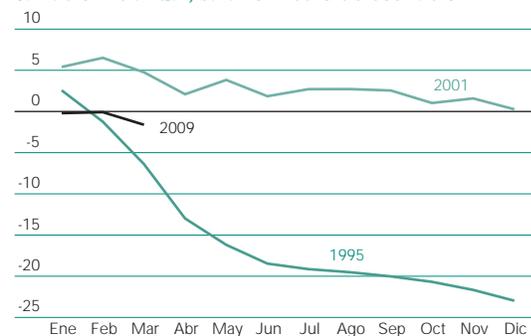
Entidades según su variación anual, abril 2009



Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS

Salario Real

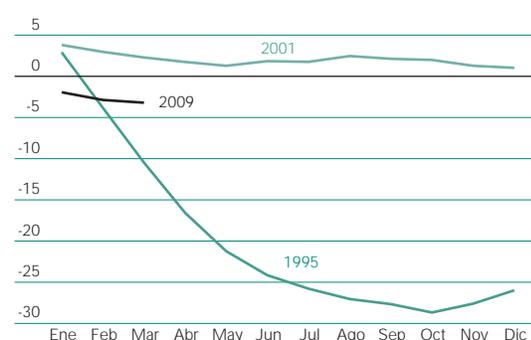
Variación % anual, salario medio de cotización



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Masa Salarial Real

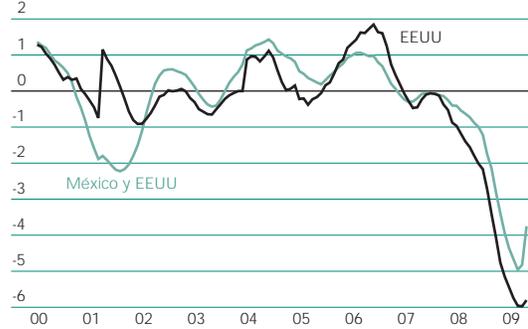
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Indicador Sintético Adelantado

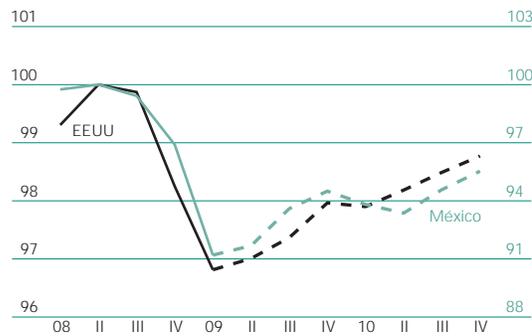
Variación % anual, estandarizado



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Reserva Federal

Producto Interno Bruto

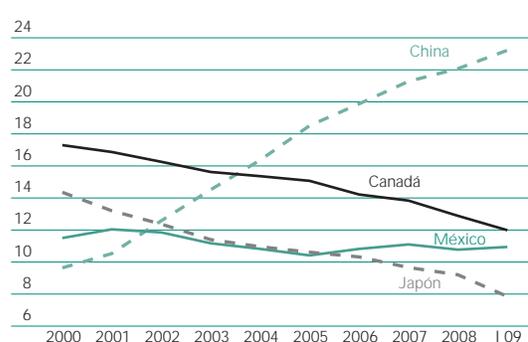
Índice junio 2008 = 100



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Reserva Federal

EEUU: Importaciones Manufactureras por Origen

% del total



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento de Comercio EEUU

años al conjugarse el impacto del choque de la de menor demanda externa, su rápida transmisión a la demanda doméstica a través del empleo y unas condiciones de financiamiento menos abundante y más costosa.

El cambio en el sentido de actuación de los factores antes señalados, apoyará la recuperación de la economía mexicana. Algunos síntomas de mejoría recuperación se empezaron a hacer visibles entre marzo y abril, en indicadores oportunos como el de confianza del consumidor, confianza del productor o en el indicador mensual de asegurados formales, que puede adelantar un menor ritmo de contracción en la economía por alguna eventual reactivación del consumo privado. Sin embargo, este perfil de incipiente recuperación se verá modulado por el impacto económico, de corto plazo y centrado sobre todo en algunas actividades, de la influenza (ver recuadro: "Balance de riesgos de las previsiones e influenza"). Para los siguientes trimestres, la perspectiva de recuperación dependerá en buena medida de la intensidad y continuidad de la recuperación de la demanda externa, lo que influirá fuertemente en el repunte en el mercado interno. En este sentido, el perfil de crecimiento económico mexicano para los próximos trimestres asume una respuesta a los impulsos procedentes de su primer socio comercial y financiero, EEUU. La senda prevista para el crecimiento mexicano no está fuera de lo razonable teniendo en cuenta lo integrado de ambas economías (ver gráfico adjunto). La recuperación será paulatina y ya más intensa hacia 2010, año para el cual se esperan tasas de crecimiento claramente positivas en ambos países, aunque sin alcanzar niveles cercanos a su potencial. La economía mexicana ha logrado mantener en un entorno global muy competitivo su cuota de participación en el mercado norteamericano, como refleja el peso estable de las importaciones procedentes de México en el total de las compras de bienes de Estados Unidos. Una vez absorbido el impacto derivado de la entrada de China como competidor global a comienzos de la década actual, México sigue manteniendo desde 2003 una cuota en el total de importaciones de EEUU del 11% en el periodo 2005-08. Una participación elevada y estable, a diferencia de lo que ocurre con otros socios comerciales relevantes de EEUU, como Canadá y Japón. Sólo China mantiene una cuota creciente del mercado importador de EEUU.

Más allá de las coyunturas más o menos favorables, la Inversión Directa extranjera a México procedente de EEUU mantiene niveles elevados, representando cerca del 40% del total que entra en el país. Estos flujos de inversión están ligados sobre todo al desarrollo de sectores como el de automoción —para nutrir su mercado interno— y de distribución comercial —para el mercado doméstico mexicano—. Los flujos de inversión directa en un entorno global y competitivo permiten mejoras en la dotación de capital de la economía que llevan a ganancias de productividad y mayores contribuciones al crecimiento a largo plazo de la economía.

Con todo, el perfil de crecimiento de los próximos trimestres será relativamente suave si se compara con ciclos de recuperación previos, como moderada y paulatina será la mejora de las condiciones de la economía global. Con ello, estimamos un crecimiento de 1.7% en 2010 en México después del descenso del 6.3% en 2009.

Además del soporte del entorno global, el impacto de la crisis y la recuperación posterior serán mitigada e impulsada respectivamente por la demanda pública, implementado fundamentalmente a través de un mayor gasto en inversión. Por primera vez en México se aplica una política fiscal anticíclica de modo discrecional, capaz de contribuir con una mayor demanda a la falta de actividad y de gasto del sector privado. Hasta ahora, el sector público en momentos de caída de la actividad actuaba en el mismo sentido que el ciclo, recortando el gasto para reducir el recurso al ahorro —sobre todo externo—. El saneamiento de las finanzas públicas y la credibilidad en la consecución de las metas presupuestarias han permitido aplicar un programa de aumento discrecional del gasto público productivo, el destinado a inversión. Con todo, como se analiza en la publicación, sin reformas adicionales, el margen de la política fiscal para cumplir su papel de estabilización cíclica, contribución a la mejora de la dotación de capital físico y humano a través de la educación y de mejora de la distribución del ingreso es limitado.

A pesar de las políticas anticíclicas, el ajuste del episodio recesivo actual seguirá recayendo en el gasto de las familias y de las empresas de acuerdo a la evolución esperada de sus fundamentales, el ingreso familiar disponible, las expectativas de beneficios y el costo y la disponibilidad de financiamiento. De hecho, en contribuciones al crecimiento, el consumo y la inversión privada restarán al crecimiento en una magnitud sólo comparable con 1995.

El tipo de cambio en función de factores financieros globales y acontecimientos domésticos

Acontecimientos financieros de carácter global, externos a la economía mexicana y que afectaron la percepción del riesgo de los inversionistas así como la disponibilidad de liquidez en los mercados internacionales, han sido el principal determinante del comportamiento del peso mexicano. Desde septiembre de 2008, cuando la quiebra de Lehman Brothers extendió la crisis financiera a nivel global, la dinámica del peso ha experimentado dos fases. Así, después de haberse depreciado en 27% frente al dólar entre septiembre 2008 y marzo 2009, el peso ha registrado una apreciación en su cotización en torno al 11% hasta mayo. Como se observa en la gráfica, entre enero y marzo, el tipo de cambio se depreció a pesar de una disminución considerable en los niveles de aversión global al riesgo, mismos que habían jugado un papel determinante en las fluctuaciones del tipo de cambio en los últimos trimestres. A su vez, factores financieros domésticos, como la demanda de dólares ligada a corporativos, también contribuyeron a su evolución.

Desde una perspectiva de largo plazo, el peso mostró una sobrevaluación sobre su nivel de equilibrio teórico desde 2005 (ver recuadro sobre valuación del peso) como resultado de los flujos de capital a mercados emergentes por las bajas tasas de interés en países desarrollados, un periodo de abundante liquidez, un alto grado de apetito por riesgo, y la percepción de estabilidad y sólidos fundamentales en esas economías. Sin embargo, a raíz del "credit crunch" y la caída estrepitosa en el apetito por riesgo se observó una fuga neta de capitales de países emergentes hacia instrumentos libres de riesgo, lo que resultó en una sub-valuación del peso muy por debajo de sus niveles teóricos (Ver gráfica).

México: Gasto Público en Consumo e Inversión Contribución al crecimiento, puntos porcentuales



p pronósticos a partir de 2009
Nota: Sombrados los periodos recesivos
Fuente: BBVA Bancomer

PIB: Componentes de Demanda Variación % anual

	2007	2008	2009	2010
PIB	3.3	1.4	-6.3	1.7
Consumo	3.6	1.5	-3.2	1.1
Privado	3.9	1.6	-3.6	1.1
Público	2.1	0.6	0.0	1.4
Inversión	6.7	4.2	-12.9	5.4
Privada	5.8	2.0	-18.2	6.4
Pública	12.9	13.3	7.3	2.8
Exportaciones	5.6	1.6	-14.7	-1.6
Importaciones	7.0	4.6	-11.0	-0.1

Fuente: BBVA Bancomer

Índice de Aversión al Riesgo y Tipo de Cambio



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Tipo de Cambio Observado y Teórico Pesos por dólar



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

México: Flujos Extranjeros en el Mercado de Acciones suma de seis meses, miles de millones de dólares



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

México: Flujos Extranjeros en el Mercado de Bonos suma de seis meses, miles de millones de dólares



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Dada esta dinámica, el Servicio de Estudios Económicos de BBVA Bancomer considera que tan pronto como se diluyan aquellos factores globales y financieros que han influido en la depreciación del peso desde que la crisis financiera adquirió una dimensión global, la divisa mexicana deberá tender a su nivel de equilibrio teórico. En efecto, los niveles de aversión al riesgo global han comenzado a disminuir de manera significativa desde finales de 2008 a la fecha, aunque el peso no comenzó a ganar terreno frente al dólar sino hasta marzo. En parte, esto se debió a que algunos factores siguieron manteniendo cierta presión sobre el peso, como pasó a principios de octubre de 2008,¹ lo que se reflejó a través de fluctuaciones en los flujos de capital hacia México.

Evolución de los flujos de capital hacia los emergentes

Con datos de EPFR Global (*Global Fund Flows & Allocation Data Base*), la salida generalizada de flujos en el mercado de capitales mexicano que se inició en junio de 2008, y se intensificó en los siguientes meses, alcanzó un máximo de 2,500 mdd en noviembre de 2008 en acumulado de 6 meses (Ver gráfica). A su vez, la salida de capitales más fuerte en el mercado de deuda mexicana se observó en febrero de este año con un acumulado de seis meses del orden de 4,300 mdd (Ver gráfica). Además, los altos niveles de volatilidad y aversión al riesgo eliminaron por completo las oportunidades de carry-trade,² lo que a su vez retroalimentó las salidas netas de flujos de capital, acentuando así, la depreciación generalizada de las divisas emergentes (Ver gráfica). En específico, el peso alcanzó niveles de hasta 15.6 ppp en marzo de 2009.

Esta salida de capitales se dio principalmente por dos razones. En primer lugar, como consecuencia de la falta de liquidez en los mercados de deuda, ante la cual los inversionistas tuvieron que liquidar sus posiciones en mercados emergentes para poder cubrir sus "margin calls"³ independientemente de los fundamentales de esas economías. En segundo lugar, debido a un incremento considerable en la aversión al riesgo y una marcada preferencia por parte de los inversionistas internacionales para colocar los flujos de capital en activos sin riesgo aunque de bajo rendimiento, principalmente bonos del Tesoro de EEUU.

Esta situación ha perdurado a lo largo de todos estos meses apreciando de manera considerable el dólar y el yen en relación a otras monedas de alto rendimiento en países desarrollados como el dólar Australiano por ejemplo, pero sobre todo en relación a monedas de economías emergentes, incluso aquellas con fundamentales sólidos como México.

A este respecto, la dinámica de los CDS a 5 años y los EMBI+ en este periodo reflejaron el poco apetito por riesgo. Como se puede observar en las gráficas, los CDS a 5 años alcanzaron niveles récord en marzo pasado ante el temor de que el entorno de crisis financiera llevase a una situación que impidiese cumplir sus compromisos de financiamiento. Asimismo, ante las expectativas de la caída inminente

- Entonces se produjo un repentino aumento de la demanda de dólares por parte de algunos corporativos ante sus pérdidas en posiciones de derivados al rebasar el tipo de cambio los 12 ppp.
- Es el rendimiento (si es positivo) o bien costo (si es negativo) que da un activo mientras se mantiene en posesión cuando un inversionista vende una moneda que tiene una tasa de interés relativamente baja para invertir en otra que paga una tasa más alta.
- Las "llamadas a margen" las hace un corredor de bolsa (*broker*) a un inversionista para que este deposite recursos financieros o valores adicionales como colateral para mantener el margen en un nivel mínimo requerido.

en los rendimientos esperados de los bonos soberanos en México y otras economías emergentes, los EMBI+ alcanzaron niveles nunca antes vistos en octubre pasado afectando de manera importante la cotización del peso.

No fue sino hasta noviembre de 2008 cuando la salida de flujos comenzó a atenuarse en el mercado de deuda y hasta febrero de 2009 cuando esta salida también se revirtió en el mercado de capitales. Si bien, en lo que va del año, los capitales extranjeros comenzaron a regresar a México y otros mercados emergentes, esto ha sido de manera gradual.

