

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Primer Trimestre 2010



El ciclo global impulsa la recuperación mexicana

Competitividad: no sólo tipo de cambio,
comportamientos sectoriales muy diversos

2010, pausa monetaria y
margen de apreciación en el peso

Indice

Fecha de cierre: 12 febrero 2010

Editorial y Resumen Ejecutivo	1
El Entorno en el que se Desarrollará la Economía Mexicana	4
México, Recuperación en Marcha en un Escenario Global Favorable	7
Recuadro: Cuentas Nacionales: Brecha de Agregación en las Cifras Desestacionalizadas y Variación de Stocks	10
Competitividad de las Exportaciones Mexicanas en EEUU	12
2010, Pausa Monetaria y Margen de Apreciación en el Peso	17
Recuadro: Modelización de la Probabilidad de Movimiento de Tasas de Banco de México	22
Recuadro: Tasas Largas, el Por Qué de su Rigidez a la Baja en 2009	25
Indicadores y Pronósticos	27

Consejo Editorial:

Adolfo Albo, Julián Cubero, Jorge Sicilia

Han elaborado esta publicación:

Editor: Julián Cubero	juan.cubero@bbva.bancomer.com
Javier Amador	javier.amador@bbva.bancomer.com
Liliana Castilleja	liliana.castilleja@bbva.bancomer.com
Ignacio González-Panizo	ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.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
Diseño: Fernando Tamayo	fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

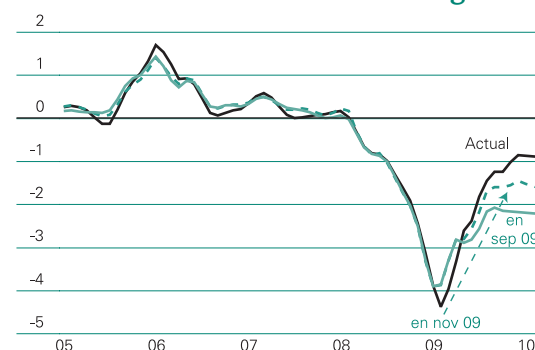
Editorial y Resumen Ejecutivo

Si 2009 fue un año de intensa recesión en México, con una caída del PIB del 6.8%, 2010 será, lo está siendo ya, el año de la recuperación. Realmente, la economía crece desde el tercer trimestre de 2009 y lo seguirá haciendo en los próximos, pero a unos ritmos que de acuerdo al escenario del SEE BBVA llevarán a alcanzar el nivel de actividad previo a la crisis sólo a mediados de 2011 tras crecer en ambos años cerca del 4%. Un camino por recorrer más largo y con un perfil de subida menos empinado que el del ajuste previo, pero consistente con el que tomará la actividad en los países más desarrollados, y en particular el del primer socio económico de México, EEUU. Y es que México, muy abierto al exterior —exporta un tercio de su PIB y los ingresos por remesas de emigrantes representan más del 2% del mismo— tiene en la demanda externa el principal impulso de su desempeño económico, mucho más determinante en tamaño y persistencia —en el caso de EEUU— que para otras economías también muy abiertas al exterior.

A Estados Unidos, dentro de un panorama global de recuperación suave comparada con el promedio de las anteriores, le irá relativamente mejor que al resto de áreas más desarrolladas. Los impulsos de las políticas para solventar la crisis pasada son relativamente más intensos y decididos, tanto en el ámbito de la política fiscal, como en el reconocimiento y solución de los problemas de capital y de calidad de los activos del sistema bancario. Todo ello debería poner las bases para que aumentase la tracción privada de la actividad a través del aumento del empleo y de la renta de los hogares y de la mejora de la capacidad de respuesta de la oferta de crédito por parte de la banca.

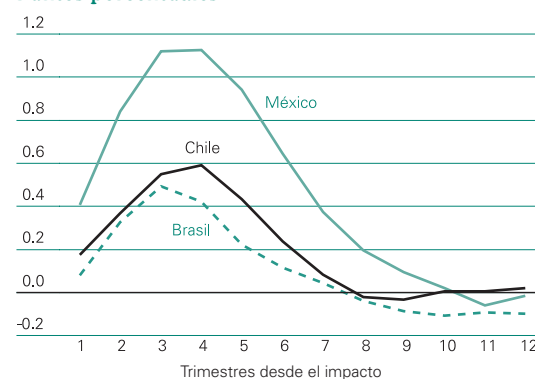
La economía mexicana ha confrontado el adverso panorama global con el soporte de una necesidad de financiación externa reducida, un sistema bancario sólido y capaz de hacer frente a la demanda de crédito de la economía y unas perspectivas de inflación ancladas en niveles bajos y estables. Esto último, junto con la intensidad de la recesión, han favorecido que una depreciación del tipo de cambio del peso frente al dólar del cercana al 30% desde el comienzo de la crisis en el tercer trimestre de 2008 no haya sido traspasada intensamente a través de mayores costes al conjunto del sistema productivo. Así, la ganancia de competitividad-precio se aproxima al 20%, lo que ha hecho posible que las ventas de productos mexicanos en el exterior hayan copado un porcentaje más elevado del mercado. Sin embargo, esas ganancias de competitividad precio son temporales, se agotan y lo hacen más fácilmente en economías más abiertas comercialmente al exterior, como la mexicana. En México, las importaciones tienen un peso relativamente elevado no sólo en el PIB, sino en el conjunto de la producción de muchas actividades, especialmente de las más exportadoras. Así, la industria manufacturera, que es un tercio de la producción de la economía mexicana, destina a su vez un tercio de su producción a la exportación. Pero para fabricar y exportar ha de realizar compras en el exterior que suponen casi la mitad de su producción, el 45%, de acuerdo a las Tablas Insumo Producto de 2003.

México: Indicador de Ciclo de Negocios



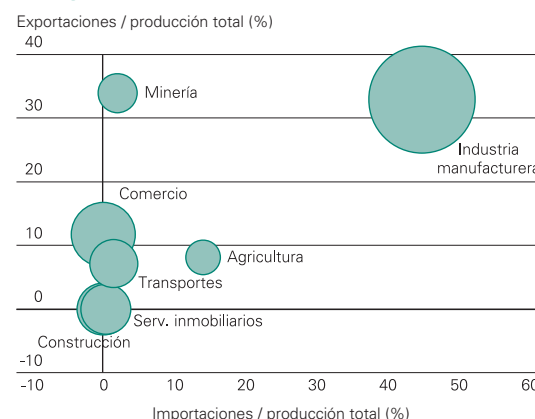
Nota: Prom. ponderado de 21 indicadores de actividad, gasto y expectativas
Fuente: SEE BBVA

Respuesta en Crecimiento ante un Cambio de 1 pp en el PIB de EEUU Puntos porcentuales



Fuente: SEE BBVA

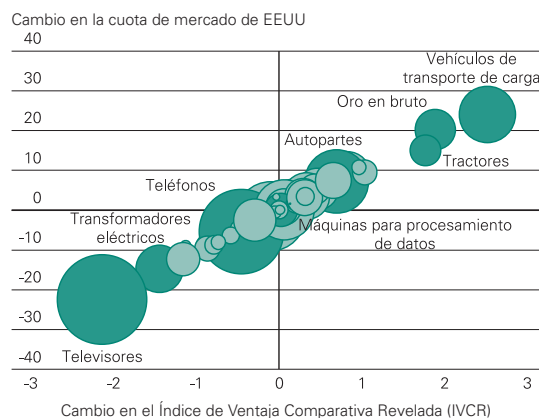
México: Comercio Exterior y Producción Tamaño del círculo: peso relativo del sector en la producción total mexicana



Fuente: SEE BBVA con datos de INEGI, T I-O

México: Exportaciones de Manufacturas a EEUU

Cambio en cuotas sectoriales y ventaja competitiva, 1998-2000 vs. 2007-2009, tamaño del círculo: peso en las exportaciones mexicanas a EEUU



Fuente: SEE BBVA

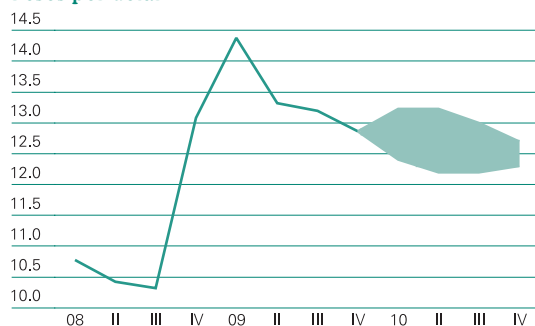
La medición de la competitividad de una economía, su capacidad de crecer más que el mercado en el que se desenvuelve con otros competidores, es compleja dado lo amplio del concepto, la diversidad de bienes y servicios que se producen y la información disponible sobre el asunto. Continuando con el análisis realizado en la edición anterior de Situación México, en esta ocasión se detalla la ventaja de cada sector exportador de manufacturas a EEUU, comparando además con los mismos sectores de sus principales competidores en ese mercado. Del estudio se concluye que a lo largo de la última década, México ha afrontado la creciente competencia global con una escasa pérdida de cuota que incluso se ha revertido recientemente. Sin embargo ese desempeño refleja comportamientos sectoriales muy diversos. Las exportaciones mexicanas están especializadas en aquellos sectores protegidos por la ventaja de la localización geográfica —producción de vehículos de carga y autopartes, por ejemplo— en los que además se ha producido un intenso proceso de integración productiva a través de inversión procedente de empresas del sector radicadas en EEUU para poder satisfacer su demanda doméstica. En todo caso, es llamativa la diferencia entre el comportamiento relativamente favorable de autopartes y vehículos de carga frente a la producción de automóviles, que ha conseguido mantener su cuota de penetración en el mercado pero no mejorarla, seguramente como consecuencia de la competencia creciente de otros países. En aquellos sectores en los que no existe la ventaja del coste del transporte o de la dotación de recursos naturales y además no se ha producido esa integración de los procesos productivos, es donde la pérdida de penetración de las exportaciones mexicanas es más intensa. Todo ello debe hacer reflexionar sobre la estrategia a seguir para aprovechar las ventajas de localización o dotación de recursos y acompañarlas de medidas que mejoren la eficiencia en el uso de los recursos disponibles y más atractiva la inversión.

Si desde el punto de vista de la economía real 2010 será un año de recuperación, para las variables financieras, tasas y tipo de cambio, será un periodo de transición hacia unos niveles más cercanos a los fundamentos y a la posición cíclica de la economía mexicana. Ello tras un 2009 caracterizado por una diferenciación negativa que se empezó a corregir en la parte final del año pasado y que debería seguir en el futuro próximo.

Transición en el tipo de cambio, que debería continuar su tendencia de apreciación hacia niveles más cercanos a su valor de equilibrio a largo plazo a poco que el entorno global lo permita una vez que se vayan disipando las incertidumbres sobre la fortaleza de la recuperación global y, más recientemente, sobre la situación fiscal de algunos países del área del euro. En este sentido, el peso mantiene su margen de apreciación a lo largo de 2010 incluso considerando la posible implementación, anunciada por Banxico, de acciones dirigidas a elevar el nivel de reservas internacionales en dólares. El análisis realizado muestra que el uso de mecanismos como los empleados por Banxico entre 1996 y 2001 —mediante opciones financieras que sin margen a la discrecionalidad permitían la adquisición de dólares cuando las condiciones del mercado lo permitían— no influyó sobre la cotización del peso en dólares. Incluso, se encuentra evidencia de que en los periodos en los que se ejercitaban las opciones, el tipo de cambio tendía a apreciarse. En todo caso, una intervención

Tipo de Cambio

Pesos por dólar



Nota: Estimado a partir del primer trimestre 2010

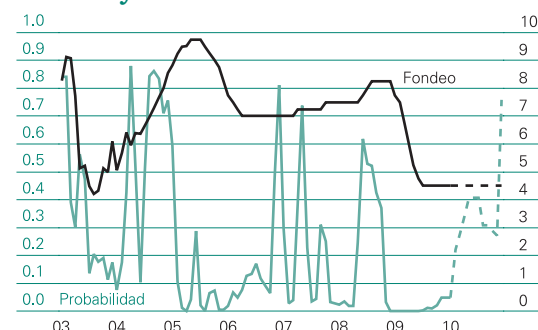
Fuente: SEE BBVA

con estas características sí podría limitar inicialmente el impulso de apreciación que se pudiera presentar sobre el peso, lo cual propiciaría un comportamiento menos volátil de su evolución y en línea con el escenario de apreciación previsto.

Transición en las tasas, con la continuidad de la pausa monetaria de Banxico en el 4.5% a lo largo de 2010 y con un rendimiento de la deuda pública a largo plazo que debería seguir cayendo. En lo que se refiere a las tasas cortas, el análisis realizado sugiere que la probabilidad de que Banxico no mantenga la pausa monetaria a lo largo de 2010 es reducida. Hacia este escenario, que está en nuestras previsiones desde la primera parte de 2009, va convergiendo tanto el consenso de analistas como las expectativas descontadas por el mercado. A ello contribuyen la mayor claridad de la comunicación de Banxico sobre la implementación de la política monetaria, la importancia que da a la holgura existente en la capacidad productiva como elemento relevante de falta de presión desde la demanda sobre los precios, la apuesta del banco central por un impacto no permanente de la reforma fiscal en la inflación y el monitoreo de unas expectativas inflacionistas que siguen ancladas tras absorberse el choque de 2010.

Finalmente, en lo que se refiere a las tasas largas, su margen de bajada existe, aunque es limitado, hasta niveles próximos a 7.5% en el bono a 10 años a lo largo de 2010. El impacto bajista sobre las tasas de la mayor preferencia por el riesgo global, la desaparición de incertidumbres de corto plazo sobre la política fiscal mexicana y sobre la implementación de la política monetaria se verá contrarrestado por el descuento por parte de los mercados de que el ciclo monetario de pausa finalizará a más o menos plazo, pero lo hará con un movimiento de subida, tanto en México como en EEUU.

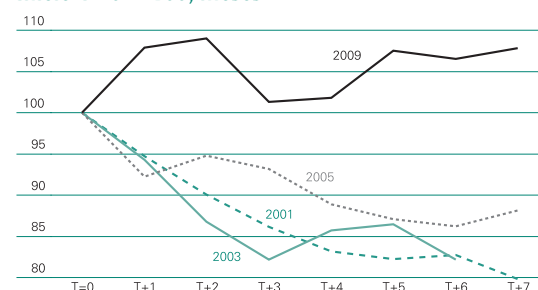
Fondeo y Probabilidad de Subida



Nota: Estimado a partir de febrero 2010
Fuente: SEE BBVA

Tasa de Rendimiento del M10 en Ciclos de Relajamiento Monetario

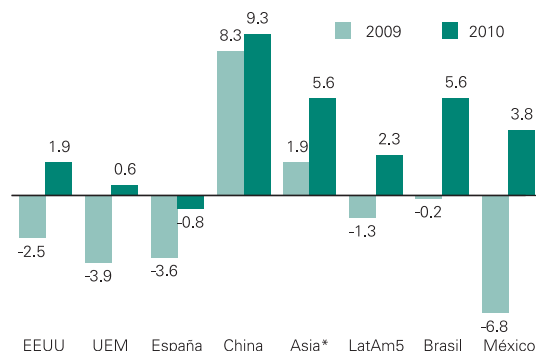
Inicio T=0 = 100, meses



Fuente: SEE BBVA

Economía Mundial: Crecimiento del PIB

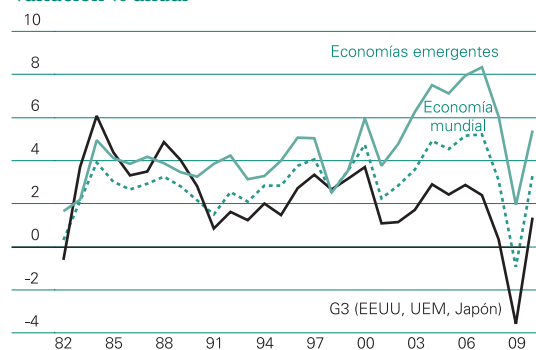
Variación % anual



* No incluye China
LatAm 5 Argentina, Colombia, Chile, Perú y Venezuela
Fuente: SEE BBVA

Economía Mundial: Crecimiento del PIB

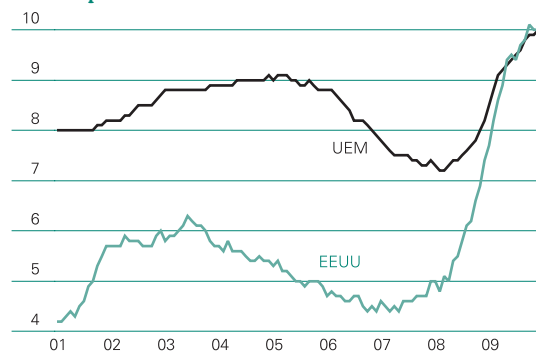
Variación % anual



Nota: Pronóstico para 2010
Fuente: SEE BBVA

Tasa de Desempleo

% de la población activa



Fuente: Datastream

Los síntomas de mejora se afianzan, más intensamente en EEUU que en Europa y también en emergentes. Los riesgos del escenario son bajistas dado el apoyo que aún dan las políticas de demanda y de ayuda al sector financiero global y cuya salida está pendiente

Trascurridos tres meses desde la publicación del último Situación México, la economía mundial sigue experimentando una clara mejoría, con múltiples economías registrando ya crecimientos trimestrales positivos desde el último trimestre del año pasado, aunque con ritmos de avance muy heterogéneos entre países y áreas más avanzadas o emergentes. Los países más desarrollados, a pesar de verse lastrados todavía muchos de ellos por los desequilibrios acumulados en la anterior etapa expansiva, muestran ya los primeros síntomas de recuperación. Esta mejoría será moderada, heterogénea y sujeta a incertidumbres sesgadas a la baja. Y es que los principales elementos de soporte del gasto, y sobre todo los del consumo privado, se encuentran todavía en proceso de ajuste tras los excesos pasados —caso del nivel de apalancamiento— o no muestran una mejora relevante —caso del empleo—. Asimismo, los sistemas financieros, en proceso de recapitalización, y los balances públicos, en proceso de deterioro por el impacto de la recesión y de las medidas de soporte implementadas, presentan una fragilidad latente que no es independiente del escenario de crecimiento futuro. Su efecto sobre la economía real a corto y largo plazo no es desdeñable, por lo que deberían permanecer entre las prioridades de la agenda.