Bajo este entorno global, una serie de medidas adoptadas por las autoridades locales para incrementar la oferta de dólares en el mercado, incluyendo la disponibilidad de líneas adicionales de liquidez en dólares, coadyuvaron a reducir la incertidumbre en torno al financiamiento de la cuenta corriente. En primer lugar, la Comisión de Cambios estableció un mecanismo para garantizar que parte de las reservas internacionales acumuladas durante 2009 se vendieran en el mercado cambiario, su bastando 100 millones de dólares diarios a partir del 9 de marzo y hasta el 8 de junio.⁴ Segundo, se activó una Línea de Crédito Flexible (FCL por sus siglas en inglés) con el Fondo Monetario Internacional (FMI) por 47 mmd y un mecanismo de intercambio temporal de divisas conocido como línea *swap* establecido con la Reserva Federal de Estados Unidos por 30 mmd.⁵ Estos dos mecanismos pusieron a disposición más de 70 mdd de dólares sin comprometer reservas garantizando así suficiente liquidez en moneda extranjera ante eventuales problemas de la economía mexicana para su financiamiento en dólares.

Las perspectivas del tipo de cambio en función de la evolución de la crisis financiera global y las reformas en la economía doméstica

Se espera que los niveles de aversión al riesgo, aunque no sigan bajando, por lo menos no se deterioren más, sobre todo ahora que los principales indicadores adelantados de EEUU sugieren el comienzo de una recuperación de la actividad económica en ese país, que aunque incipiente, por lo menos implica un deterioro menos intenso. En la medida en la que los niveles de aversión global al riesgo y la liquidez regresen a niveles más sostenibles, la dinámica del peso deberá mostrar paulatinamente una corrección importante hacia sus niveles de equilibrio (Ver gráfica). En este escenario se produciría una recuperación de los flujos de capital a países emergentes incluyendo México.

En el caso concreto de la economía mexicana, es posible que los inversionistas internacionales sean aún más precavidos mientras no haya indicios claros de los efectos económicos del brote de influenza A-H1N1 de abril, así como el cambio de perspectiva de estable a negativa por parte de Standard & Poor's de la calificación de crédito de la deuda mexicana dadas ciertas vulnerabilidades en sus cuentas públicas.⁶

4 El pasado día 29 de mayo, la Comisión de Cambios anunció que a partir del próximo día 9 de junio y hasta el 9 de septiembre, la venta ordinaria en el mercado cambiario se reduce a 50 millones de dólares, y la que se hace en caso de depreciación del 2% respecto al día anterior, pasa de 300 a 250 millones.

5 En particular, el pasado 21 de abril de 2009 se llevó a cabo la primera subasta por 4,000 millones de dólares. Los recursos colocados fueron finalmente 3,221 millones, sugiriendo una menor demanda por parte de los corporativos a esas fechas, así como la relativa estabilidad en esos momentos de las variables financieras.

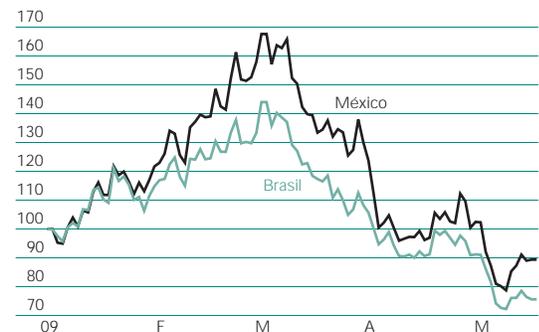
6 Ver el recuadro sobre el impacto de los cambios de rating en las variables financieras y la sección IV de la revista para un análisis de las perspectivas de política fiscal.

México: Indicador de "Carry Trade" y Volatilidad Implícita del Tipo de Cambio



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

CDS 5 Años Índice 1 de enero 2009 = 100



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

México: Embi+ y Tipo de Cambio



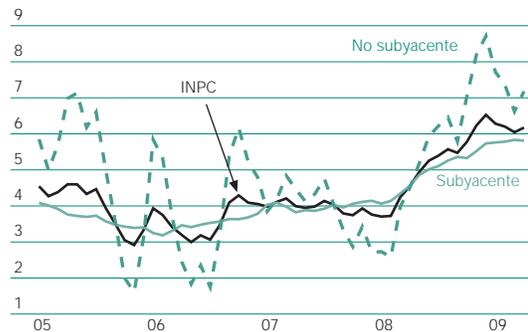
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Tipo de Cambio Observado y Teórico con Pronósticos
Pesos por dólar



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

México: Inflación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Banxico: Historia de Modificaciones en Inflación Estimada
% anual, promedio trimestral

	3T07	1T08	2T08	4T08	1T09
4T07	3.50-4.00	3.81	3.81	3.81	3.81
1T08	3.75-4.25	3.89	3.89	3.89	3.89
2T08	4.00-4.50	4.50-5.00	4.92	4.92	4.92
3T08	4.00-4.50	4.50-5.00	5.25-5.75	5.48	5.48
4T08	3.75-4.25	4.25-4.75	5.50-6.00	6.18	6.18
1T09	3.50-4.00	3.75-4.25	5.25-5.75	5.75-6.25	6.18
2T09	3.50-4.00	3.50-4.00	4.50-5.00	5.25-5.75	5.50-6.00
3T09	3.00-3.50	3.00-3.50	3.75-4.25	4.50-5.00	4.75-5.25
4T09	nd	3.00-3.50	3.50-4.00	3.75-4.25	4.00-4.50
1T10	nd	3.00-3.50	3.50-4.00	3.75-4.25	3.75-4.25
2T10	nd	nd	3.25-3.75	3.25-3.75	3.25-3.75
3T10	nd	nd	nd	3.25-3.75	3.25-3.75
4T10	nd	nd	nd	3.00-3.50	3.00-3.50
1T11	nd	nd	nd	nd	3.00-3.50

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Por otro lado, también se esperan tasas de interés de corto plazo a la baja, en función de la actual política de relajamiento monetario, así como menores diferenciales de tasas de fondeo aunque estos se ubiquen aún en niveles relativamente altos (en torno a los 500 pb a finales de mayo). A este respecto, se esperaría que estos diferenciales altos y un entorno de menor aversión al riesgo jueguen a favor del peso.

Inflación: una historia de presiones continuas desde 2006...

La economía mexicana ha estado expuesta en los últimos años a un entorno de incrementos en costos de producción que, en un escenario de relativa expansión de la demanda, se han traducido en un alza continua en la inflación anual. En su índice subyacente, la inflación ha pasado de 3.5% anual promedio en 2006 a 4.0% en 2007, 4.9% en 2008 y 5.8% en los cinco primeros meses de 2009. Estos incrementos se explicaron en un principio por el encarecimiento internacional de materias primas industriales (v.gr. acero), posteriormente de insumos alimenticios (v.gr. granos), de insumos energéticos (v.gr. combustibles) y más recientemente por fuertes alzas en los costos cambiarios.

Estos sucesivos choques de oferta se transfirieron paulatinamente al consumidor en rubros subyacentes tales como alimentos procesados, servicios de vivienda y otros servicios (p.e. turismo), y últimamente en alzas de mercancías comerciables distintas a alimentos. El traspaso de mayores costos a los precios finales a consumidores puede entenderse por un crecimiento del PIB (2006-08) próximo su potencial, de forma tal que la expansión de la demanda permitió a productores alojar dichos incrementos.

A lo anterior se añadió la dinámica adversa en precios volátiles no subyacentes como agropecuarios (afectados por factores climáticos e insumos forrajeros), precios administrados (como gasolinas, electricidad, etc.) y precios concertados (como transporte afectado por energéticos). Ello implicó que la inflación anual general pasara de mínimos históricos en los últimos meses de 2005 (2.91%, ligeramente por debajo de la meta puntual de Banco de México) a niveles máximos de los últimos siete años (6.53% al cierre de 2008).

La continuación de choques de oferta bajo un entorno de aún favorable crecimiento económico, y la persistencia de la inflación (lapso de tiempo con que una perturbación se traslada totalmente a precios finales) llevaron a Banxico a difundir a partir del tercer trimestre de 2007 una senda estimada de inflación que implicaba una convergencia a su meta hacia su meta para finales de 2009 y que contribuía a dar mayor transparencia hacia el mercado sobre su balance de riesgos inflacionarios. La persistencia de un entorno presionado e incierto motivó que Banxico modificara en cuatro ocasiones su proyección base de inflación y extendiera el plazo de convergencia hacia finales de 2010.

...que están cediendo durante 2009.

A pesar de los continuos incrementos en la inflación en los últimos años (cuyo origen se encuentra en factores externos, si bien la estructura de la economía mexicana no ayuda) y la elevada dependencia de su dinámica a factores volátiles que generan una mayor incertidumbre

en precios (25.2% de la canasta de precios corresponden a genéricos no subyacentes), las expectativas inflacionarias de mediano (3 años) y largo plazos (10 años) se han mantenido en niveles relativamente bajos de 3.5% anual. Si bien, estas expectativas permanecen desviadas a la meta puntual de Banxico (3%), es notorio que no han sido contaminadas en una mayor magnitud por las fuertes alzas inflacionarias registradas en los últimos meses.

Lo anterior es favorable ya que puede señalar que las perturbaciones de precios de corto plazo están siendo percibidas como transitorias y no han contaminado, de forma permanente, la formación de precios de la economía. En parte, esto se manifiesta en alzas salariales contenidas dentro de las negociaciones contractuales, las cuales han fluctuado por debajo de 5% anual desde 2004.⁷

A diferencia del periodo 2006-08, las condiciones económicas prevaletentes en 2009 apuntan con una mayor probabilidad a una reducción en la inflación general y subyacente. Si bien, en fechas recientes (4T08 y 1T09) se observó una elevada depreciación y un incremento en la volatilidad cambiaria, es probable que la magnitud del ajuste económico en marcha contribuya a mitigar el tamaño del traspaso de costos cambiarios a precios finales y a acortar la persistencia de dichas alzas en inflación. De hecho es previsible que la mayor parte de dicho traspaso de costos cambiarios haya ocurrido en los cinco primeros meses del año y se haya concentrado en el índice de "otras mercancías" en dónde se recoge un buen número de bienes comerciables.

Cabe destacar que la inflación general ha disminuido 0.35 puntos porcentuales (pp) en los primeros cuatro meses del año (de 6.53 a 6.17% anual) lo cual se explica no sólo por una corrección a la baja en precios no subyacentes (de 8.72 a 7.18%), sino también por una disminución en componentes que son sensibles al ritmo de actividad económica como los servicios (con inflación anual pasando de 5.07 a 4.55%). De forma reciente, el choque negativo en demanda interna que supuso la reciente contingencia de salud (virus de influenza A/H1N1) es posible que contribuya marginalmente a la reducción de la inflación anual.

Estimados y balance de riesgos inflacionarios para 2009 y 2010

Nuestro escenario de crecimiento económico para 2009 implica una ampliación de la brecha de producción en la economía, lo cual se traduce en una menor ocupación de recursos productivos, ergo, en una estructura económica que propicia una baja inflación. Las principales interrogantes surgen respecto a la magnitud de dicha bajada en inflación y a los principales riesgos que prevalecen en el entorno.

Respecto a la magnitud de bajada en inflación y contrario al consenso del mercado, estimamos que la inflación anual general pudiera cerrar el año próxima a 3.8% (vs. 4.4% según encuesta de mayo de Banxico) lo cual significaría una corrección a la baja de 2.75 pp con respecto a la inflación anual del cierre de 2008, y que podría ser

México: INPC y Expectativas



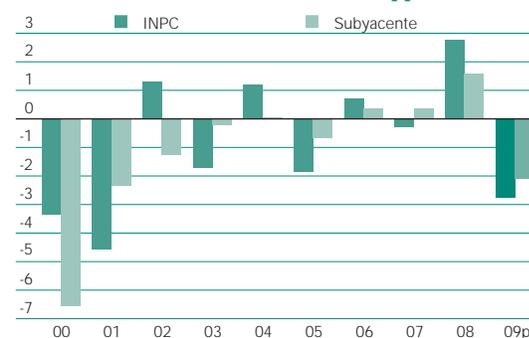
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación y Salarios



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

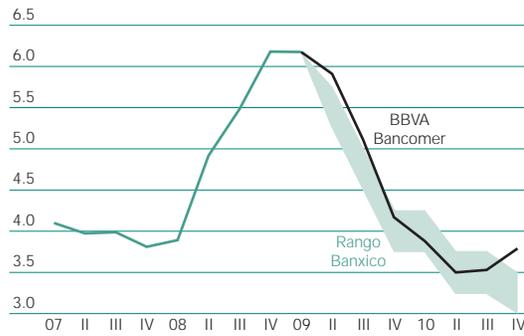
Ajuste Inflacionario: Diferencia entre Inflación Anual al Cierre de cada Año Diciembre vs. diciembre año anterior, pp



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

⁷ Dicho incremento tiende a incorporar tanto perspectivas ancladas de inflación de mediano plazo como el ciclo de crecimiento económico y las ganancias de productividad.

México: Pronósticos de Inflación
Variación % anual, promedio trimestral



Nota: Pronósticos a partir del segundo trimestre de 2009
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

el mayor ajuste a la baja desde la pasada recesión en 2001. Por el momento no se descarta que en la medida que continúe la recesión en el país se concrete el sesgo de una menor inflación.

Si bien, proyecciones tendenciales de la inflación apuntan a un cierre de año entre 4.4 y 4.6%; consideramos factible mantener nuestro estimado actual (3.8%) por debajo al estimado por el mercado y en el rango inferior de la trayectoria inflacionaria anunciada por Banxico para el 4T09 debido al ciclo de muy bajo crecimiento económico, la política de precios del gobierno en energéticos (electricidad, gasolinas y gas doméstico) que contrastarán, según lo anunciado, con las fuertes alzas en estos genéricos a finales de 2008, y la dilución de los choques cambiarios registrados a finales del año pasado.

De forma similar, es previsible un ajuste a la baja en la inflación subyacente; sin embargo, en menor magnitud al estimado para el INPC. Dado los niveles alcanzados por precios subyacentes a inicios de año, no se descartaría que su inflación anual se ubique ligeramente arriba a la del INPC. Si bien, comúnmente esto no se observa, en épocas de ajuste inflacionario (como el actual) no sorprende observar esta situación.

Entre los riesgos que pudieran incidir en una inflación mayor a la que estimamos para 2009 destacan: (1) renovados episodios de depreciación y elevada volatilidad cambiaria que presionen los costos al alza; (2) factores climáticos adversos que impliquen un encarecimiento mayor en productos agropecuarios (volátiles); (3) precios de materias primas internacionales y (4) rigideces en los mercados internos que se asocie a menor ritmo de bajada de la inflación (p.e. estructuras poco competitivas en mercados).

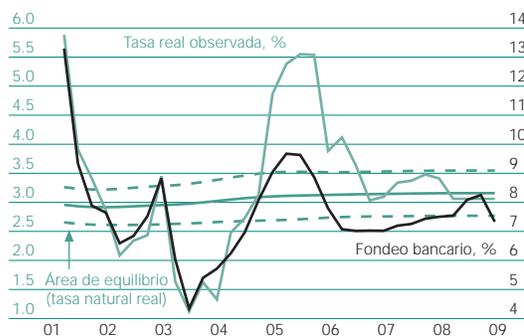
Para 2010, estimamos que la inflación general pudiera seguir su tendencia de ajuste a la baja y situarse próxima a 3.4% anual en la primera parte del año; sin embargo, el mismo proceso de recuperación económica (doméstica e internacional) pudiera contribuir a discretos repuntes para el último tercio del año y cerrar ligeramente por debajo a 4%

El negativo entorno económico y unas perspectivas de inflación ancladas permitieron la consolidación del ciclo de relajamiento monetario

Durante 2008, el Banco de México elevó la tasa de fondeo bancario en 75 pb, después de haberla subido 50 pb en 2007. No obstante, consideramos que esta estrategia no puede ser catalogada como la implementación de una política monetaria restrictiva, ya que el Banco de México procuró mantener constante los cambios en las tasas de interés real, en alrededor de 2.5-3.0%.⁸ Esto nos sugiere que Banxico fue acomodando el nivel de las tasas de interés de acuerdo a la evolución de la inflación, y en función de un crecimiento económico que fluctuaba en torno a su potencial.

8 En el documento "La Tasa Natural en México: Un parámetro importante para la estrategia de política monetaria". BBVA WP 0806, argumentamos que este rango representa la tasa de interés real natural, la cual coincide con el nivel promedio observado en los últimos años. Cuando las tasas reales están por arriba de este rango, se diría que la política es restrictiva, mientras que si estuvieran por debajo, se inferiría que existe una política expansiva. Esto sugiere que el Banco Central procuró, en los últimos años, una política monetaria que produjera tasas de interés reales cercanas a este equilibrio, o hacia una postura monetaria neutral.

Rango Estimado Tasa Natural Real y Tasa Real Observada
Ex-post, %



Fuente: BBVA Bancomer

A pesar de que Banxico mantuvo las tasas de interés elevadas en el tercer y cuarto trimestre de 2008, la Junta de Gobierno fue paulatinamente, en sus comunicados de política monetaria, elevando la intensidad de los temas vinculados a los riesgos sobre el crecimiento económico. Esto permitió la integración más detallada de la evolución del balance de riesgos del Banco Central, en un esquema monetario en el que el objetivo último es el de mantener a la inflación en 3.0% (+/- 1% de rango de variabilidad). De esta manera, y junto a la publicación de pronósticos de mediano plazo, la estrategia de comunicación de las autoridades monetarias alojó espacio para iniciar una política de relajamiento monetario congruente con el balance de riesgos, y en línea con el cumplimiento del objetivo de inflación en los tiempos previstos.

Hacia el final del ciclo de relajamiento monetario

El Banco de México comienza a reducir la tasa de fondeo bancario en enero de 2009 con un movimiento de 50 pb. Este movimiento, así como el comunicado publicado, generaron expectativas de que Banxico implementaría un ciclo fuerte de reducción de tasas de interés. El contexto económico justificaba esta expectativa.

A pesar de la corrección de los distintos indicadores de aversión al riesgo a inicios de 2009, la depreciación del tipo de cambio se agudizó, principalmente durante febrero, lo cual propició que la Junta de Gobierno alertara sobre la materialización de los costos cambiarios en el precio de algunos productos. Este riesgo, así como el temor de que reducciones adicionales en la tasa de fondeo pudieran contribuir en la volatilidad financiera, propiciaron una reducción en el ritmo de relajamiento monetario, y un mensaje explícito en el que sujetaba este ritmo de bajadas a la disminución de esta volatilidad. La gradual consolidación de la estabilidad de los mercados globales, y en consecuencia la estabilidad y apreciación del peso en los meses subsecuentes, han permitido que Banxico mantenga un ritmo fuerte de reducción de la tasa de fondeo a partir de marzo, reduciéndose en 225 pb desde entonces (al cierre de esta publicación, en la primera semana de junio se encuentra en 5.25%).

Dada la fuerte contracción de la economía en los últimos dos trimestres, así como de la incertidumbre sobre el impacto económico del brote de la influenza AH1N1, consideramos que el balance de riesgos seguirá inclinado hacia los de menor crecimiento económico (ver páginas 14 -16 para comentario de perspectivas inflacionarias).

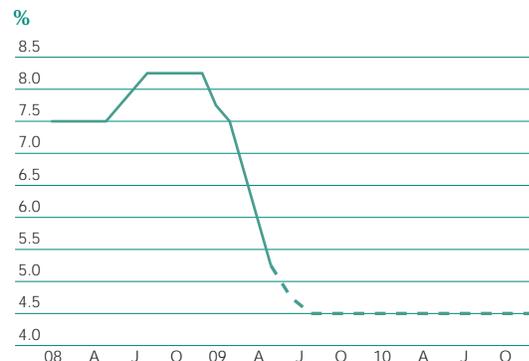
En este contexto, el Banco Central mantendrá el ciclo de relajamiento monetario, aunque con menor intensidad y con un final relativamente cercano. Banxico es claro respecto a sus futuras acciones: la tasa de fondeo seguirá bajando pero en menor magnitud —“ las futuras acciones serán probablemente de menor magnitud” —. Pensamos que Banxico reducirá la tasa de fondeo bancario hacia niveles de 4.5% en el verano de 2009. No obstante, dado que la dinámica del tipo de cambio ha probado no estar vinculada a las acciones monetarias, sino al entorno de aversión global, y ante la posibilidad de que la inflación converja de manera más acelerada hacia finales de año, el espacio de relajamiento podría extenderse. Se espera que la pausa monetaria se mantenga durante 2010.

Índice de Condiciones Monetarias



Nota: Índice ponderado entre el nivel de tasas de interés real y tipo de cambio real
Fuente: BBVA Bancomer

Política Monetaria: Fondeo Bancario



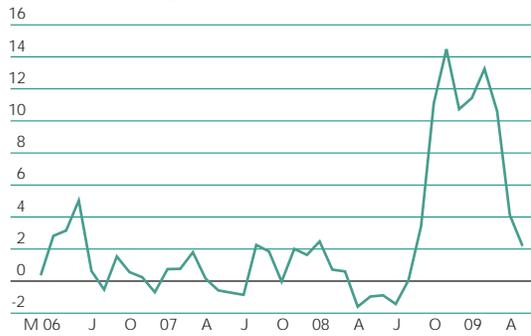
Nota: Pronósticos a partir de junio 2009
Fuente: BBVA Bancomer

Pendiente Curva de Rendimientos y Fondeo Bancario



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

**Prima de Riesgo Implícita
Tasas de Largo Plazo**



Nota: Spread de tasas de interés a 10 años (Méx-EEUU) menos expectativas del cambio del tipo de cambio pesos por dólar (un año vista)
Fuente: BBVA Bancomer

**Expectativa de Inflación Implícita en
Tasas de Interés de Largo Plazo**



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

**Prima de Liquidez
en la Curva de Rendimientos***



* Estimación de factor no-observable para 10 años en función de la inflación, actividad industrial y expectativa implícita de tasas de interés en curva swap
Fuente: BBVA Bancomer

Estructura de tasas de interés: pendiente elevada llegó para quedarse

Como se comentó, la fuerte depreciación cambiaria redujo el ritmo de relajamiento monetario en febrero. Esta estrategia, junto a la incertidumbre financiera, interrumpió el aplanamiento de la curva de rendimientos (la cual estuvo incluso invertida de mediados de diciembre de 2008 a mediados de enero de 2009). El dinamismo actual de la pendiente de la curva discrepó marcadamente del anterior ciclo de relajamiento monetario implementado en 2005. En ese año la curva se mantuvo invertida y, en general, menos empinada por más tiempo. El contexto global de aversión al riesgo, y la tendencia de la inflación explican estas diferencias.

En la gráfica se presenta una estimación del riesgo implícito de las tasas de interés de largo plazo domésticas en los mercados internacionales. La prima que los inversionistas cobraron a raíz del inicio de la crisis financiera, y todavía en los primeros meses del año, se elevó exponencialmente. Esto significa que la volatilidad del peso, además de generar dudas sobre el ritmo de reducción de la tasa de política monetaria a lo largo de la curva de rendimientos, imprimió una prima adicional por adquirir bonos domésticos, como lo reflejó la menor tenencia de bonos por parte de extranjeros.

Se debe señalar que, si bien los mercados financieros no descuentan una convergencia inflacionaria hacia 3.0% implícita en los bonos de tasa real, sí incorporan un nivel inflacionario menor al promedio registrado en 2008, y actualmente estos instrumentos operan asumiendo una inflación implícita de 3.91%.

Otro indicador del cual se deduce que la pendiente de la curva reflejó en los últimos meses una mayor prima de riesgo (que incertidumbre inflacionaria), es el presentado en la gráfica de la prima de liquidez. Esta serie refleja los puntos base adicionales a factores de riesgo económicos como inflación, actividad económica y tasas de corto plazo. La prima de liquidez ajena a estos factores ha aumentado considerablemente a partir de finales de 2008.⁹

En suma, la curva no mantuvo por más tiempo una pendiente relativamente plana debido a los riesgos implícitos en un entorno de volatilidad financiera, y a que, una vez acotados estos riesgos, el ciclo de relajamiento monetario ya está por llegar a su fin, por lo cual el peso de la prima asociada a expectativas de tasas de interés futuras han empezado a dominar la estructura de la curva.

Al considerar que gran parte del recorrido de relajamiento monetario ya está dado (esperamos fondeo bancario cierre en 4.5%), prevemos que la pendiente de la curva seguirá presentando límites a la baja. Es decir, las tasas de largo plazo deberían disminuir pero sólo en función de la estrategia monetaria implementada, ajustándose en menor proporción que las tasas de corto plazo. Pensamos que la pendiente actual (en torno a 300 pb), si bien sí refleja en parte la fase de ciclo monetario en la que

9 A esto se sumaron las restricciones que han enfrentado algunos fondos para invertir en estos instrumentos por estar en los límites VaR. Los bonos a tasa fija de mayor plazo presentan mayor riesgo de tasa de interés; así, inversionistas institucionales enfrentan restricciones para aumentar su tenencia cuando los límites de riesgo de sus portafolios están en sus máximos permitidos.

nos encontramos, es alta dado que esperamos una convergencia de la inflación hacia niveles menores a 4.0% a finales de este año; además, prevemos se consolide la estabilidad de los mercados financieros internacionales conforme avance 2009, lo cual debería contribuir a disminuir las presiones en la parte larga de la curva. Estimamos el M10 en niveles próximos a 6.4% al cierre de 2009 con un sesgo de que este nivel pudiera fluctuar entre 7.0% y 6.4%. Para 2010, consideramos que la pendiente de la curva se mantendrá alta, lo cual implicaría un rendimiento del M10 próximo a 7.2% para el cierre del año. En cualquier caso, niveles inferiores a los que hoy cotizan en los mercados.

Balanza de pagos para 2009-10, ajuste ordenado y sin problemas de financiamiento

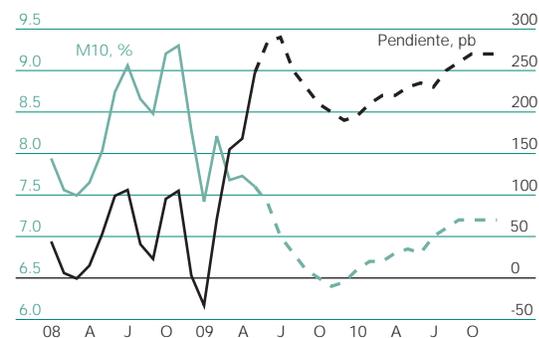
Una multiplicidad de factores recientes ha alterado la dinámica de la cuenta corriente de forma encontrada y generado cierta inquietud sobre la disponibilidad de recursos externos para financiar las potenciales trayectorias de las transacciones corrientes con el exterior durante los próximos años. En parte, el proceso de “des-ahorro” del sector privado de fechas recientes junto a una posición fiscal más débil del gobierno en el actual ciclo recesivo (bajos ingresos tributario y dificultades para disminuir gasto) llevaron a Standard & Poor’s a situar la calificación soberana de México en perspectiva negativa.

Si bien, por el momento se estima que el ciclo de desaceleración económica más acentuado en México que en EEUU implicará un déficit comercial menos acentuado que el año pasado (ergo menores presiones de financiamiento), es recomendable hacer un mayor énfasis en el análisis de aquellos elementos que pudieran implicar riesgos para la balanza de pagos y mayores retos para la economía. En suma y tomando en consideración la evidencia publicada en el primer trimestre del año los grandes balances en la cuenta corriente apuntan a la siguiente dinámica para 2009: (1) menor déficit en la balanza comercial en términos de dólares; (2) salidas por pagos de servicios factoriales contenidas (v.gr. intereses); (3) mayor déficit en servicios no factoriales (v.gr. turismo y fletes); y (4) menores entradas por transferencias del resto del mundo (v.gr. remesas).

Con ello, estimamos que el déficit de cuenta corriente pudiera ascender para todo 2009 en -16.3 miles de millones de pesos (mmd) comparado a -15.7 mmd del año pasado. En términos de PIB, este déficit se ampliaría de -1.4% a -1.9% en 2009. Cabe destacar que a diferencia de ciclos recesivos anteriores, en esta ocasión se descarta una crisis de balanza de pagos, que en el pasado —para corregir los desequilibrios externos— terminaban por inducir ajustes severos en los precios en la economía (especialmente paridad cambiaria) que acentuaban y prolongaban la crisis económica.

En esta ocasión es factible un ajuste ordenado en el equilibrio de las cuentas externas gracias: (i) al régimen de libre flotación cambiaria; (ii) al manejo prudente de las finanzas públicas que implicó una reducción de los pasivos externos del gobierno y un alargamiento en los plazos de amortización; y (iii) la contención de la inflación en niveles prudentes, lo cual conlleva menores distorsiones nominales en los mercados locales (es decir, los precios en la economía reflejan más eficientemente la escasez relativa de bienes y servicios). Es más, incluso bajo un escenario de más bajo crecimiento, sería previsible

M10 y Pendiente de la Curva



Fuente: BBVA Bancomer

México: Saldo de Cuenta Corriente % del PIB



Nota: Pronósticos a partir de 2009
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México e INEGI

México: Volumen de Exportación de Petróleo
 Var. % anual de miles de barriles diarios, promedio móvil 3 meses



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

una reducción gradual del déficit de cuenta corriente y así menores necesidades de financiamiento externo. Esto cobra relevancia en el entorno actual ya que la relativa estabilidad de las cuentas externas se traduce —en última instancia— en mayor certidumbre para los inversionistas sobre los faltantes de recursos externos en la economía.

Si bien acotados, es conveniente describir a continuación los retos que enfrenta México en sus balances externos para 2009:

Balanza comercial: menores entradas por exportaciones netas de petróleo, pero tendencia a reducción del déficit no petrolero

La entrada de divisas por exportaciones petroleras tiene una perspectiva poco alentadora para los próximos años y es uno de los retos inmediatos de la economía (tanto fiscal como comercial). Si bien, los precios del petróleo están lejos de los niveles alcanzados en 2008 (47.14 dpb en lo que va del año vs. 84.4 promedio 2008), éstos se han estabilizado recientemente y pudieran experimentar un paulatino incremento del costo del hidrocarburo conforme se recupere la economía mundial. El reto se enfoca a la pérdida de capacidad de producción y exportación de barriles de petróleo la cual ha presentado disminuciones anuales desde mediados de 2006 (ver gráfica). Esto conlleva a menores entradas de recursos por exportaciones, pero también a paulatinos incrementos en las importaciones de energéticos (v.gr. refinados y gas natural). Este punto implica caídas continuas en el balance petrolero positivo que estimamos en 9.1 mmd en este año (vs. 14.4 mmd en 2008).