En EEUU, el dato preliminar de crecimiento del cuarto trimestre de 2009 (5,7% trimestral anualizado) anticipó lo esperado: una recuperación más rápida que en Europa, aunque dista aún de lograr un crecimiento apoyado en la capacidad de tracción de un gasto privado autosostenido y no dependiente —más de la mitad obedeció al crecimiento de los inventarios—. En este sentido, los principales riesgos bajistas se encuentran en la intensidad y duración que finalmente tenga el proceso de desapalancamiento de los hogares y en la posibilidad de que los registros del mercado laboral tarden más tiempo de lo previsto en arrojar crecimientos del empleo de forma recurrente. Así, es probable que el crecimiento de la demanda interna y, por lo tanto, el de la economía en su conjunto siga siendo relativamente débil durante los próximos trimestres. Nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2010 se sitúa en el entorno del 2%, lejos ya de la recesión registrada en 2009 con una caída del PIB del 2,5% pero inferior al del consenso, en la medida en que le damos un mayor peso a la necesidad de las familias de aumentar su ahorro y dedicarlo en una mayor proporción al pago de deudas o a la compra de activos financieros y en menor proporción a consumir.

En Europa, el escenario económico presenta características relativamente similares, aunque con trazos más negativos en cuanto a la vulnerabilidad de su sector financiero o de recuperación de sus mercados laborales, lo que augura un ritmo de recuperación más lento que el de EEUU en 2010. Es cierto que los datos de confianza y actividad de los últimos meses reflejan un dinamismo creciente en las economías de la Unión Europea, pero los ajustes pendientes y la flexibilidad para acometerlos es menor. Además, la situación fiscal por la que atraviesan muchos de sus países, con niveles de déficit y deuda que crecen a ritmos elevados, limita el margen de maniobra

de las políticas económicas y hacen necesaria la implementación de programas de ajuste creíbles. Por todo ello, la economía europea se espera registre un crecimiento del 0,6% en 2010.

En las economías emergentes, por su parte, se empiezan a observar ya tasas de crecimiento elevadas, siendo China un buen ejemplo de ello, al crecer el 10,7% anual en el cuarto trimestre del año pasado, el ritmo más elevado de los últimos dos años. Además, diversos indicadores de actividad y gasto, como la producción industrial y el comercio minorista muestran un marcado dinamismo. Todo ello ha motivado los primeros pasos de las autoridades chinas para ir reduciendo gradualmente el impulso del crédito e ir retirando otras medidas de estímulo. Aunque se trata de un proceso no exento de riesgos, el gobierno chino cuenta con herramientas suficientes para gestionar esta transición sin afectar sustancialmente al crecimiento, por lo que se anticipa que el avance de la actividad en la región asiática sea sostenido en el tiempo.

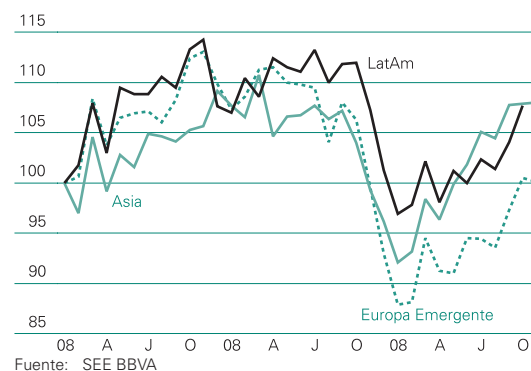
En cuanto a América Latina, los últimos indicadores de la región siguen mostrando un tono positivo, con niveles de actividad que se aproximan ya a los registrados antes de la contracción ocurrida en la segunda mitad de 2008. El mantenimiento de políticas ortodoxas durante la etapa expansiva limitó la acumulación de desequilibrios externos o fiscales característicos en anteriores ciclos de crecimiento y las rápidas medidas de política económica puestas en marcha tras el estallido de la crisis, han permitido a muchas de estas economías amortiguar mejor el impacto de la misma y atraer de nuevo flujos de capital externo. No obstante, las entradas de capital registradas en algunos mercados emergentes comienzan a despertar algunas inquietudes en torno a presiones sobre los precios de algunos activos y los tipos de cambio. Para los próximos meses se anticipa el comienzo de los primeros movimientos de retirada de los estímulos monetarios (fundamentalmente en Brasil), aunque la persistencia de tasas de inflación históricamente bajas y en el entorno de los objetivos de los respectivos bancos centrales supone que aún hay, por lo general, margen para dilatar las subidas de tasas de interés oficiales.

Las perspectivas de crecimiento siguen sujetas a riesgos bajistas, sobre todo entre las economías desarrolladas

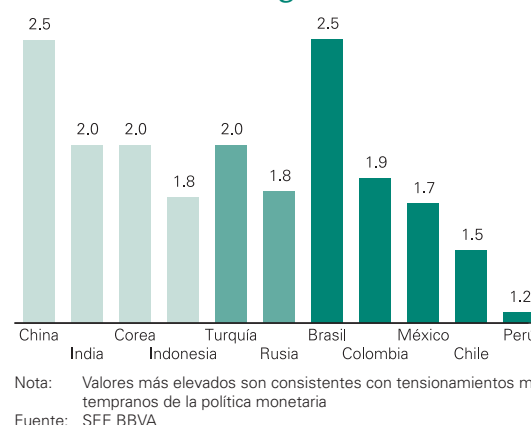
La recuperación global se enfrenta a riesgos bajistas específicos y altamente interrelacionados, sobre todo en las economías desarrolladas. El primero de ellos hace referencia a la estrategia de salida de las excepcionales medidas de política económica adoptadas más o menos intensamente desde el último trimestre de 2008 tanto en el frente monetario como en el fiscal. Una retirada prematura de estas medidas, tal y como se apuntaba en nuestra anterior publicación, podría dañar seriamente la incipiente recuperación, toda vez que muchas economías son todavía muy dependientes de los estímulos procedentes del sector público. El orden de salida de las distintas áreas también es un factor relevante en este contexto, toda vez que hasta la fecha y particularmente en las economías desarrolladas, existe escasa evidencia de que el gasto final de familias y empresas apoyado en un crecimiento sustentable de la renta disponible haya tomado el relevo al gasto público como principal vector del crecimiento. No en vano, el ciclo de inventarios es quien está liderando mayoritariamente esta fase de incipiente crecimiento. En tanto que esta composición no se modifique, existe un claro riesgo de que la retirada de los estímulos fiscales lastre el crecimiento de muchas economías.

Economías Emergentes: Producción Industrial

Índice enero 2007 = 100

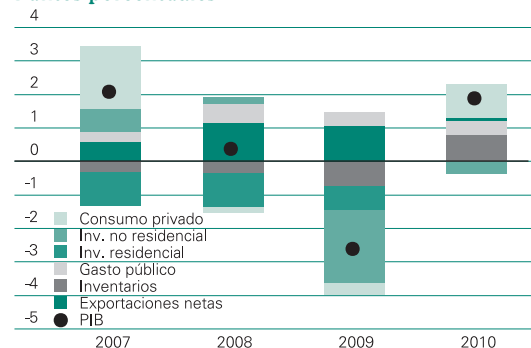


Economías Emergentes: Indicador de Estrategias de Salida

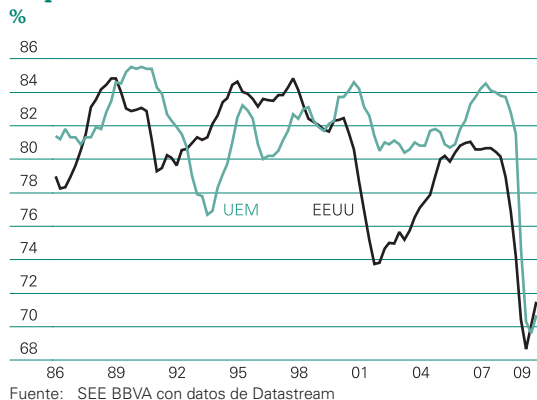


EEUU: Contribuciones al Crecimiento del PIB

Puntos porcentuales

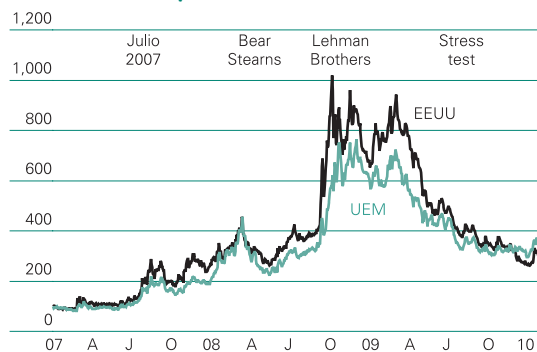


Capacidad de Utilización de la Economía



Indicador de Tensiones Financieras

Índice enero 2007 = 100



Nota: Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa americana, CDS bancarios y CDS corporativos