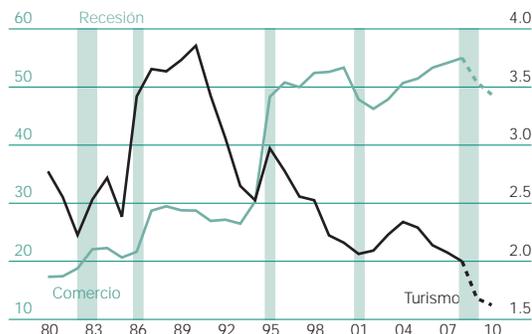
Para la balanza no petrolera estimamos un menor déficit con el resto del mundo en este año (-25.4 mmd vs. -31.2 mmd en 2008) debido a que el menor crecimiento económico en México respecto a nuestro principales socios comerciales implicará menor demanda relativa de importaciones. Es importante destacar que la desaceleración de la industria automotriz —que se pudiera contraer más de 40% en el año— explicaría parte de esta dinámica exportadora e importadora de insumos.

De igual forma es importante notar que en la medida en que se acentúe la desaceleración en el país este déficit tenderá a corregirse lo cual implicaría menores presiones por ahorro externo para financiar compras en el exterior. Pero también destaca que las transacciones comerciales totales de México (medidas como la suma de exportaciones e importaciones sobre PIB) pudieran experimentar su menor nivel desde 2001 sin descartar que sean las menores desde la apertura comercial. Esta pro-ciclicidad del grado de apertura exterior de la economía ya se dio en la recesión de 2001, la primera sin ajuste brusco del tipo de cambio. Esto es relevante para las actividades y servicios vinculados con el sector externo (seguros, transporte, etc).

Balanza de servicios no factoriales: se resentirá el ritmo turístico (viajeros) y menor comercio internacional (fletes)

Preveamos un ligero incremento en el déficit de este balance (de -7.0 a -7.7 mmd en este año) motivado una latente disminución de viajeros internacionales a México y menor actividad de servicios vinculados al comercio (fletes). A pesar de ello, el déficit de servicios no factoriales será moderado debido a una menor salida de turistas nacionales al extranjero que se asocia a un bajo crecimiento econó-

México: Indicador de Profundidad del Comercio Internacional* y de Actividad Turística con el Resto del Mundo**



* Exportaciones más importaciones sobre PIB
 ** Entrada más salida de recursos por turismo sobre PIB
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

mico y la pérdida de valor del peso frente a otras monedas. A pesar de ello, la actividad turística en su conjunto (salidas más llegadas a PIB) pudiera continuar con su tendencia decreciente desde 2004 y situarse en mínimos históricos por los factores descritos.

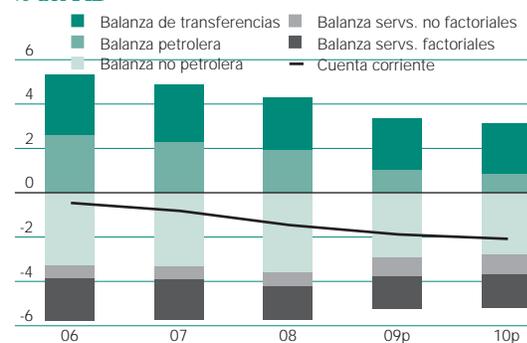
Balanza de servicios factoriales (intereses): disminución de déficit en el corto plazo, pero presiones hacia delante ante el endeudamiento

Si bien este rubro presenta mayores niveles de incertidumbre para proyectar, existen elementos que nos permiten considerar que el déficit estará contenido a lo largo de 2009 (-13.2 vs. -16.8 mmd en 2008). Entre los elementos que apuntan a ello tenemos: costo financiero de la deuda externa del sector público que fue presupuestado para 2009; y el calendario de amortización (capital e intereses) del sector privado que ascendía el trimestre anterior a 88.6 mmd para 2009 (y 6.6 mmd para 2010). No obstante no se descarta una potencial desviaciones del déficit de la balanza de servicios factoriales (hacia -17.0 mmd) que dependerá de los términos de las nuevas contrataciones de deuda (sector público y privado), renegociaciones de pasivos existentes y condiciones financieras internacionales. A pesar de ello, no consideramos que esto implique mayor riesgo en un horizonte de un año.

Balanza de transferencias: pilar de entrada de recursos en la cuenta corriente

La dinámica de las transferencias se encuentra dominada por la evolución de las remesas familiares. En este caso y considerado la recesión en EEUU que ha impactado el empleo de población inmigrante, es previsible una contracción en las transferencias familiares a México durante 2009 y una discreta expansión en 2010 conforme se recupere esa economía. Si bien, la contracción de estas remesas fue moderado en los primeros cuatro meses del año (-8.5% anual), no descartamos que el ajuste a la baja sea un poco más intenso en lo que resta del año de forma tal que el saldo de este balance pase de 25.5 mmd en 2008 a 20.4 mmd en 2009. No descartamos un sesgo positivo en este rubro (fundamentado en la recuperación de EEUU y diferenciales de crecimiento con México), sin embargo mantenemos este nivel de entradas por remesas para ser prudentes en la dimensión de necesidades de financiamiento externo. Dadas las perspectivas del tipo de cambio, el ajuste en pesos de los flujos de remesas será menos intenso, por lo menos en 2009, lo que también reduce el impacto en la renta disponible y la capacidad de gasto de las familias.

Composición de la Cuenta Corriente % del PIB



p pronóstico a partir de 2009
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México e INEGI

México: Cuenta Corriente

	2008	1T09	2T09	3T09	4T09	2009	2010
Miles de millones de dólares							
Cuenta Corriente	-15.7	-1.1	-6.1	-5.7	-3.5	-16.3	-19.8
B. Comercial	-17.3	-1.9	-0.3	-8.8	-5.3	-16.2	-18.5
B. Serv. No Factoriales	-7.1	-0.7	-2.4	-1.7	-2.9	-7.7	-8.6
B. Serv. Factoriales	-16.8	-4.0	-4.5	-1.2	-3.0	-12.7	-14.8
B. Transferencias	25.5	5.5	1.0	6.1	7.8	20.4	22.0
% del PIB							
Cuenta Corriente	-1.4%	-0.5%	-2.8%	-2.6%	-1.6%	-1.9%	-2.1%
B. Comercial	-1.6%	-0.9%	-0.1%	-4.0%	-2.4%	-1.9%	-1.9%
B. Serv. No Factoriales	-0.6%	-0.3%	-1.1%	-0.8%	-1.3%	-0.9%	-0.9%
B. Serv. Factoriales	-1.5%	-1.8%	-2.1%	-0.6%	-1.4%	-1.5%	-1.5%
B. Transferencias	2.3%	2.5%	0.5%	2.8%	3.6%	2.3%	2.3%

Nota: Estimaciones a partir del segundo trimestre de 2009
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Financiamiento de cuentas externas

Si al déficit de cuenta corriente que prevemos para 2009 (16.3 mmd) le sumamos las potenciales salidas de la cuenta de capital por amortizaciones del sector privado (27.7 mmd según declaraciones de SHCP) las necesidades previsibles de liquidez para todo el año ascenderían aproximadamente a 5% del PIB. Por lo pronto, la disponibilidad de recursos actuales de la economía junto a entradas previsibles para la economía nos permite prever que México contará con la suficiencia de recursos para hacer frente a sus necesidades de financiamiento en el año: sumamos las reservas internacionales (75.6 mmd), las entradas en balanza de pagos por coberturas petroleras (10.9 mmd), y un flujo modesto de inversión extranjera (11 mmd), nos implica una disponibilidad de recursos por 11.1% del PIB (casi 2.2 veces necesidades de balanza de pagos).

Si a esto último le añadimos la disponibilidad del gobierno de líneas de crédito con el Fondo Monetario Internacional con la Línea Flexible de Crédito (47 mmd) y la línea Swap con la Reserva Federal (30 mmd), la disponibilidad total de recursos ciertos para la economía sería de 19.9% del PIB (4 veces la necesidad de balanza de pagos).

Para 2010 estimamos un repunte ligero del déficit de cuenta corriente (-19.8 mmd ó -2.1% PIB) propio al ciclo esperado de recuperación lo cual no implica un riesgo para la balanza de pagos bajo un ciclo de modesta expansión internacional.

No obstante, siempre es prudente monitorear los riesgos hacia delante los cuales consideramos acotados y poco probable para 2009 y 2010. Entre los elementos a monitorear —bajo situaciones de estrés— destaca: (1) una salida de inversión externa de cartera aunado por abrupta pérdida de confianza; (2) un déficit comercial mayor inducido por variables como pérdida de competitividad en México; (2) una mayor caída en la producción petrolera; y (3) crecimiento exponencial de los pasivos del gobierno que conlleve a mayor esfuerzo para redimir dichas obligaciones en el largo plazo.

Cobertura de Necesidades de Financiamiento en México para 2009

	mmd	% del PIB
Requerimientos de liquidez para 2009		
Déficit de cuenta corriente	16.3	-1.9
Amortizaciones sector privado en cuenta de capital*	27.7	-3.2
Total	44.0	-5.0
Capacidad de cobertura de requerimientos para 2009		
Reservas internacionales	75.6	-8.6
Inversión extranjera directa**	11.0	-1.3
Entradas en BP por cobertura petrolera	10.9	-1.2
FMI-FCL	47.0	-5.4
FED-SWAP	30.0	-3.4
Total	174.5	-19.9

* Estimaciones propias a través de declaraciones de SHCP y Banxico

** Estimación propia asumiendo una evolución modesta de IED

Nota: El cálculo de las cifras son prudentes respecto a cobertura de requerimientos ya que no incorpora el posible endeudamiento del sector privado

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Balace de Riesgos de las Previsiones e Influenza: Impacto Incierto, pero Limitado y de Corto Plazo

El entorno global, determinante en el balance de riesgos de la economía mexicana

El entorno global en el que se desenvuelve la economía mexicana irá mejorando paulatinamente en los próximos trimestres, conforme se vayan notando los impactos positivos de las políticas implementadas para estabilizar el sistema financiero e impulsar la demanda. Estados Unidos es una de las economías desarrolladas en las que el ajuste económico ha sido más intenso, pero también más temprano, y donde se han implementado un conjunto de medidas más amplio para superar esta situación. Así, resulta razonable pensar que la recuperación se producirá antes y más intensamente en el primer socio comercial e inversor de la economía mexicana. Ese soporte del escenario global para una economía tan abierta al exterior, y particularmente a Estados Unidos, como la mexicana, es la base para esperar su recuperación. En tanto en cuanto la recuperación de la demanda americana sorprenda al alza sobre lo previsto, se produciría una desviación también al alza del crecimiento mexicano.

El impacto económico de la epidemia de influenza: incierto pero limitado en intensidad y duración

En lo que se refiere a factores más domésticos que puedan sesgar la incertidumbre en torno al ritmo y momento de inicio de la recuperación de la economía mexicana, se destaca la epidemia de influenza AH1N1.

Epidemias de Gripe

	SARS, 2003	Tipo A, 2009	
	Mundo	Mundo	México
Contagio			
Número confirmado de enfermos	5,410	19,273	5,563
Sobre población (tanto por cien mil)	0.1	0.3	5.1
Número de países afectados	29	66	—
Tasa de mortalidad (% de casos)	9.6	0.6	1.7

SARS: Contagio a las cinco semanas de la alerta, mortalidad del total de periodo de la epidemia
 Tipo A: Datos a 3 de junio de 2009
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de fuentes oficiales, OMS

La emergencia sanitaria se lanzó el pasado 23 de abril tras detectarse un brote de gripe no estacional, de un virus distinto, que estaba causando un número llamativo de contagios y cierto número de muertes. Como se observa en la tabla adjunta, en las semanas transcurridas desde la alerta sanitaria, casi 20.000 personas se han contagiado en todo el mundo —15 mil de las cuales entre Estados Unidos y México—, lo que supone una tasa de contagio que triplica la registrada en 2003 con el SARS —síndrome respiratorio agudo y severo, por sus siglas

en inglés—. En cuanto a la tasa de mortalidad entre las personas infectadas, es muy inferior a la de 2003, tanto en el conjunto mundial como en México.

Lo relativamente benigno del evento epidemiológico, con la información disponible hasta ahora, no evita la existencia de un impacto económico derivado de la suma de dos efectos. En primer lugar, el impacto directo tanto del cierre de actividades decidido para mitigar la difusión de la epidemia como del absentismo laboral por la propia epidemia o por la necesidad de cuidar a familiares. En segundo lugar, el efecto de la menor demanda en las zonas afectadas por el miedo al contagio. La menor demanda de ocio afecta a actividades de servicios como distribución comercial y sobre todo al conjunto de actividades turísticas. La estimación cuantitativa del impacto final de este tipo de eventos es muy incierta, y más en estos momentos, en los que la información coyuntural disponible del mes de mayo es muy escasa.

México: Influenza Tipo A

Casos confirmados fechados por momento del inicio de síntomas



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Secretaría de Salud

El Gobierno decretó la interrupción de las actividades educativas, que con distintos escalonamientos no se reanudó plenamente en el Estado de México y en el DF hasta el 11 de mayo. Además, dentro de ese periodo también se decretó en el área de mayor incidencia de la epidemia, la Ciudad de México, el cierre de restaurantes, museos y en general todo tipo de espectáculos y eventos deportivos. La interrupción de la actividad se hizo más intensa entre los días 1 y 5 de mayo, cuando el Gobierno Federal decretó la suspensión de actividades no esenciales de la administración pública federal. En el caso del sector privado de la economía, se mantuvieron los servicios básicos de transporte, telecomunicaciones, distribución comercial, producción manufacturera y servicios bancarios, aunque atendiendo las recomendaciones sanitarias para minimizar el riesgo de contagio.

Con la información disponible se puede afirmar que el impacto directo será cuantitativamente limitado, como localizado fue el periodo temporal y las actividades afectadas por el cierre. En cuanto al absentismo por la enfermedad, lo benigno del brote en términos de gravedad de la sintomatología apunta también a un impacto de magnitud muy reducida.

Hong Kong: Entrada de Turistas

Miles de personas

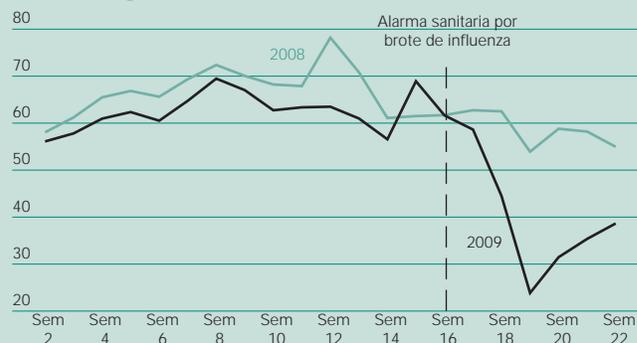


Fuente: BBVA Bancomer con datos de Gobierno de Hong Kong

En lo que se refiere al miedo al contagio, la evidencia disponible apunta a que si este impacto negativo llega súbitamente, también se disipa con relativa rapidez. Tomando como referencia lo ocurrido en Hong Kong en 2003 con el SARS, último evento comparable y en el que la información disponible es más completa, resulta que, como se observa en el gráfico adjunto, el descenso registrado en la entrada de turistas en 2003, siendo intenso, no fue duradero. Dos meses más tarde de decretada la alerta sanitaria, las entradas de turistas comenzaban a recuperar niveles habituales y a los cinco meses volvían a la normalidad.

México: Demanda Turística

Tasa de ocupación hotelera, %, evolución semanal



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Secretaría de Turismo

En este sentido, la información coyuntural del sector turístico mexicano apunta también en la dirección de una recuperación en las semanas más recientes tras el comienzo de la emergencia epidemiológica. Como se observa en el gráfico adjunto, en el último periodo disponible, la última semana de mayo, la tasa de ocupación hotelera era en promedio cercana al 40%, 15 puntos menos del registro de un año antes, pero 15 puntos por encima del registro de la 1ª semana de mayo, la de tasa de ocupación más baja en plena emergencia sanitaria. La recuperación es más intensa en los destinos donde predomina el turismo doméstico que donde el procedente del extranjero es mayoritario, pero en ambos la tendencia es de paulatina mejoría.

En resumen, es razonable considerar que el impacto en la actividad económica de la influenza sanitaria será muy limitado en lo que se refiere al derivado de los ceses de actividad para minimizar el contagio y en cuanto al impacto del menor gasto en el sector servicios, los datos que avalan una paulatina vuelta a la normalidad, como en episodios de otros países, son alentadores.

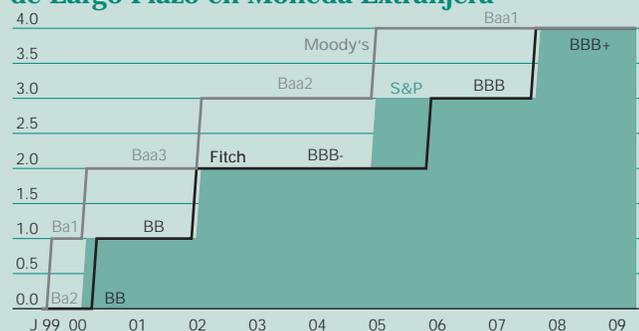
Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Cambios de Rating, Ajustes Reactivos ante Movimientos del Mercado

El pasado 11 de mayo, la calificadora Standard & Poor's (S&P) revisó la perspectiva de las calificaciones soberanas de México de estable a negativa, manteniendo las calificaciones de emisiones de largo plazo en moneda extranjera en BBB+ y las de corto plazo en A-2, y en moneda local de largo plazo en A+ y de corto plazo en A-1. Éste cambio de perspectiva puede finalmente ser o no seguido de un efectivo cambio de calificación bajista.

Calificaciones de Deuda de Largo Plazo en Moneda Extranjera



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

La evidencia sugiere que el impacto de un efectivo cambio a la baja en la calificación otorgada por una(s) calificadora(s)¹ a la deuda soberana de un país sobre variables como el tipo de cambio o el diferencial EMBI+, es difícil de separar de otros factores que pudieran estar afectando simultáneamente a esa variable. Además, estos ajustes en las calificaciones de crédito suelen ser procíclicos o reactivos. Es decir, la evidencia empírica sugiere que los ajustes en las variables financieras suelen observarse con anterioridad al anuncio del cambio de calificación. Lo anterior apunta a que estos cambios a la baja en la calificación de crédito, más que anticipar los movimientos en las variables financieras tienden a validar la información ya descontada previamente en los mercados financieros.

En general, un cambio de calificación de crédito a la baja suele darse en un entorno de deterioro económico del país emisor de deuda. Por ejemplo, en la gráfica se muestra un índice promedio para el tipo de cambio para una muestra de países emergentes (Argentina, Brasil, Colombia, Perú y Rusia) que tuvieron un cambio a la baja en su calificación de crédito otorgada por S&P en los últimos años. Se recoge una ventana de 90 días antes y después de la fecha en que su calificación fuera cambiada. Como se puede observar,

este ajuste en la calificación se dio dentro de un contexto de depreciación significativa. Así, dentro de los 90 días previos a este ajuste, el índice promedio de tipo de cambio para los países de la muestra ya se había depreciado en torno al 7%. La depreciación promedio observada de este índice los 90 días después de dicho cambio fue del 12%. Si bien la depreciación en la ventana posterior fue cerca del doble que la observada en la ventana previa, el movimiento fue menos duradero, no pudiéndose afirmar que el cambio en la calificación haya sido el factor determinante de la dinámica del tipo de cambio a partir de entonces.

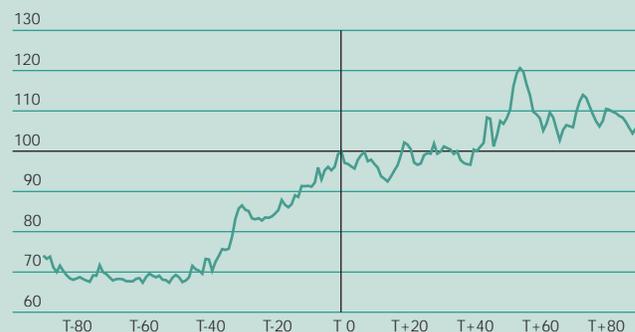
Índice Promedio de Tipo de Cambio



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

A su vez, la siguiente gráfica muestra un índice análogo para el caso de los diferenciales de los índices EMBI+ para la misma muestra de países emergentes. Al igual que en el caso del tipo de cambio, el efecto de un ajuste en la calificación otorgada por S&P no parece alterar significativamente las tendencias previas. Concretamente, el índice promedio del diferencial de los EMBI+ para los países de la muestra había aumentado por arriba del 30% en promedio los 90 días previos y tan solo el 4% los noventa días posteriores al cambio de calificación a la baja.

Diferencial JPMorgan EMBI+



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

¹ La evidencia muestra que las calificadoras tienden a ajustar sus ratings en cadena. Es decir, cuando una calificadora hace un cambio en el rating otorgado, las otras calificadoras tienden a hacer lo mismo.

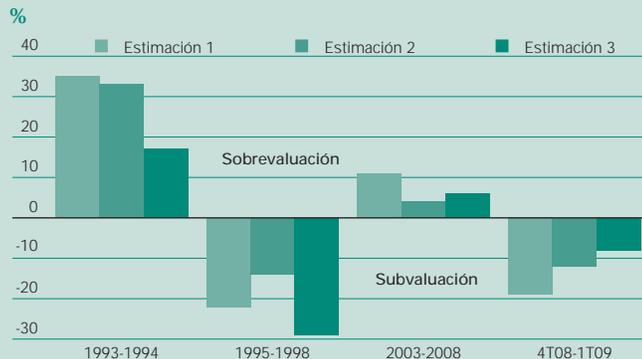
Liliana Castilleja liliana.castilleja@bbva.bancomer.com

¿Qué Tan Subvaluado está el Tipo de Cambio?

A grandes rasgos, existen distintas maneras de estimar la sobrevaluación o subvaluación de una moneda respecto a otra divisa, tantas como modos de calcular su valor teórico o de equilibrio. Una de las formas más utilizada es usando el concepto de Paridad de Poder Adquisitivo o PPP (*Purchasing Power Parity*, por sus siglas en inglés), de modo que el tipo de cambio de equilibrio sería el que permite igualar el poder adquisitivo de diferentes monedas para una canasta de bienes y servicios dada.¹ Sin embargo, la dificultad de encontrar canastas de bienes y servicios que sean perfectamente comparables, hace que el cálculo de este índice sea imperfecto.

Con la finalidad de poder contar con una medida de referencia sobre el nivel del tipo de cambio peso/dólar, se ha construido un índice de tipo de cambio de equilibrio, de referencia, teórico, el índice BBVA Bancomer, el cual promedia los siguientes tres indicadores: 1) el índice PPP; 2) la estimación derivada de un modelo CHEERS (por sus siglas en inglés) que incorpora una relación de corrección de error entre PPP, diferencial de tasas de interés de corto y largo plazo, productividad manufacturera en ambos países, y el tipo de cambio; y 3) la estimación anterior más el efecto en la relación de largo plazo del saldo de la balanza en la cuenta corriente entre EUA y México. Se utiliza el método de cointegración (VECM), excepto para PPP. El tipo de cambio de equilibrio se deriva de las relaciones de largo plazo.

1 Sobre/Subvaluación por Periodos de Distintas Estimaciones



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

1 Este índice fue originalmente desarrollado por Gustav Cassel en 1920 y se basa en la ley de un solo precio. Es decir, si los mercados son eficientes, bienes idénticos deberán tener un solo precio. El PPP, en una de sus especificaciones más completas, toma en cuenta las diferencias de productividad entre los distintos países, lo cual se refleja en el nivel de precios de bienes no comerciables y servicios, que es generalmente más bajo en economías de ingreso bajo (o menos productivas)..

De esta manera, este indicador del tipo de cambio de equilibrio incluye tres de los indicadores más usados para este fin, si bien todos forman una misma familia de modelos, y al ser un promedio suaviza el posible sesgo inherente en alguno de ellos. De esta manera, cualquier desviación del tipo de cambio observado frente al promedio de estas tres relaciones teóricas se puede interpretar como el grado de sobre/subvaluación de la divisa respecto a su valor teórico.

2 Tipo de Cambio Observado y Teórico con Pronósticos Pesos por dólar



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

En la gráfica 1 se presenta la sobre/subvaluación promedio de estas tres estimaciones para distintos periodos hasta el 1T09 (últimos datos disponibles). Como se aprecia, las tres estimaciones apuntan en la misma dirección en las distintas etapas, del ciclo del peso. A su vez, en la gráfica 2 se puede observar que el tipo de cambio del peso con respecto al dólar observado se desvió exponencialmente con relación al nivel teórico estimado (índice BBVA Bancomer) pero que de acuerdo a nuestros pronósticos, se espera que este tienda a su nivel de equilibrio a finales de 2010. A su vez, en la gráfica 3 se muestra la dinámica de este nivel de sobre/subvaluación y sus pronósticos para 2009 y 2010, cuando su nivel de subvaluación esperado debería diluirse.

Según este índice, en Septiembre de 2008 el peso estaba sobrevaluado en torno a 10%. Esta tendencia de fortaleza del peso se inició en 2005 intensificándose en 2007 y 2008. Sin embargo, la crisis de liquidez y el recrudecimiento de la aversión global al riesgo observada a partir de septiembre de 2008, terminaron con este periodo de fortaleza relativa del tipo de cambio del peso. Así, la fuerte depreciación registrada desde septiembre 2008 implicó una subvaluación en torno al 19% la cual ha comenzado a revertirse en los últimos meses.

3 Tipo de Cambio Sobre/Subvaluación y Pronósticos



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

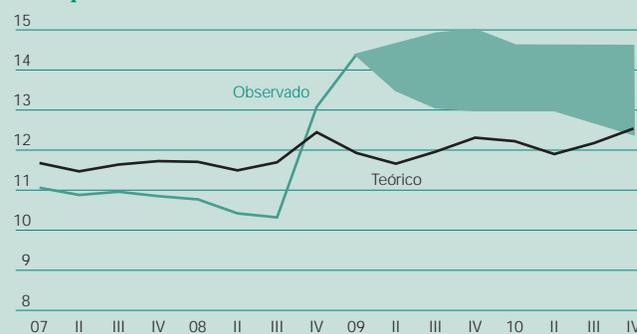
Cabe mencionar que, en la crisis de 1994-1995, cuando el peso mexicano pasó de estar sobrevaluado en un 18-20% en diciembre de 1994 a subvaluarse en torno al 30% en mayo de 1995, la caída fue de alrededor de 50 puntos porcentuales. Si bien, la depreciación del peso fue mucho más severa en aquella crisis financiera, lo que tiene sentido dado que el tipo de cambio era fijo antes de 1995, la rapidez con la que se depreció el tipo de cambio en la actual crisis con relación al nivel de equilibrio fue sin duda muy similar.

Nivel esperado del tipo de cambio peso/dólar

El tipo de cambio tiene un margen de apreciación importante, dada la relativa estabilidad de las estimaciones disponibles en el entorno de 12.3 ppd. Este nivel es sólo una aproximación, pues el grado de incertidumbre en los cálculos no es menor. No obstante, la referencia del tipo de cambio teórico a largo de la muestra sí ha servido de referencia conceptual, y nos ha permitido relacionar significativamente el grado de sobrevaluación o subvaluación con el dinamismo de otras variables económicas como la inflación o las tasas.

4 Tipo de Cambio Observado y Teórico

Pesos por dólar



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Con base a nuestros pronósticos para este año, esperamos que el tipo de cambio cierre en niveles cercanos a los 13 ppd (ver gráfica 4), con toda la incertidumbre inherente a estas estimaciones.

Con todo, lo que parece claro es que la divisa mexicana ha cambiado de nivel de fluctuación entendido este como su oscilación en torno a un valor más o menos estable. Dado que las depreciaciones abruptas de una divisa generalmente propician un cambio de nivel, como se observa en la gráfica 5, difícilmente el peso regresará a cotizar por debajo de 11.0 ppd en el corto y mediano plazo. A menos que se materialice un cambio estructural en los próximos dos años, ya sea doméstico o internacional (en términos de inflación, crecimiento económico, ganancias de productividad, etc.) pareciera que el tipo de cambio cotizará en rangos alrededor de los 13 ppd a finales de 2009 y 12.4 a finales de 2010.

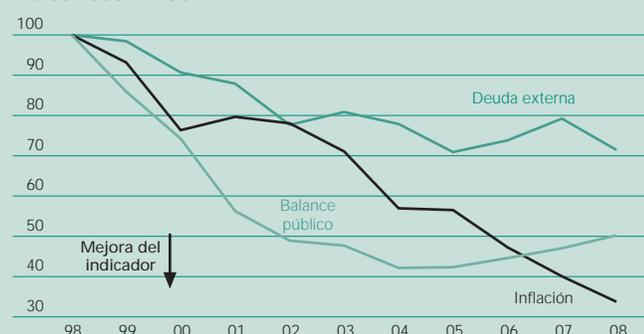
Liliana Castilleja liliana.castilleja@bbva.bancomer.com
Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com

Indicador de Riesgo Macroeconómico sobre el Tipo de Cambio (RMTDC)

En el corto plazo, los determinantes y riesgos del tipo de cambio se asemejan a los de un activo financiero más. Es decir, sus fluctuaciones dependerán de la expectativa de rendimiento de la divisa. Distintos indicadores se han construido para medir estas expectativas en función del comportamiento de la aversión al riesgo financiero implícita en los mercados.