Fuente: SEE BBVA

Tipo de Cambio

Dólares por euro



Nota: Pronóstico a partir de febrero 2010

Fuente: SEE BBVA

Al mismo tiempo, la puesta en marcha de planes de ajuste creíbles a medio plazo es indispensable, lo que hace del equilibrio entre mantener el soporte fiscal mientras sea necesario y a la vez hacer creíble una salida del mismo, una de las claves. No obstante, esta política de respaldo sin precedentes tiene un coste tangible en términos de riesgo para los balances soberanos y, en consecuencia, para la estabilidad financiera futura. Mientras esta situación no suponga riesgos adicionales, la política monetaria deberá seguir siendo laxa por un tiempo aún prolongado. Que las expectativas de inflación en las economías desarrolladas permanezcan en niveles todavía estables, que la inflación subyacente crezca muy moderadamente y que la capacidad de utilización esté en niveles históricamente bajos, permite aún cierto margen de maniobra en cuanto a la salida de las políticas no convencionales de apoyo a la liquidez.

En el ámbito financiero, los avances hasta la fecha siguen siendo moderados, por lo que los riesgos continúan estando latentes. Una de las prioridades en todas las agendas debería seguir siendo el fortalecimiento de los sistemas bancarios de muchas economías. Todo ello a fin de conseguir normalizar el canal de crédito, sólo parcialmente repuesto hasta el momento. A esto se une también un riesgo de carácter regulatorio, con origen en las propuestas de reforma lanzadas hasta la fecha, y cuyos costos en términos de incertidumbre y heterogeneidad amenazan con implicar disparidades en las reglas de juego, comportamientos que incentivan el arbitraje regulatorio y pueden llevar a un menor apetito (o mayor costo) para ampliar capital por parte del sector privado, comprometiendo, por tanto, la estabilidad financiera global.

Los mercados financieros se estabilizan, aunque la fragilidad permanece latente

La continuidad de las políticas de tasas oficiales bajas en los países desarrollados con expectativas de inflación contenidas está permitiendo que las tensiones en los mercados se hayan ido estabilizando progresivamente, sirviendo además de ancla para las curvas de rendimiento de la deuda pública, que siguen mostrando tasas de largo plazo históricamente reducidas.

El comportamiento de las bolsas a nivel global reflejó las incertidumbres anteriormente comentadas, pues en el último trimestre del año tendieron a moderarse las ganancias que se habían registrado hasta entonces. No obstante, este patrón fue más claro en las economías desarrolladas que en las emergentes, donde aún se registraron entradas de capital significativas en la última parte del año pasado.

En los mercados cambiarios, la tendencia más relevante fue la sensibilidad del dólar al apetito por el riesgo de los inversores, con depreciaciones de la divisa norteamericana frente a las monedas de los principales mercados emergentes. Así, mientras el sentimiento en los mercados estuvo dominado por el optimismo en la recuperación y la percepción de una minusvaloración clara de los activos de riesgo, el dólar tendió a depreciarse, tanto en su cruce contra otras divisas desarrolladas como contra las monedas emergentes. Hacia el final del año, y ya en 2010, el dólar recuperó parte del terreno perdido apoyado en una mayor aversión al riesgo y un giro más negativo en la valoración de otras economías (especialmente en Europa). En 2010, se espera que este patrón tienda a intensificarse, de modo que el dólar tendería a apreciarse contra el euro pero a depreciarse contra las divisas emergentes.

México, Recuperación en Marcha en un Escenario Global Favorable

Revisión al alza de las perspectivas de crecimiento de México en 2010 hasta el 3.8% impulsada por una mejora de la demanda externa y el mejor comportamiento del empleo. Normalización de las condiciones de financiación de la economía

Mejora la coyuntura de la economía mexicana

En los últimos meses México se viene beneficiando de la recuperación de la demanda externa, particularmente de la proveniente de Estados Unidos, al ser este con mucho el principal destino de sus exportaciones manufactureras, origen de turistas extranjeros y fuente de remesas de trabajadores. Además de la mejora de la demanda externa que favorece de modo más directo a la industria manufacturera, la economía mexicana ha visto mitigado el impacto de la recesión por el relativamente favorable comportamiento del empleo al no haberse destruido el ingreso disponible de hogares y empresas por un proceso inflacionista. Estos factores han contribuido a que se revise a la alza nuestro pronóstico de crecimiento de México correspondiente a 2009 de -7.2% a -6.8% y desde 3.1% a 3.8% para 2010, respectivamente.

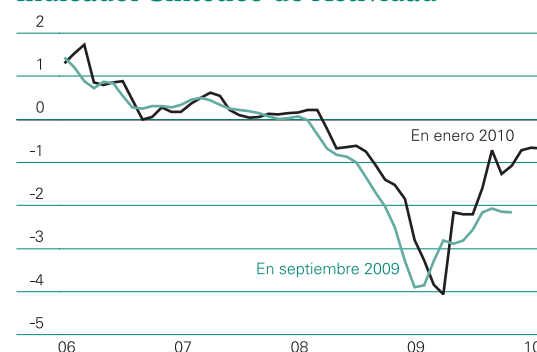
Un entorno global de recuperación económica —más o menos intensa, pero mejora al fin y al cabo— apoyado por el empuje de las políticas fiscal, monetaria y de soporte al sistema financiero aumentó la preferencia por el riesgo, la búsqueda de rentabilidad. Este mejor comportamiento se tradujo para la economía mexicana en unas más favorables condiciones de financiamiento para las empresas, elemento de soporte junto con la mejora de las perspectivas de actividad para el repunte de la inversión privada y el empleo.

México se beneficia del mejor entorno externo ...

La contraparte de ser México el país más expuesto a una disminución drástica y abrupta del comercio exterior estadounidense, es, como se viene observando en los últimos meses, una recuperación más intensa de sus exportaciones. En particular, las importaciones totales estadounidenses se han recuperado desde caídas interanuales cercanas al 35% observadas a mediados del año pasado, hasta registrar variación del orden del 6% en el último dato disponible (diciembre de 2009), lo que lleva implícito repuntes en el nivel desestacionalizado de las transacciones desde el mes de septiembre. En este contexto, destacan las importaciones estadounidense provenientes de México, que se han recuperado desde el variaciones interanuales del orden de -30% a mediados de 2009 un crecimiento, en tasa anual de 19% en diciembre.

Cabe mencionar, como se expondrá más adelante, que México ha podido capitalizar ventajas competitivas respecto a sus principales países competidores en el mercado estadounidense, principalmente en ramas donde características como la ubicación geográfica y la dotación de factores otorgan ventaja a México. Este es el caso de la producción de vehículos y de la industria de autopartes, donde la inversión extranjera ha venido a incrementar la dotación de capital y la integración productiva internacional. Influida por la mejora en demanda externa, la producción industrial nacional mostró una dinámica en el cuarto trimestre más favorable que lo estimado a inicios de éste. En particular, con datos a noviembre 2009, a pesar de haber seguido mostrando variaciones interanuales negativas (-5.5%), la tasa mensual fue positiva y de 1% que contrasta favorablemente con el -4% m/m esperado. Por su parte, el sector servicios, si bien a un ritmo algo más lento, se recupera favorablemente de la recesión del año pasado dada su correlación con la tendencia de la industria. Al soporte más inmediato e intenso que da ya a la economía mexicana el

Indicador Sintético de Actividad



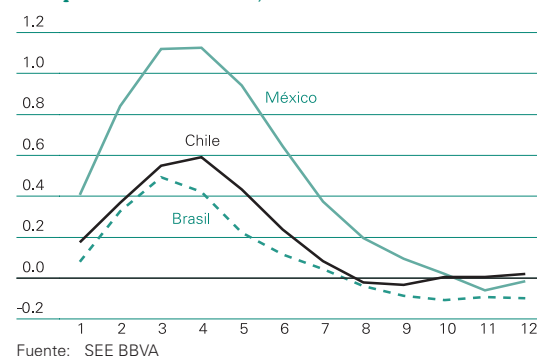
Nota: Suma ponderada de 21 diferentes indicadores de actividad, gasto y expectativas
Fuente: SEE BBVA