No obstante, los determinantes del tipo de cambio en el mediano y largo plazo están más asociados a la evolución de variables macroeconómicas, principalmente de aquellas relacionadas con la estructura de financiamiento de una economía. Una posición financiera frente al exterior relativamente favorable se traduce en menores presiones depreciatorias sobre el tipo de cambio.

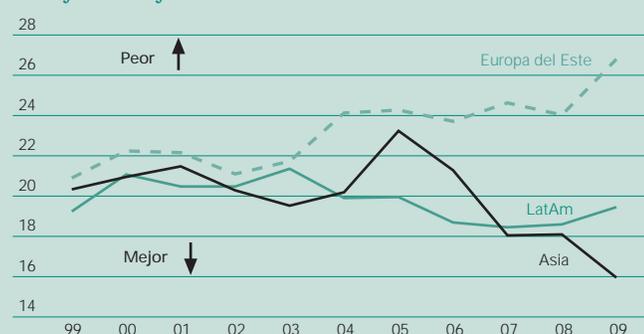
1 Variables Macro de Economías Emergentes



Fuente: BBVA Bancomer en base a promedios de cada variable y datos de IIF

Se debe destacar que una gran mayoría de economías emergentes han implementado reformas estructurales desde los 90s que han mejorado su postura macroeconómica y, por lo tanto, reducido su riesgo cambiario asociado (ver ejemplo en gráfica 1). Sin embargo, el comportamiento relativo por regiones ha sido distinto, por lo cual se plantea el cálculo de un indicador de posición relativa de presiones cambiarias de mediano plazo.

2 Indicador RMTDC por Región



Fuente: BBVA Bancomer

Así, hemos construido un indicador de Riesgo Macroeconómico del tipo de cambio (RMTDC) para 40 economías emergentes, basado en los fundamentales macroeconómicos vinculados a presiones cambiarias.

Utilizando una muestra de 40 países y 7 variables económicas¹, obtenemos la posición relativa, de acuerdo a un valor ordinal, para cada una de estas variables y cada economía para el periodo 1990-2009.² Es decir, para cada año, promediamos los valores jerárquicos de todas las variables, lo cual nos indica la posición promedio relativa con respecto a otros países emergentes de riesgos sobre el tipo de cambio. En otras palabras, es un indicador dinámico para cada país de la postura macroeconómica de riesgos cambiarios con relación a otras economías emergentes. El indicador debe señalar sobre la potencial salida de flujos de capitales con relación a otros países.

Así, se debe enfatizar que el indicador que hemos construido no señalará un riesgo macroeconómico menor de tipo de cambio a menos que éste represente una mejora relativa con relación a otros países.

3 Tipo de Cambio Promedio



Fuente: BBVA Bancomer; el dato de LatAm se ajustó en 2002 para minimizar el efecto de Argentina

- Las variables utilizadas son: 1) Cuenta corriente sobre PIB, 2) Reservas Internacionales sobre importaciones, 3) Deuda externa total sobre PIB, 4) Servicio de deuda de corto plazo sobre total, 5) Servicio total de deuda sobre exportaciones, 6) Inflación anual, 7) Cuenta Corriente sobre IED. La idea es capturar las presiones económicas sobre el tipo de cambio desde distintos ángulos. No sólo es suficiente con incorporar el tamaño de la cuenta corriente con relación a sus fuentes de financiamiento, también el tamaño de la deuda total (no sólo pública) en función del dinamismo de la economía, incluyendo presiones inflacionarias, y de sus fuentes de ingresos por exportaciones. En general, estas variables forman parte del conjunto de factores monitoreados por las calificadoras de riesgos. La revista *The Economist*, publicó un artículo el 26 de febrero de 2009 sobre los riesgos macroeconómicos en economías emergentes, utilizando un indicador con 3 variables.
- Datos anuales del IIF. El año 2009 es un pronóstico del Instituto.

En las gráficas 2 y 3, se muestra la evolución del indicador por regiones. Aunque gradual, LatAm ha implementado reformas que le han permitido mejorar su postura de riesgos cambiarios medidos por el RMTDC. Sólo recientemente, las economías emergentes asiáticas han presentado, en promedio, una corrección positiva en cuanto a futuras presiones cambiarias. La crisis asiática de los 90s propició la implementación de medidas para minimizar este riesgo.

4 Relación entre Depreciación en la Actual Crisis Financiera y Nivel de Indicador



Fuente: BBVA Bancomer

De la evolución del indicador por región, y del comportamiento del tipo de cambio (moneda doméstica sobre dólar), se pueden derivar dos conclusiones. Primero, la magnitud de apreciación cambiaria por región observada durante la muestra no está vinculada a la evolución del RMTDC; en Europa del Este los riesgos iban al alza, mientras sus monedas se apreciaban incluso en mayor intensidad que en Asia y LatAm. Segundo, el indicador RMTDC sí está asociado a la fuerza con la que en promedio se depreciaron las monedas de los distintos países emergentes en esta última crisis financiera (gráfica 4). Por ejemplo, la región de Europa del este presentaba mayores riesgos asociados a su postura macroeconómica, lo cual se vio reflejado en una mayor depreciación de sus monedas (los desequilibrios macro eran mayores en estos países). El indicador de LatAm era el segundo en cuanto a estos riesgos, y la reacción de sus monedas fue, en promedio, menor a la de Europa del Este, pero mayor a las de Asia (este último con el riesgo menor de acuerdo a RMTDC).

3 El caso de Chile es interesante, pues refleja el espíritu del indicador. Su postura macroeconómica es favorable, se encuentra entre los países con mejor posicionamiento, aunque muy vulnerable por el lado de comercio exterior. Sin embargo, no ha presentado un mejoramiento relativo tan marcado como el de estos tres países (Perú, Brasil, y México).

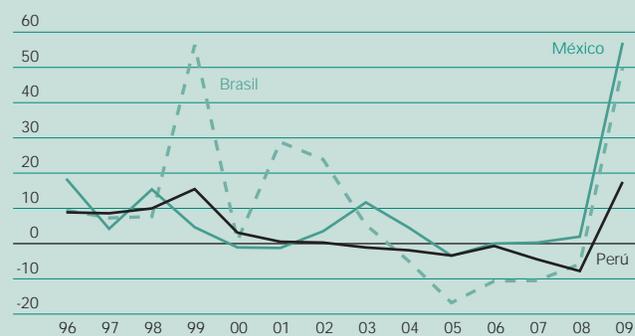
Asimismo, dentro de la región de Latinoamérica (gráficas 5 y 6), las tres economías que más progreso relativo han presentado han sido Perú, Brasil y México.³ Entre ellos, Perú ha sido el más destacado, con una condición cambiaria menos vulnerable. El reciente estallido de la crisis financiera golpeó más a las monedas cuyo indicador señalaba una postura menos favorable, como en este caso lo reflejaba el indicador de México, que las divisas de aquellas con mejor RMTDC (Perú y Brasil). Esta relación entre magnitud de depreciación y nivel del RMTDC se observa, en promedio, entre los distintos países de la muestra.

5 Indicador RMTDC



Fuente: BBVA Bancomer

6 Tipo de Cambio Promedio Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer

En suma, el nivel del indicador RMTDC vs el de otras economías, nos advierte sobre la magnitud relativa de posibles presiones sobre el tipo de cambio en un contexto de crisis financiera. Es un aviso temprano de los riesgos macroeconómicos relativos con relación a otras economías emergentes.

Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com

Medidas Fiscales Anunciadas para 2009 % del PIB

Paquete fiscal	Impuestos*	Gasto corriente	Gasto capital	Total
8 y 20 oct. 2008 Plan Contra-cíclico	—	—	0.50%	0.50%
7 ene. 2009 Plan Contra-cíclico	—	0.30%	0.20%	0.50%
5 mayo 2009 Apoyo por influenza	0.12%	0.002%	—	0.13%
28 mayo 2009 Medidas de ahorro	—	-0.30%	—	-0.30%
Total	0.12%	0.00%	0.70%	0.83%

* Impuestos implica menor recaudación esperada
Fuente: Estimaciones propias en base a comunicados de SHCP. Cifras pudieran diferir con oficiales ya que se estima la parte que se ejecutará que es efectivamente adicional

La primera política fiscal contra-cíclica en la historia...

En respuesta al acentuado ciclo de contracción económica en el país, las autoridades fiscales han anunciado tres paquetes de incremento de gasto (social y de capital) con el objeto de mitigar los efectos de la recesión sobre el empleo, el financiamiento empresarial y la inversión. El tamaño total de las medidas que se relacionan directamente a la demanda agregada asciende a cerca de 1% de PIB¹ en 2009. Sin embargo, se estima que el impulso efectivo sobre el crecimiento de este año pudiera ser próximo a 0.6 pp del PIB ya que parte del gasto adicional pudiera diluirse vía importaciones y a que no se descartan rezagos en la ejecución de programas, particularmente en proyectos de obra pública.

También al descomponer el déficit público en sus componentes estructural y cíclico,² observamos que el déficit discrecional que ha inducido el Gobierno para hacer frente a la desaceleración económica fue del orden de 0.5% del PIB en dicho año.

...gracias al manejo prudente de finanzas públicas...

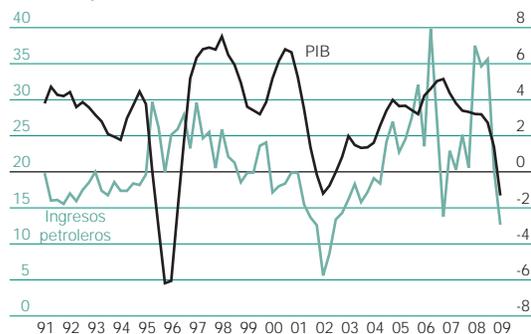
Las medidas anunciadas fueron adecuadas en su diseño y se constituyeron, en la práctica, como el primer programa fiscal de expansión de gasto en ciclos de desaceleración económica en México. Este programa contra-cíclico fue posible gracias a: (i) el manejo prudente del gasto público desde finales de los 1990's; (ii) la paulatina reducción de los niveles de endeudamiento del sector público, que aumentó disponibilidades de recursos para el gobierno federal; (iii) el ajuste en las reglas de contabilidad de deuda de algunas paraestatales, que permite reducir el costo financiero (v.gr. pidieregas en Pemex); y (iv) la creación de fondos de estabilización por ingresos excedentes no recurrentes (v.gr. petróleo) que al 31 de marzo de 2009 ascendieron a 148 mmp (1.3% del PIB). A lo anterior se agrega la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (marzo-06) que brinda de mayor certidumbre al obligar a un rumbo estable y contenido de déficit público.

...pero, la magnitud de la recesión económica resaltó vulnerabilidades y la necesidad de una nueva reforma

Los esfuerzos presupuestarios anteriores se plasmaron en una mayor flexibilidad fiscal para hacer frente a una etapa de contracción económica que fuese relativamente benigna; sin embargo, al profundizarse la recesión a inicios de este año y al incrementarse la incertidumbre sobre su duración, se intensificaron los cuestionamientos sobre la estabilidad presupuestaria bajo condiciones de estrés sobre sus ingresos y gastos futuros.

En materia de ingresos, volvió a la palestra la elevada dependencia a los ingresos petroleros (representan 32% de los ingresos presupuestarios), cuya dinámica es concordante al ritmo de la actividad económica, de forma tal que disminuciones en ingresos fiscales

Crecimiento Económico e Ingresos Fiscales Petroleros % anual y % sobre total



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y SHCP

- 1 En esta cifra no se incluyen apoyos y garantías crediticias ofrecidas por la Banca de Desarrollo, ni descuentos en precios públicos como los de la gasolina.
- 2 Ambos componentes se asocian respectivamente con decisiones discrecionales del Gobierno y con el impacto exógeno del ciclo económico. Existen diversos métodos de realizar esta descomposición, para un mayor detalle, véase el Recuadro adjunto.

petroleros se corresponden con caídas en la actividad económica. Así, la capacidad futura del Gobierno de realizar políticas de gasto expansivas —a fin de contribuir a la estabilización cíclica— sigue estando muy limitada y condicionada a la generación de ahorros petroleros anteriores (v.gr. fondos de estabilización). De lo contrario, el Gobierno tendería a incurrir en elevados déficit públicos y potenciales problemas de deuda, lo cual tendería a incrementar el riesgo soberano (como lo alertó S&P al revisar la perspectiva de calificación de México) y resultaría finalmente contraproducente al elevar el costo de financiamiento de la economía.

Otra fuente de vulnerabilidad se relaciona a la magra recaudación en impuestos a consumo (IVA) e impuestos al ingreso (ISR/IETU) que por mucho comparan desfavorablemente a los niveles de recaudación registrados a nivel internacional (ver gráfica). Los motivos de la baja eficiencia en el recaudo se relacionan al: (i) diseño de sistema fiscal que permite tratamientos tributarios diferenciados (v.gr. tasas de IVA); (ii) reducida base de contribuyentes y elevados incentivos de las personas a mantenerse en la economía informal (no pagar impuestos) ante una valoración de servicios públicos poco favorable (salud, seguridad, educación, obra pública, etc); (iii) complejidad para el cumplimiento de las obligaciones fiscales; y (iv) oportunidades de evasión y elusión fiscal.

La reciente reforma fiscal aprobada en octubre de 2007 fue positiva para introducir impuestos de control (IETU) orientados a reducir formas de elusión fiscal (p.e. consolidación fiscal) y hacer más eficiente el pago de gravámenes a la renta (ISR) de los causantes activos. No obstante, a la voz de la misma SHCP, la reforma era parcial y requería de posteriores cambios que permitieran a aumentar los ingresos fiscales y al mismo tiempo dispersar más equitativamente la carga impositiva entre la población. Bajo un entorno de modesto crecimiento, la reforma aludida daba cierto respiro a las finanzas públicas y postergaba la necesidad de cambios fiscales más profundos; sin embargo, la acentuada contracción del PIB en el 4T08 (-1.6% anual) y 1T09 (-8.6%) puso de manifiesto nuevamente la endeble estructura tributaria y acortó los tiempos para realizar una nueva reforma hacendaria (que a ojos de S&P debiera hacerse este mismo año).

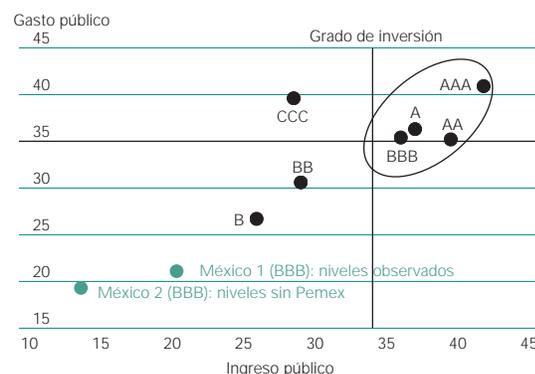
Ante la caída del PIB, los recaudos por impuestos a la renta y al consumo se contrajeron respectivamente -8.8 y -11.3% anual en el primer cuarto del año. Dicha tendencia pudiera prolongarse ante la debilidad en la demanda interna y por el impacto de las interrupciones en la actividad tras la emergencia sanitaria.

Sin reforma, se comprometería la viabilidad de las finanzas públicas

A falta de una reforma que fortalezca los ingresos tributarios, la elevada dependencia a ingresos petroleros, junto a la volatilidad de su precio en mercados internacionales y las perspectivas de menor producción de hidrocarburos, implicaría que —por diseño— las finanzas públicas se consideren como “endógenas” a la actividad económica e incluso como un elemento que tiende a acentuar los ciclos económicos (ante la necesidad legal de contener un déficit público).

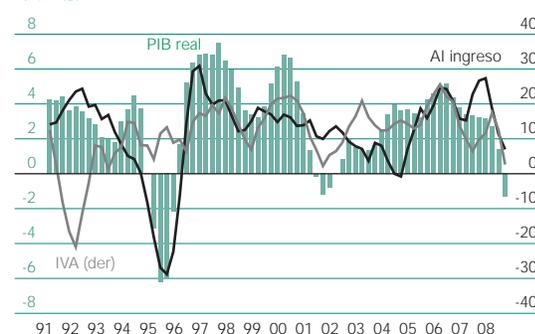
Ingreso y Gasto Fiscal

% PIB, 2008, prom. según nivel de calificación de S&P



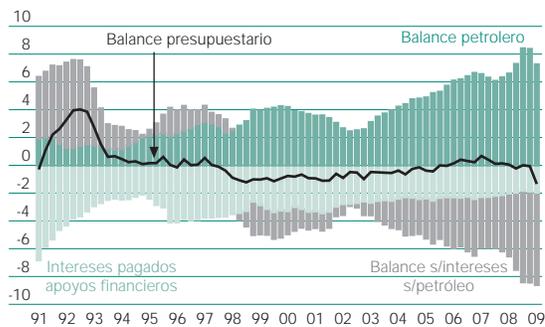
Fuente: S&P (2008)

Actividad Económica y Recaudación Tributaria



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y SHCP

Composición del Balance Presupuestario % del PIB, negativo = déficit



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y SHCP

Si analizamos distintas definiciones de balance público se hace evidente el problema anterior (ver gráfica). Por un lado, el balance presupuestario primario ha registrado una evolución estable desde 1998 y ha permitido generar ahorros para redimir obligaciones y mejorar el perfil de deuda pública (en gran parte de ello descansó la mejoras en la percepción al riesgo soberano); de igual forma destaca la reciente disminución del balance tradicional (con y sin intereses) que se vincula al incremento temporal del gasto anunciado desde el 4T09 por el Gobierno y la fuerte contracción del PIB.

No obstante, si excluyéramos los rubros de ingreso y gasto del gobierno atribuible a la actividad petrolera, el saldo operacional (sin pago de impuestos) del Gobierno estaría próximo a -6.6% del PIB. Resalta que el déficit público sin petróleo se ha venido deteriorando continuamente en las últimas décadas y que el balance presupuestal del gobierno es crecientemente dependiente a la gestión fiscal del petróleo en México: así la perspectiva es negativa si se considera la previsión de una menor capacidad de producción de petróleo en nuestro país.

En el extremo, si las finanzas públicas no contaran con estos recursos no renovables, el resultado de operación del gobierno no generaría excedentes suficientes para redimir obligaciones crediticias lo que implicaría fuertes ajuste en el gasto o un crecimiento no sostenible de la deuda pública. Por ejemplo, asumiendo la falta de ingresos y gasto de Pemex y asumiendo el mismo patrón de gasto del gobierno desde 2002, la deuda neta total del gobierno (calculada por Banxico) estaría hoy cercana a 20.8% PIB en lugar de 17.2% PIB que representa en la actualidad. De ahí la urgencia de reformas al diseño tributario de nuestro país.

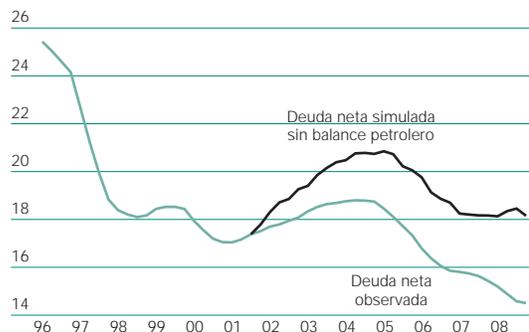
...aún en el corto plazo los retos son elevados

La coyuntura económica actual impone retos fiscales complejos. Por un lado, el Gobierno Federal ha emprendido un programa de gasto adicional para la aliviar los efectos de la recesión económica y, por el otro lado, la caída de los ingresos públicos demanda la contención del gasto para evitar asumir un déficit público elevado que incremente la percepción de riesgo sobre el país.

En el corto plazo, las presiones sobre el déficit presupuestal del gobierno se atribuyen a caída en ingresos tributarios (petroleros y no petroleros) que parcialmente se compensarían por ingresos financieros (coberturas cambiarias y uso de fondos de estabilización) que junto a la asignación de gasto adicional en sus programas contra-cíclicos (1% del PIB) implican presiones adicionales fiscales. Por tanto, para alcanzar su objetivo de déficit tradicional para 2009 (1.8% PIB), el gobierno anunció (28-mayo-09) medidas de austeridad por 35 mmp (0.3% PIB) que se orientarían a reducir el gasto de operación del gobierno. En este sentido resulta favorable que estas medidas no afecten (como en ciclos recesivos pasados) a rubros de gasto de capital y social.

La disponibilidad de activos del gobierno (fondos de estabilización) facilita la consecución del objetivo de déficit fiscal tradicional para 2009; sin embargo, la posibilidad de una baja recaudación hacia 2010 (ya sea por falta de reforma o por un crecimiento económico por debajo de su potencial) implicaría la necesidad de medidas de austeridad

Deuda Neta Total Observada y Simulada sin Balance Petrolero % PIB a 2008, promedio móvil 4 trimestres



Nota: Deuda pública neta total publicada bajo metodología de Banxico. Deuda simulada asume mismo perfil de pago de intereses y sin contribución del balance fiscal petrolero: faltantes de recursos para mantener gasto presupuestal se asume que es efectuado gracias a mayor deuda.

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y SHCP

Déficit Público % PIB, prom. móvil 4 trimestres, positivo = superávit



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y SHCP

adicionales para el próximo año que pudieran ascender hasta 1% del PIB a fin de conservar los mismos niveles de déficit.

Las cifras anteriores implicarían que los requerimientos financieros del sector público (definición amplia de déficit fiscal) ascendieran a cerca de 3% del PIB (vs. 2% en 2008). No obstante, no se puede descartar desviaciones “autorizadas” en el déficit amplio de la finanzas públicas que pudieran provenir de la reforma del ISSSTE y las cuales pudieran ascender hasta 0.7% del PIB en un caso extremo.

En suma, la magnitud e intensidad de la recesión económica en el país así como la posibilidad de un crecimiento económico por debajo del potencial, han puesto de manifiesto las vulnerabilidades estructurales de las finanzas públicas y la necesidad de una pronta reforma hacendaria. A nuestro juicio, dicha reforma tributaria debiera atender como mínimo los siguientes puntos: (i) evitar tratamientos tributarios diferenciados y regresivos (es decir que acentúen los niveles de desigualdad del ingreso); (ii) aumentar la base de contribuyentes para reducir la carga tributaria individual; (iii) reducir complejidad administrativa para el cumplimiento de obligaciones fiscales; y (iv) aumentar la calidad de los servicios públicos que son financiados por impuestos y en general, la eficiencia del gasto público efectuado.

Ajustes Alternativos en Saldo Presupuestario % del PIB, déficit tradicional

	Escenario base			Escenario estrés en finan. púb.		
	Objetivo de saldo	Factores negativos	Factores positivos	Objetivo de saldo	Factores negativos	Factores positivos
Total 2008	-1.8			-1.8		
a Menores exportaciones petroleras		-1.3			-1.4	
b Menores ingresos tributarios		-0.7			-0.9	
c Coberturas			1.2			1.2
d Saldo fondo de estab. petrolera			1.3			1.3
e Ingreso no recurrente			0.6			0.6
f Pérdida fiscal tras influencia		-0.2			-0.2	
g Medidas de austeridad (28 mayo)			0.3			0.3
h Ahorro neto en fondos de estab.		-1.2			-0.9	
Total 2009	-1.8			-1.8		
i Menores exportaciones petroleras		-1.0			-1.2	
j Menores ingresos tributarios		-0.5			-0.7	
k Uso de fondos de estab. (k=-h)			1.2			0.9
l Med. austeridad para equilib. 2010			0.3			1.0
Total 2010	-1.8			-1.8		

Nota: Fondos de estabilización acumulan 1.3% PIB al 31 mar 09. No se incluyen recursos del FARP por 64. mmp (0.5% PIB). No se incorporan beneficios de una potencial reforma tributaria
Fuente: Cálculos propios con datos de SHCP

Cálculo del Saldo Público Estructural en México como Herramienta para Valorar la Gestión de la Política Fiscal a lo Largo del Ciclo Económico

En México las decisiones de gasto e ingreso fiscal han estado dominadas por una estructura rígida de gasto (v.gr. elevado peso del gasto en salarios, compromisos plurianuales de gasto de inversión, etc) y una evolución especialmente incierta de los ingresos públicos (v.gr. importancia elevada de no recurrentes y petroleros). Ello imposibilitaba al gobierno para efectuar políticas fiscales contra-cíclicas, que aminorasen los efectos de una recesión, sin incurrir en riesgos crecientes de no sustentabilidad de la deuda.

En particular, la elevada dependencia del déficit presupuestal a precios volátiles de energéticos, que se determinan en mercados internacionales, implicaron que las finanzas públicas tendieran a ser endógenas al ciclo de la economía, e incluso acentuar fases recesivas. Con ello, era imposible hablar de “estabilizadores automáticos” de gasto (v.gr. seguro de desempleo) que implicaran mayores erogaciones fiscales en etapas de bajo crecimiento y viceversa al haber crecimiento.

Esta situación ha cambiado radicalmente tras años de manejo prudente de las cuentas públicas, que permitieron acotar magnitud y duración de la deuda del gobierno y abrieron la puerta a que se efectuara en 2009 la primera política fiscal contra-cíclica en la historia reciente de México.

Ante este nuevo panorama, se vuelve necesario desarrollar instrumentos que permitan valorar y cuantificar la gestión de la política fiscal en función al estado de la economía (expansivo o recesivo). En particular, contar con una metodología sencilla que aisle los componentes del saldo presupuestario que fluctúan acorde al ciclo (p.e. impuestos al ingreso) de aquellos que por no estar ligados al efecto automático del ciclo económico pueden atribuirse entonces al ejercicio discrecional del gobierno.

La descomposición y cálculo del déficit fiscal en cíclico y estructural es relevante en la coyuntura actual, ya que su seguimiento pudiera ser pieza central dentro de una futura reforma fiscal en el país que pasase de objetivos de sostenibilidad de las finanzas públicas reflejado en un objetivo de saldo presupuestario año a año, a un objetivo plurianual que tuviese en cuenta las oscilaciones del ciclo económico.

Estimación del déficit público estructural

El saldo público observable a PIB (SP_t) se puede considerar como la suma de un componente estructural (SPE_t) y uno cíclico (SPC_t) de forma tal que:

$$SP_t = SPE_t + SPC_t = SPE_t + \beta Ygap_t; \quad [1]$$

en donde el componente cíclico es una función de la “brecha de producción” ($Ygap$ = diferencia entre PIB observado y tendencial) con una sensibilidad β_t de respuesta.¹ Por su parte, el componente estructural (SPE_t) es aquel que se observaría cuando la economía estuviese en su senda de crecimiento tendencial. Ambas definiciones de déficit contienen implicaciones económicas distintas, mientras el saldo cíclico se asociaría a oscilaciones transitorias, el estructural supone cargas tributarias sobre generaciones futuras, y por tanto, su nivel discrecional implica una distribución intertemporal del ingreso dentro de una economía.

Para la estimación directa del saldo presupuestal se siguieron los siguientes pasos y ajustes:²

Primero, se estima la brecha de producto como la diferencia entre el PIB observado y el filtro Hodrick-Prescott del PIB (con $\lambda = 1600$)

Segundo, se pondera el componente cíclico en ecuación [1] con el peso relativo del gasto del gobierno en la economía (G_t / PIB_t) a fin de calibrar la magnitud del ciclo (ver ecuación [2])

Tercero, se formula ecuación [3] donde el saldo público estructural, SPE_t , como un componente no observable del saldo total, SP_t , en ecuación [2] y que es función a su propio pasado, SPE_{t-1}

$$SP_t = SPE_t + \beta_t \left[\frac{G_t}{PIB_t} \right] Ygap_t + v_t; \quad [2]$$

$$SPE_t = \theta \cdot SPE_{t-1} + \omega_t; \quad [3]$$

donde v y ω son variables aleatorias.

1 La sensibilidad del saldo presupuestario al ciclo de la economía, β , se puede entender como la sensibilidad del ingreso público menos la del gasto público al ciclo.

2 Siguiendo metodología Corrales, F., Varela, J y Doménech, R. (2002). “Los saldos presupuestarios cíclico y estructural de la economía española”. Hacienda Pública Española, No. 162-(3/2002). IEF.

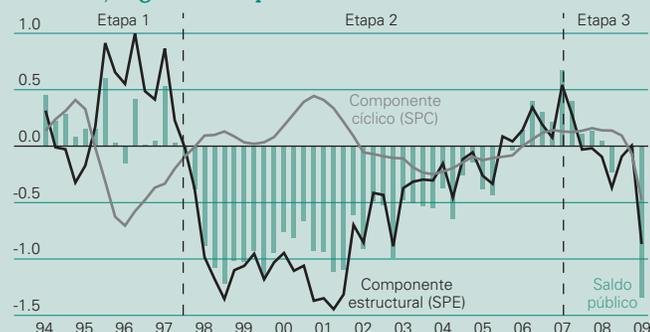
Cuarto, se obtienen los resultados por máxima verisimilitud para el periodo del 1T94 al 1T09 mediante el filtro de Kalman de la ecuación observable [2], la ecuación de transición [3] y de la variable de estado, SPE_t

Bajo este procedimiento se estima para México una sensibilidad del saldo cíclico a la brecha de producción de $\beta = 0.58$, relativamente elevada.³ La relativamente elevada sensibilidad del saldo presupuestario al ciclo captura la alta dependencia de los ingresos fiscales al ciclo (p.e. precio del petróleo) y la rigidez del gasto mencionada al inicio del recuadro. Adicionalmente, el parámetro estimado θ es 0.93.⁴

Interpretación de resultados

En la siguiente gráfica se presenta el saldo público observado y se descomponen el factor estructural (como indicador de una decisión fiscal discrecional) y el componente cíclico. Los resultados son sugerentes. En una primera etapa, se registraba una conducta fiscal de mayor gasto que junto a la recesión de 1994-95 no permitió mitigar el grado de recesión en la economía (componente estructural positivo) y que, además, registraba déficit presupuestal erráticos (ver barras en gráfica). La generación del superávit estructural positivo contribuyó a la disminución de la deuda neta del gobierno de niveles de 35.6% del PIB en 1995 hasta 23.6% en 1997.