Importaciones Estadounidenses por Origen Variación % anual



Fuente: SEE BBVA

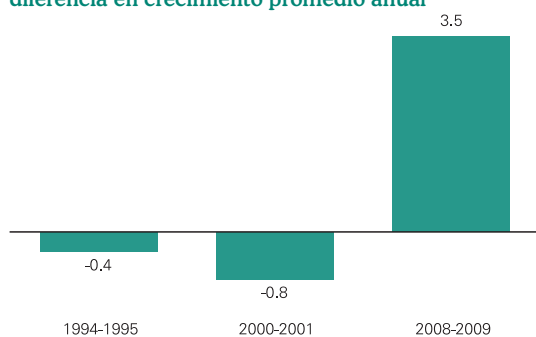
Respuesta en Crecimiento ante un Cambio de 1 pp en el PIB de EEUU Choques estandarizados, %



Fuente: SEE BBVA

Empleo y Actividad, Evolución Relativa

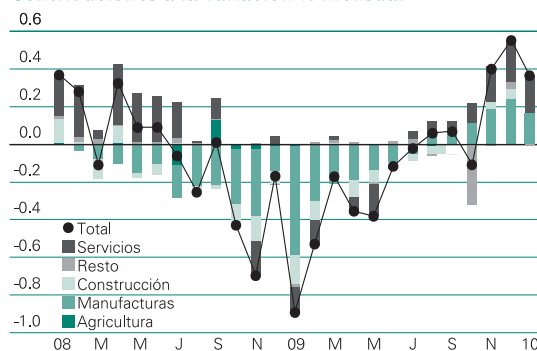
Empleo formal IMSS e IGAE, diferencia en crecimiento promedio anual



Fuente: SEE BBVA

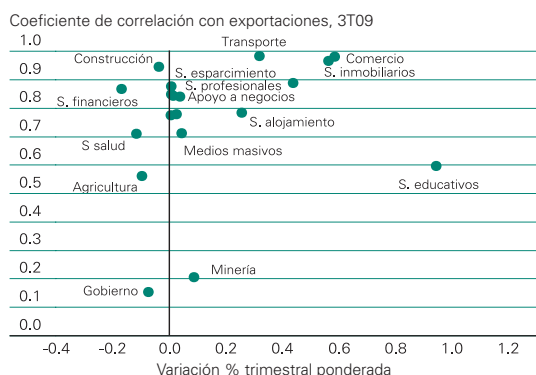
Empleo Formal del Sector Privado

Contribuciones a la variación % mensual



Fuente: SEE BBVA

Servicios y Correlación con Manufacturas



Fuente: SEE BBVA

repunte de la demanda manufacturera de EEUU —acrecentado en mayor o menor medida por un proceso de acumulación de existencias— ha de seguir la recuperación del volumen de remesas y de la entrada de turistas al ritmo que marque el empleo en ese país. No se trata únicamente de que México destine a EEUU el 80% de sus exportaciones de bienes, sino que recibe desde allí la práctica totalidad de unas remesas que en 2008 supusieron el 2.3% del PIB, un soporte en el ingreso y el gasto de unas familias además de ingresos bajos. Tampoco hay que olvidar que el 41% de la inversión directa extranjera¹ procede de EEUU.

Esta relación tan estrecha implica un impacto de lo que ocurra en EEUU ciertamente intenso y persistente, más que en otros países. Un modo de formalizar esto es a través de un ejercicio econométrico de estimación de la respuesta en PIB ante un impulso positivo en el PIB de EEUU, en este caso de un punto porcentual. Como se aprecia en el gráfico adjunto, la economía mexicana no sólo es la más expuesta en magnitud a un choque permanente de 1 pp en el crecimiento del PIB de EEUU, sino también es la que presenta una persistencia mayor.² En promedio, por cada pp que aumente o caiga la economía de EEUU, el dinamismo económico en México responde hasta en 0.8 pp más que el promedio de emergentes de nuestro ejercicio, y tarda cuatro trimestres más en converger, en absorber el choque.³

... y de una dinámica más benévola en el empleo que en otras recesiones

De la reciente recesión destaca la dinámica más favorable del empleo, y en particular del componente formal del sector privado. De hecho, la diferencia en tasas de variación interanual del empleo y la actividad fue positiva en este episodio recesivo por primera vez en los últimos 17 años: mientras la contracción interanual promedio del episodio (14 meses) llegó a -6% en el caso del IGAE, en el caso del empleo formal privado, la contracción llegó a -2.5% en el mismo periodo, siendo esta comparación contraria en las recesiones previas, por ejemplo en 1994-1995 cuando la caída en actividad promedió -6.2% mientras que la del empleo alcanzó -6.5%, en promedio.

La relativa mejor dinámica del empleo, se focaliza, como era de esperarse, en el sector manufacturero que ha comenzado a mostrar contribuciones positivas al crecimiento del empleo total, aunque cabe mencionar que es también el sector servicios el que ha comenzado a contribuir positivamente al empleo. En ambos casos, el crecimiento neto en el número de trabajadores fue más evidente en los últimos tres meses del año.

La recuperación de la actividad manufacturera se transmite al resto de la economía

Por su parte, es relevante mencionar que hay evidencia en el sentido de que la recuperación encabezada por el sector de las manufacturas, ha comenzado a permear a otras áreas de la economía, principalmente aquellos servicios con vínculos más estrechos con las manufacturas, como era de esperarse, como es el caso de servicios de apoyo a negocios o servicios de transporte, pero también con ramas en mayor medida vinculadas con el mercado interno, como serían los servicios inmobiliarios,

1 Datos para 2008.

2 Estimación VAR semiestructural. Se estiman cinco ecuaciones para el crecimiento anual de cada uno de los países seleccionados. Las variables del crecimiento de EEUU entran con rezagos, y en algunos casos contemporáneas, en las ecuaciones del crecimiento anual del PIB de las economías emergentes. Además, se asume que no hay relación entre las economías emergentes, excepto entre Brasil y China, consistente con la orientación complementaria de ambas economías en el comercio de materias primas. El bloque de ecuaciones representa un Vector Auto-regresivo.

3 Respuesta normalizada al tamaño y volatilidad del crecimiento de cada economía.

el comercio, y la rama de restaurantes y hoteles. En este sentido cabe considerar que luego del choque negativo en el comercio y actividades relacionadas por la crisis sanitaria de influenza vivida el año pasado, el sector terciario de la economía se recuperó notablemente en el tercer trimestre y con datos disponibles del cuarto, se puede concluir que la recuperación continuó aunque a un ritmo algo menos intenso.

El anclaje de la inflación en cifras históricamente bajas ha evitado un drenaje adicional de la capacidad adquisitiva, y que en otras ocasiones ha sido intensísimo, al producido por la pérdida de empleos. Ese menor deterioro del ingreso real junto con el mantenimiento del canal financiero en funcionamiento, a diferencia también de lo que ocurrió en 1995, ha favorecido el que el ajuste del gasto privado haya sido menos acusado. Por otro lado, la dinámica de actividades del gobierno y producción minera conllevan características especiales: menor impulso de la política económica contracíclica en el cuarto trimestre por un lado y caída de la producción petrolera en el segundo caso, que han afectado su dinámica y afectado negativamente su recuperación.

Las condiciones de financiamiento se normalizaron a partir del tercer trimestre de 2009

Durante el cuarto trimestre de 2009, las variables financieras siguieron mostrando una mejoría que impacta positivamente en la actividad empresarial y por lo tanto en la cantidad de proyectos rentables financieramente y en la generación de empleo. El favorable comportamiento se reflejó tanto en el costo de financiamiento de la deuda soberana como en la deuda del sector privado empresarial. Estos últimos exhibieron una caída durante el 4T09 para el caso de la deuda privada de mejor calificación (ie, AAA-AA), cuyo *spread* sobre el papel público —sin riesgo— disminuyó a un promedio de 52 pb durante el último trimestre del año frente a los 58 pb del trimestre previo.

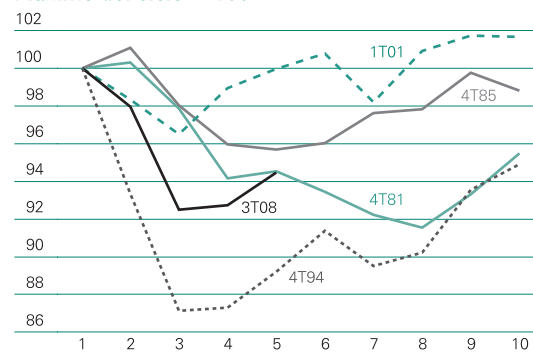
Por su parte, la evolución del *spread* del papel privado de baja calificación en los últimos meses es aun más favorable. Éste disminuyó marcadamente durante el último trimestre del año anterior, acentuando con ello la tendencia descendente en el riesgo implícito que refleja dicho *spread*. Durante 4T09 promedió 206 pb, nivel 95 pb más bajo que el del 3T09. Con ello se cerró el diferencial respecto al papel mejor calificado, trasladándose el mayor apetito por riesgo en los mercados al papel privado.

El mejor contexto en los mercados ha implicado mejores condiciones de emisión para la deuda privada —el sobreprecio que pagan ha descendido tanto para el papel de menor riesgo como para el de mayor—. Después de que de septiembre de 2008 —inicio de la crisis financiera— hasta mayo de 2009 las emisiones de mediano y largo plazo estuvieron prácticamente detenidas (véase gráfica), a partir del 3T09 empezaron a crecer a un ritmo sostenido: promedio de 8,712 millones de pesos (mdp) mensuales durante el 4T09, frente a uno de 8,657 mdp durante el 3T09. Así, a partir las colocaciones de deuda privada de mediano y largo plazo muestran una pronunciada tendencia alcista que refleja las mejores condiciones de los mercados y que seguirá siendo un soporte para las condiciones de actividad económica, los proyectos de inversión de las empresas.

Finalmente, en lo que se refiere al crédito bancario, el destinado a empresas también ha registrado crecimientos muy dinámicos, superiores al del conjunto del crédito, y que en 2007 y 2008 promediaron tasas del 30% nominal, en respuesta a la elevada demanda. A lo largo de 2009, la menor actividad real impactó en la demanda de crédito empresarial, que previsiblemente repuntará a lo largo de 2010 de acuerdo al escenario económico previsto de mejora de las expectativas de actividad.

PIB: Consumo Privado

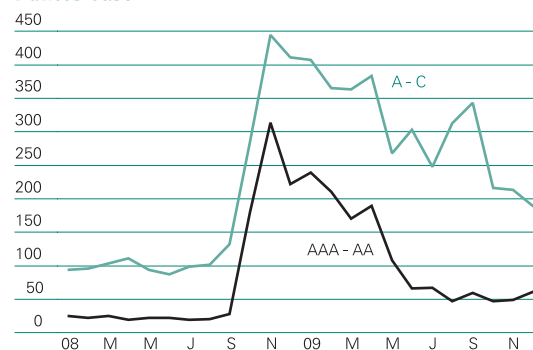
Máximo del ciclo = 100



Nota: La fecha se refiere al inicio del periodo
Fuente: SEE BBVA con datos de INEGI

Spreads Deuda Corporativa Corto Plazo

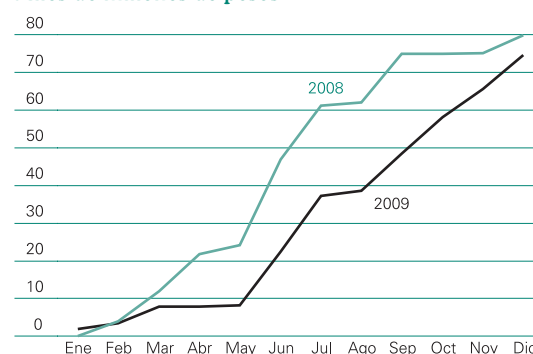
Puntos base



Fuente: SEE BBVA

Emisiones Acumuladas de Deuda Corporativa de Mediano y Largo Plazo

Miles de millones de pesos



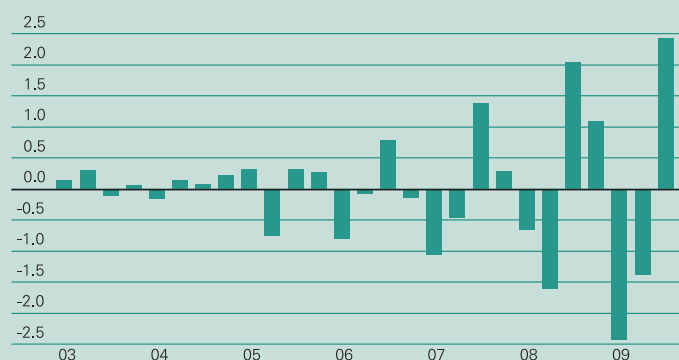
Fuente: SEE BBVA

Cuentas Nacionales: Brecha de Agregación en las Cifras Desestacionalizadas y Variación de Stocks

Las cuentas nacionales reportadas por el INEGI en cifras desestacionalizadas muestran una brecha creciente entre el nivel del PIB oficial y el resultado de sumar sus componentes de demanda también desestacionalizados por INEGI. Desde una perspectiva trimestral y atendiendo a los datos más recientes, como se observa en el gráfico adjunto, esta brecha tiene un comportamiento regular y dado que se anula en el promedio anual, resulta consistente con que sea resultado de que en los procesos de ajuste estacional utilizados por INEGI no se considere la restricción de que la suma de las variables desestacionalizadas sea el PIB desestacionalizado.¹ La brecha de agregación es creciente conforme se aleja el año base, 2003 y de una magnitud que hace imposible el análisis de contribuciones de componentes específicos de la demanda trimestre a trimestre, aunque en el conjunto del año esta brecha se anule. Esta brecha, a la hora de hacer previsiones ha de ser tratada como una variable económica más, con peso relevante en la evolución trimestre a trimestre de las perspectivas.

México: Brecha de Agregación del PIB Trimestral Desestacionalizado

% del PIB

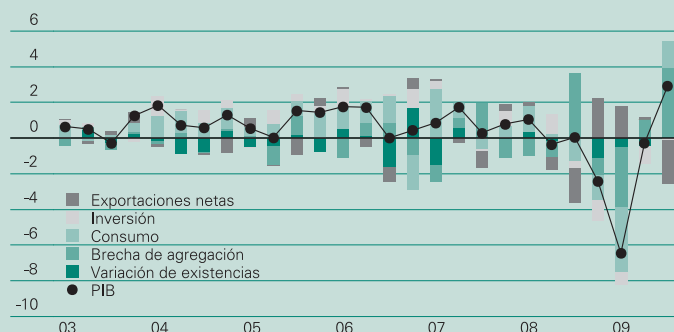


Fuente: SEE BBVA con datos de INEGI

1 Las Cuentas Nacionales trimestrales base 2003 de México proporcionan datos brutos (NSA), corregidos de estacionalidad (SA) y de Tendencia (T), tanto desde el punto de vista de la oferta como de la demanda. Únicamente en los datos NSA el PIB reportado coincide con la suma de los componentes trimestre a trimestre, en el resto (SA y T) no coincide. Esta aproximación, perfectamente válida de acuerdo a los manuales de Cuentas Nacionales tiene la ventaja de proporcionar en los agregados series menos volátiles que la que se obtendría de la suma de los componentes desestacionalizados al coste de perder la agregación de las variables.

Con la información disponible hasta hace pocos trimestres la aproximación a este asunto que manejábamos se basaba en llevar esta brecha al componente de la variación de existencias, pero la evolución de la brecha hace inviable ya esta aproximación para el análisis trimestral de las cifras, como se observa en el gráfico adjunto.

México: Contribuciones al Crecimiento Trimestral del PIB Desestacionalizado



Fuente: SEE BBVA con datos de INEGI

Llegados a este punto, llama la atención también la evolución conocida de la cifra de la variación de existencias, continuamente positiva hasta muy recientemente y con tendencia secular decreciente, algo chocante dado que se trata de un cambio en el inventario de insumos para consumos intermedios, de productos no vendidos o en proceso de elaboración, de mercancías compradas para su reventa o de productos estratégicos. De este modo, si la variación es positiva, el nivel de existencias sería creciente de modo explosivo.

México: Variación de Existencias, Oficial y Estimada Añadiendo Brecha de Agregación

Nivel, miles de millones de pesos a precios de 2003



Fuente: SEE BBVA con datos de INEGI

Teóricamente, la variación de inventarios ha de ser positiva o negativa, oscilar en torno al equilibrio en función de si se acumulan o se desacumulan existencias, lo que implica una contribución positiva o negativa al crecimiento, según sea el caso. Sin embargo, la evolución de esta variable en México tiene un comportamiento muy diferente al que se observa en el registro de cuentas nacionales de otras economías.

Al hacer una comparación internacional de la magnitud y tendencia de los inventarios de acuerdo a una base de datos común (División de Estadísticas Nacionales de la ONU), México se distingue con mucho de otras economías. El tamaño de la variable Variación en Existencias desde una perspectiva histórica asciende a cerca del 10% del PIB del país en el promedio del periodo 1970-2008, lo que contrasta fuertemente con el promedio de la muestra excluyendo México para el que esta medida se ubica en 0.7% (desviación estándar de 1.1).² Para el periodo más reciente, de 2003 a 2008, el peso promedio de la variación en existencias de México ascendió a 4.7% del PIB, mientras que en el resto de la muestra se ubicó en 0.4%.