Componentes del Saldo Público en México % del PIB, negativo = requerimientos de financiamiento



Fuente: BBVA Bancomer con datos de SHCP e INEGI

3 Por ejemplo, para el caso de la economía española, el valor calculado está entre 0.41 y 0.48. Véase "Situación España BBVA", Octubre de 2006, pp. 17 y 18. Disponible en Internet: <http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/ketd/esp/nav/geograficas/europa/espana/historico/afondo/revistas/index.jsp>

4 La ecuación [3] permite la no estacionariedad de SPE cuando $\theta=1$ y bajo nuestros estimados no puede rechazarse la hipótesis de paseo aleatorio de la variable no observable. Para la estimación se consideró que el valor inicial de SPE es desconocido

En una segunda etapa se observa un déficit fiscal estructural elevado que fue paulatinamente corrigiéndose desde 2001 hasta general superávit estructural a mediados de 2005. Además de seguir siendo pro-cíclica la gestión fiscal del gobierno, la continua corrección del déficit fue gracias a una mejora continua en el balance fiscal petrolero (ingresos petroleros fiscales menos gastos de Pemex) desde 1998, el cual permitió ir retirando deuda pública y situarla hasta 17.5% del PIB.

Déficit Estructural y Balance Fiscal Petrolero % del PIB



Fuente: BBVA Bancomer con datos de SHCP e INEGI

Por último, en una tercera etapa de gestión fiscal observamos que los avances en ahorros públicos y reducción de deuda emprendidos en las últimas décadas, hicieron posible que tanto el componente estructural como cíclico del déficit fueran negativos, es decir contracíclicos y —a diferencia del pasado— contribuyeran a mitigar la última recesión económica (ver 1T09 en gráfica).

Octavio Gutiérrez
Julián Cubero

o.gutierrez3@bbva.bancomer.com
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2007	2008	2009	I'08	II'08	III'08	IV'08	I'09	II'09	III'09	IV'09
Actividad Económica											
PIB corriente (mmd)	13,808	14,265	14,242	14,151	14,295	14,413	14,200	14,090	14,112	14,224	14,541
% crecimiento nominal	4.8	3.3	-0.2	4.7	4.1	3.3	1.2	-0.4	-1.3	-1.3	2.4
% crecimiento real	2.0	1.1	-2.0	2.5	2.1	0.7	-0.8	-2.5	-3.1	-2.4	-0.1
Deflactor del PIB	2.7	2.4	1.8	2.6	2.3	2.0	2.6	2.0	2.1	1.8	1.1
Consumo privado (var. % real)	2.8	0.2	-0.5	1.5	1.3	-0.2	-1.5	-1.4	-1.4	-0.3	1.1
Consumo público (var. % real)	2.1	2.9	3.5	2.6	2.6	3.1	3.2	1.8	3.1	3.7	5.4
FBCF (var. % real)	-5.3	-6.7	-20.4	-2.3	-6.6	-7.3	-10.4	-23.3	-21.7	-21.1	-15.5
Construcción ¹ (var. % real)	-17.9	-20.7	-21.4	-21.3	-21.6	-20.6	-19.4	-23.4	-24.8	-21.4	-15.8
Producción industrial	1.5	-2.2	-10.0	1.4	-0.4	-3.2	-6.7	-11.6	-12.4	-10.1	-5.7
Sector Externo (mmd constantes)											
Saldo exterior	-547	-390	-324	-462	-381	-353	-365	-303	-332	-332	-329
Exportaciones	1,426	1,514	1,208	1,501	1,545	1,556	1,455	1,337	1,223	1,159	1,114
Importaciones	1,972	1,904	1,532	1,963	1,926	1,909	1,819	1,640	1,555	1,491	1,443
Déficit por cuenta corriente (% PIB)	-5.3	-4.7	-2.9	-5.0	-5.1	-4.9	-3.6	-2.1	-3.6	-3.4	-2.6
Inflación (var. % anual)											
Inflación anual final	4.1	0.1	2.0	4.0	5.0	4.9	0.1	-0.4	-1.0	-1.5	2.0
Inflación anual media	2.9	3.8	-0.4	4.1	4.4	5.3	1.6	0.0	-0.7	-1.6	0.8
Otros Indicadores											
Resultado fiscal primario ² (% PIB)	-1.2	-3.2	-12.7	—	—	—	-3.2	—	—	—	-12.7

mmd miles de millones de dólares

1 Inversión residencial

2 Balance Fiscal (% PIB)

Nota: pronóstico aparece con **negritas**

Indicadores y Pronósticos México

	2006	2007	2008	2009	2010	I'08	II'08	III'08	IV'08	I'09	II'09	III'09	IV'09
PIB (series desestacionalizadas)													
Variación % real anual	5.1	3.3	1.4	-6.3	1.7	3.3	2.5	1.5	-1.7	-8.6	-8.3	-5.9	-2.5
Por habitante en dólares	9,046	9,667	10,176	7,854	8,616	10,262	10,850	11,216	8,376	7,157	7,852	8,066	8,338
Miles de millones de dólares	949	1,023	1,086	845	934	1,095	1,157	1,197	894	770	845	868	897
Inflación (% , promedio)													
General	4.1	3.8	6.5	3.8	3.9	4.2	5.3	5.5	6.5	6.0	5.7	5.0	3.8
Subyacente ¹	3.8	4.1	5.7	4.0	3.7	4.3	5.0	5.4	5.7	5.8	5.4	4.7	4.0
Mercados Financieros (% , fdp)													
Tasas de interés													
Fondeo bancario	7.00	7.50	8.25	4.50	4.50	7.50	7.75	8.25	8.25	6.75	4.75	4.50	4.50
Cetes 28 días	7.02	7.44	7.94	4.47	5.02	7.48	7.78	7.61	7.94	6.75	4.60	4.47	4.47
TIIIE 28 días	7.37	7.93	8.68	4.83	4.87	7.93	8.19	8.66	8.68	7.57	5.40	4.83	4.83
Bono 10 años (% , promedio)	7.57	8.04	8.28	6.40	7.20	7.49	8.74	8.48	8.28	8.30	7.60	6.80	6.40
Tipo de cambio (promedio)													
Pesos por dólar	10.88	10.86	13.67	13.00	12.40	10.64	10.31	10.94	13.67	14.00	13.18	13.20	13.00
Finanzas Públicas*													
Balance fiscal (% del PIB)	0.1	0.0	-0.1	-1.8	-1.8	nd	nd	nd	-0.1	nd	nd	nd	-1.8
RFSP (% del PIB)	-0.8	-1.1	-2.1	-2.8	-2.8	nd	nd	nd	-2.1	nd	nd	nd	-2.8
Sector Externo²													
Balanza comercial (mmd)	-6.1	-10.1	-17.3	-16.2	-18.5	-1.6	-0.9	-6.4	-8.3	-1.9	-0.3	-8.8	-5.3
Cuenta corriente (mmd)	-4.4	-8.3	-15.7	-16.3	-19.8	-2.6	-2.1	-4.5	-6.6	-1.1	-6.1	-5.7	-3.5
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.5	-0.8	-1.4	-1.9	-2.1	-0.9	-0.8	-1.6	-2.4	-0.5	-2.8	-2.6	-1.6
Petróleo (mezcla mexicana, dpb, fdp)	53.1	61.7	84.4	34.7	34.5	83.6	104.4	104.2	45.3	39.2	31.5	34.0	34.1
Demanda Agregada⁴ (Var % anual, desestacionalizada)													
Total	6.9	4.2	2.1	-7.6	1.2	5.0	3.9	3.0	-3.1	-9.6	-9.1	-7.8	-3.6
Demanda interna													
Consumo	5.2	3.6	1.5	-3.2	1.1	2.8	2.1	1.8	-0.9	-5.2	-4.4	-3.0	-0.1
Privado	5.7	3.9	1.6	-3.6	1.1	3.1	2.2	2.0	-1.1	-6.2	-5.4	-3.1	0.2
Público	1.7	2.1	0.6	0.0	1.4	1.1	1.1	0.2	0.0	2.0	2.0	-2.0	-2.0
Inversión	10.4	6.7	4.2	-12.9	5.4	3.2	8.0	7.9	-2.2	-16.0	-15.7	-15.2	-4.9
Privada	13.0	5.8	2.0	-18.2	6.4	3.1	9.6	5.5	-10.1	-25.0	-25.0	-18.1	-4.7
Pública	-1.6	12.9	13.3	7.3	2.8	3.9	2.4	16.5	30.2	20.0	20.0	-5.5	-5.5
Demanda Externa													
Importaciones	12.7	7.0	4.6	-11.0	-0.1	10.1	8.2	7.2	-7.0	-12.7	-11.2	-13.1	-7.0
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)													
Primario	6.0	2.1	3.2	3.7	0.5	0.3	5.4	3.8	3.3	2.3	3.1	5.0	4.3
Secundario													
Minería	1.4	-0.6	-2.3	-1.2	-1.7	-1.0	-4.3	-2.3	-1.7	-2.1	-0.2	-1.6	-1.9
Electricidad	12.1	3.7	2.3	-4.9	1.0	7.3	4.5	0.5	-2.9	-3.2	-7.4	-5.1	-4.1
Construcción	7.6	4.4	-0.6	-7.2	1.8	2.4	0.4	-0.6	-4.5	-9.4	-8.8	-7.4	-5.0
Manufactura	5.9	2.6	-0.4	-13.2	6.0	3.1	1.7	-1.3	-5.0	-14.8	-16.0	-15.2	-8.0
Terciario													
Comercio	6.5	4.6	2.9	-10.0	0.7	6.3	5.0	5.2	-4.9	-17.0	-15.2	-5.8	-2.2
Transporte, correos y almacenamiento	5.6	3.7	0.9	-9.1	2.5	4.0	1.9	0.6	-2.9	-10.2	-13.8	-10.1	-2.3
Información en medios masivos	10.6	10.0	8.0	2.4	3.3	8.0	11.0	7.0	6.2	4.2	0.7	2.4	3.2
Serv. financieros y de seguros	16.7	11.2	-1.2	-2.9	1.5	4.5	2.0	-4.8	-5.9	-4.4	-5.4	-1.8	0.3
Serv. inmobiliarios y de alquiler	4.1	3.0	3.2	-5.5	1.0	4.1	3.5	3.1	2.1	-10.2	-2.7	-5.9	-3.3
Serv. prof., científicos y técnicos	3.0	3.1	2.3	-1.4	3.0	1.5	1.8	4.3	1.5	-2.2	0.8	-1.5	-2.1
Dirección de corporativos y empresas	19.7	-2.9	4.3	1.2	2.5	3.9	2.9	2.1	8.3	4.3	1.5	1.8	-2.5
Serv. de apoyo a los negocios	3.7	3.1	1.5	1.0	1.4	3.3	1.8	1.2	-0.3	-1.5	2.7	1.1	1.6
Serv. educativos	0.1	2.1	0.9	-0.8	2.1	1.4	1.6	0.7	0.0	0.0	-0.1	-1.5	-2.2
Serv. de salud y de asistencia social	7.8	-0.5	1.1	-0.5	0.7	-1.0	0.4	2.0	3.0	-1.4	3.6	-1.7	-2.5
Serv. esparcimiento, culturales y depor.	2.2	3.5	1.7	-4.2	4.3	2.1	-0.3	3.9	1.2	-3.4	-10.1	-4.3	1.1
Serv. de alojamiento temporal	1.6	2.5	0.9	-16.6	6.7	3.5	2.0	1.6	-3.3	-7.1	-42.2	-11.9	-4.7
Otros serv. exc. act. del gobierno	3.3	3.9	1.8	-2.0	0.2	3.2	2.4	1.0	0.7	-1.9	-3.0	-2.0	-1.4
Actividades del gobierno	-0.3	1.2	0.0	1.0	1.0	0.9	0.6	-0.3	-1.1	3.0	1.5	0.3	0.4

fdp fin de periodo
mmd miles de millones de dólares
dpb dólares por barril
1 Índice subyacente que no incluye educación
2 acumulado, últimos 12 meses
3 Datos de Banco de México

4 Base 1993=100; PIB por sectores base 2003=100. Los datos observados del sector primario, secundario y terciario desestacionalizado por INEGI, el resto ajuste estacional propio.
* A partir de 2009 cambia la definición de Balance Fiscal, por lo tanto la serie no es comparable.
RFSP Requerimientos Financieros del Sector Público
nd no disponible
Nota: pronóstico aparece con **negritas**

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 y Economista Jefe BBVA

José Luis Escrivá

Economistas Jefe

Norteamérica: Jorge Sicilia

México: Adolfo Albo

Análisis Macro México: Julián Cubero

Estados Unidos: Nathaniel Karp

España y Europa: Rafael Doménech

Europa: Miguel Jiménez

España: Miguel Cardoso

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Economías Emergentes: Sonsoles Castillo

Sudamérica: Joaquín Vial

Argentina y Uruguay: Gloria Sorensen

Chile:

Colombia: Juana Téllez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Oswaldo López

China: Li-Gang Liu

Asia exc. China: Ya-Lan Liu

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo

Escenarios Sectorial: Ana Rubio

Escenarios Financieros: Daniel Navia

Análisis Cuantitativo: Giovanni di Placido

Tendencias Globales: David Tuesta

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

Leonardo González

leonardo.gonzalez@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

Juan Luis Ordaz

juan.ordaz@bbva.bancomer.com

Eduardo Torres

e.torres@bbva.bancomer.com

Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Liliana Castilleja

liliana.castilleja@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

Pedro Uriz

pedro.uriz2@bbva.bancomer.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Hakan Danis

hakan.danis@bbvacompass.com

Jeff Herzog

jeff.herzog@bbvacompass.com

Kristin Lomicka

kristin.lomicka@bbvacompass.com

Marcial Nava

marcial.nava@bbvacompass.com

Ignacio San Martín

ignacio.sanmartin@bbvacompass.com

Diseño

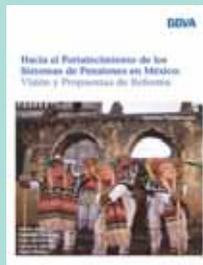
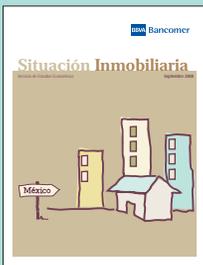
Elisa Sánchez

elisa.sanchez@bbva.bancomer.com

Fernando Tamayo

fernando.tamayo@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.