Variación en Existencias
% del PIB, promedio 2003-2008

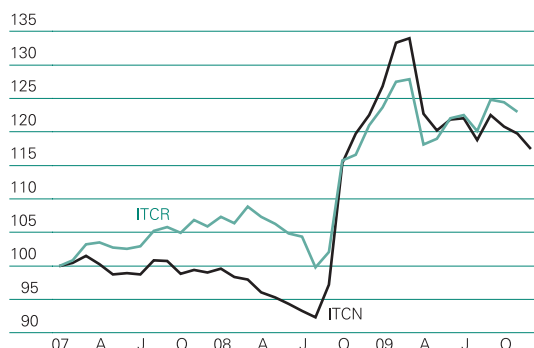


Fuente: SEE BBVA con datos de la ONU

² Los países incluidos en la muestra analizada son Australia, Brasil, Canadá, Chile, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, India, Italia, Japón, Países Bajos, Noruega, Portugal, Rusia, Arabia Saudí, Singapur, Sudáfrica, España, Suiza, Turquía, Inglaterra y Estados Unidos. Todas las comparaciones internacionales con base en US National Statistic Division

México: Índices de Tipo de Cambio Nominal (ITCN) y Real (ITCR)

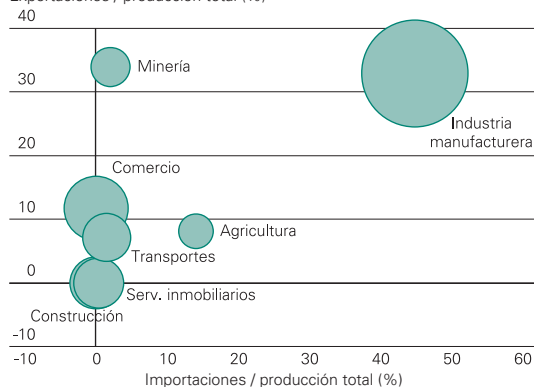
Enero 2007 = 100



Fuente: SEE BBVA con datos de Banco de México

México: Comercio Exterior y Producción

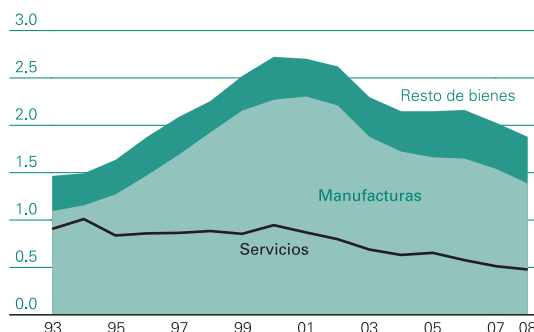
Exportaciones / producción total (%)



Nota: El tamaño de los círculos denota el peso en la producción total de la economía

Fuente: SEE BBVA con datos de INEGI y T I-O

México: Cuota en el Comercio Mundial



Fuente: SEE BBVA con datos de Organización Mundial de Comercio

El impulso del tipo de cambio sobre las exportaciones es temporal. Desde una perspectiva sectorial, la competitividad es muy diversa, dependiendo del grado de protección que dé la localización, de la integración en procesos productivos transnacionales o la competencia de terceros

La competitividad basada en el precio es un soporte transitorio de la actividad

Uno de los factores que mitigaron la intensidad de la recesión y que está favoreciendo la recuperación de la economía mexicana es la depreciación del tipo de cambio del peso, que en términos nominales y frente al dólar se ha depreciado el 27% desde el 3T08 y en términos reales —considerando inflación relativa— y frente a la cesta de países con los que comercia México, el 20%. Esta ganancia de competitividad precio favorece las ventas al exterior, pero no es una ventaja permanente dado que el menor valor de la moneda también favorece la presión de los costes vía encarecimiento de las importaciones. Ello ocurre más marcadamente en economías más abiertas comercialmente al exterior, como la mexicana. En México, las importaciones tienen un peso relativamente elevado no sólo en el PIB, sino en el conjunto del proceso productivo de muchas actividades, especialmente de las más exportadoras. Como se observa en el gráfico adjunto, en el que el tamaño de la esfera refleja el peso de cada sector en la producción total del país,¹ la industria manufacturera, que es un 33% de la producción de la economía mexicana, destina un tercio de toda su producción a la exportación.² Pero para producir y exportar ha de realizar compras en el exterior que suponen el 45% del total de su producción, de acuerdo a las Tablas Insumo Producto de 2003.³

La competitividad, una ventaja relativa

La medición de la competitividad de una economía, su capacidad de crecer más que el mercado en el que se desenvuelve con otros competidores, es compleja dado lo amplio del concepto, la diversidad de bienes y servicios que se producen y la información disponible. Además, si se trata de comparar la competitividad de dos economías, aspectos como las diferentes estructuras legales, de costos, o de dotación de recursos hacen problemático encontrar una comparación neutral. Un modo de solventar estas dificultades es suponer que la competitividad, la ventaja relativa en la realización de una actividad, se revela con la especialización. Una economía, sector o empresa

- 1 La producción total de un sector (toda la economía) es la suma de la demanda final de consumo, inversión y exportaciones del sector (economía) más la destinada a satisfacer la demanda de otros sectores de actividad. A esa producción se han de sumar las importaciones para tener la oferta total de bienes y servicios de la economía.
- 2 Los dos tercios restantes van destinados al resto de componentes de la demanda —consumo e inversión— y a satisfacer las demandas de insumos productivos para otros sectores.
- 3 Adicionalmente, las exportaciones evolucionan de acuerdo a la demanda externa, efecto renta, y del tipo de cambio real, efecto precio. La especificación econométrica de esta relación encuentra, en términos generales, que la elasticidad de las exportaciones a la renta es más intensa y persistente para la renta que para el precio. Si existe capacidad instalada, la llegada de pedidos eleva la producción más y de un modo más sostenido que la depreciación de la moneda.

se especializará en aquello en lo que tenga ventaja frente a otros, en aquello que maximice su utilidad —PIB, beneficio, renta— de acuerdo a la dotación de recursos con los que cuente y a la eficiencia en su uso derivada de todas aquellas variables que afectan a lo que se suele denominar clima de negocios.

En el caso de las exportaciones, el modo más directo de medir la competitividad (o al menos su evolución) es la cuota que el país mantiene sobre el total del comercio. Como se observa en el gráfico adjunto, de acuerdo a los datos de la WTO (Organización Mundial del Comercio), el peso de las exportaciones mexicanas sobre el total del comercio de bienes mantuvo una tendencia creciente desde mediados de los años 80 que se intensificó a mediados de los 90 pero tocó techo en 2001. Desde entonces se mantiene una tendencia de caída. Es decir, el tamaño del mercado de comercio de bienes a nivel global crece más rápido de lo que lo hacen las ventas mexicanas. En el caso del comercio de servicios —transporte, turismo, telecomunicaciones, finanzas, seguros—, se mantiene una tendencia secular de caída, precisamente en un mercado de dinamismo creciente especialmente entre los países más desarrollados.

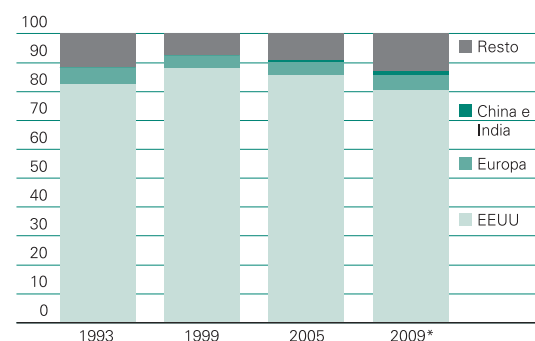
Al enfocar el análisis en el destino principal de las exportaciones de bienes, resulta que más del 80% del total se dirigen a EEUU, una elevada concentración que hace que esta sección se centre en el análisis de la competitividad de las exportaciones mexicanas a EEUU de bienes manufacturados, los principales productos y mercado exterior de México. Es en este tipo de bienes y mercado donde se determina la evolución de la competitividad, la ventaja relativa, de la economía mexicana en el exterior.

Desde un punto de vista agregado, parece que tanto la firma del TLCAN —Tratado de Libre Comercio de América del Norte— en 1994 y la entrada de China como competidor global al comienzo de la década pasada son acontecimientos que marcaron tendencia de la competitividad de las exportaciones mexicanas a EEUU.

Los procesos de apertura comercial son beneficiosos para el aumento de la actividad, como lo refleja por ejemplo en el caso mexicano la firma del acuerdo de libre comercio con la Unión Europea en 2000, que entró plenamente en vigor en 2003 y que ha supuesto que en México haya podido incrementar las ventas de bienes destinadas a esta zona (ver gráfica). En este sentido, los avances en la eliminación de barreras comerciales han de ser bienvenidos. Así, México ha mantenido en las últimas décadas una intensa política de apertura comercial basada sobre todo en la firma de acuerdos que faciliten el intercambio comercial y promuevan la inversión. El instrumento más importante que se ha empleado para conseguir dichos objetivos es la firma de Tratados de Libre Comercio (TLC), de los cuales hay 12 en vigencia. Además también se han firmado con 24 países o grupos Acuerdos de Promoción y Protección Recíproca de la Inversión, así como Acuerdos para evitar la doble tributación, vigentes con 34 países.

México: Destino de las Exportaciones de Bienes

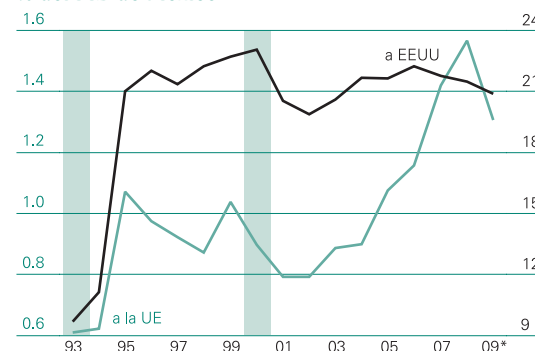
% del total



* Datos a noviembre
Fuente: SEE BBVA con datos de INEGI

México: Exportaciones de Bienes

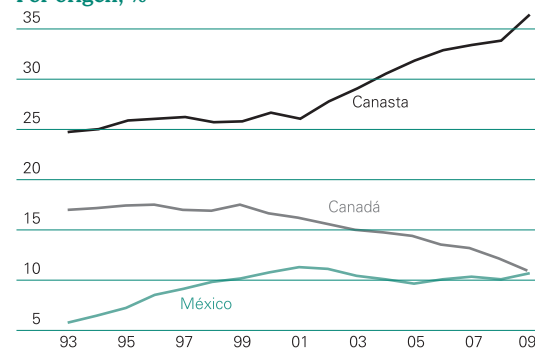
% del PIB de México



* Datos a noviembre
Nota: Áreas sombreadas: acuerdos de libre comercio firmados con EEUU (1993) y UE (2000)
Fuente: SEE BBVA con datos de INEGI

Participación de Mercado de las Manufacturas en EEUU

Por origen, %



* Datos al tercer trimestre
Fuente: SEE BBVA con datos de TradeStats Express

Índice de Ventaja Competitiva Revelada

El IVCR se construye como:

$$IVCR_i^a = \frac{M_i^s / \sum_{i=1}^n M_i^a}{M_i^w / \sum_{i=1}^n M_i^w}$$

Y donde:

$IVCR_i^a$: Índice de Ventaja Comparativa Revelada para el producto i del país a

M_i^s : importaciones de EEUU del producto i procedentes del país a .

$\sum_{i=1}^n M_i^a$: importaciones totales de manufacturas del país a por parte de EEUU.

M_i^w : importaciones de EEUU del bien i procedentes del mundo.

$\sum_{i=1}^n M_i^w$: importaciones totales de manufacturas de EEUU.

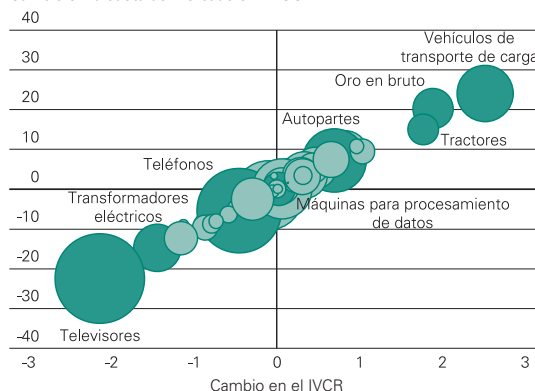
Es decir, se trata de la cuota de participación de cada producto i ponderada inversamente por la cuota total del país de que se trata, en este caso México, en el total de importaciones de EEUU. La ventaja revelada, la competitividad del producto i será mayor cuanto mayor sea la distancia entre la cuota del producto y el total de la participación del país origen en el de destino.

Si el $IVCR > 1$, (por ejemplo, 1.2) implicaría que la participación del producto i que es exportado por el país a tiene una participación mayor (en el ejemplo 20% mayor) que su participación en todas las exportaciones consideradas y, por lo tanto, revela una ventaja comparativa.

Fuente: SEE BBVA

México: Variación en Cuotas, IVCR y Peso en las Manufacturas 1998-2000 vs. 2007-2009

Cambio en la cuota de mercado en EEUU



Nota: El tamaño de los círculos denota el peso del producto en el total de las exportaciones manufactureras mexicanas

Fuente: SEE BBVA

¿Qué ha ocurrido con la competitividad de las exportaciones de manufacturas mexicanas a EEUU en los últimos 10 años? ventajas reveladas con perfiles divergentes según el producto

Como se observa en la gráfica de la página anterior, la participación mexicana en el mercado manufacturero de EEUU creció continuamente hasta el comienzo de la década pasada y desde entonces se mantuvo prácticamente estable hasta 2009 en que se han registrado ganancias derivadas del incremento de competitividad precio de la depreciación del tipo de cambio del peso frente al dólar. El resto de principales suministradores de manufacturas a EEUU han tenido comportamientos divergentes, con caídas en Canadá y Japón y una continuada mejora de la canasta de países competidores de México.⁴

Para un análisis más pormenorizado, se estudian las 72 principales categorías de productos que representan el 85% de las exportaciones manufactureras mexicanas.⁵ Además, para estudiar la competitividad de cada producto, se recurre a los Índices de Ventaja Comparativa Relevada (IVCR).⁶

Siguiendo a Balassa (1965),⁷ el desempeño exportador relativo de un país en un producto puede revelar la ventaja comparativa de ese producto, ya que el intercambio comercial puede reflejar costos relativos y diferencias no necesariamente de mercado como subsidios a las exportaciones o aranceles. Así, esta es una medida especialmente útil si se considera que es posible medir la ventaja comparativa de un país en un producto determinado de forma indirecta y no necesariamente mediante el análisis de los precios relativos que enfrenta en cada categoría, lo que sería extremadamente complicado de cuantificar.

Dada la construcción del IVCR como cociente de cuotas, la relación entre el cambio en dicho índice y de la cuota de mercado en EEUU es directa: aquellos productos en los que la ventaja revelada crece son los que han aumentado su penetración en el mercado de EEUU. En el gráfico adjunto se recogen los cambios de ambas variables, cuota del producto e IVCR entre el periodo 1998-2000 y 2007-2009, periodo que marca la caída de la penetración de las importaciones mexicanas en EEUU. Como se observa en el gráfico, en el que el tamaño del círculo denota el peso del producto en el total de las exportaciones manufactureras mexicanas, conviven situaciones muy

4 La canasta de países competidores de México se toma con base en Chiquiar, Frago y Ramos-Francia (2007): La Ventaja Comparativa y el Desempeño de las Exportaciones Manufactureras Mexicanas en el periodo 1996-2005. Banco de México WP Series No. 2007-12. En este documento se identifican dentro de ese grupo a aquellos países con coeficiente de correlación con México elevado y significativo en términos de sus patrones sectoriales de ventaja competitiva. Estos países resultan ser, para el mercado de importaciones de EEUU: China, Taiwan, Tailandia, Corea del Sur, Malasia, Hong Kong, Singapur, Turquía, Filipinas, Indonesia, Hungría, Polonia y Portugal.

5 Cabe mencionar que la información de estadísticas de comercio exterior de México se publica de acuerdo a la clasificación del Sistema Armonizado que es una clasificación por producto (HS por sus siglas en inglés), mientras que el Census Bureau utiliza el Sistema de Clasificación Internacional del Comercio (SITC por sus siglas en inglés), por lo que se utilizaron tablas de conversión para su correspondencia a tres dígitos.

6 Basado en Balassa (1965), The Changing Pattern of Comparative Advantage in Manufactured Goods. The Review of Economics and Statistics, vol. 61, no. 2, p. 259-266.

7 Balassa, B. (1979). The Changing Pattern of Comparative Advantage in Manufactured Goods. The Review of Economics and Statistics, vol. 61, no. 2, 259-266.

diversas, con ganancias de cuota del 25% en vehículos de transporte de carga —el 4.6% de las exportaciones manufactureras mexicanas—, crecimientos cercanos al 10% en autopartes —el 6% de las ventas al exterior— y caídas de entre el 10 y el 30% en equipos de telecomunicaciones y televisores respectivamente, que eran en total el 22% de las exportaciones de manufacturas mexicanas de 2009.

Por otro lado, en ramas que suponen en torno al 30% del total de exportaciones no petroleras, tanto la cuota en el mercado estadounidense como el IVCR se han mantenido sin cambios en el periodo analizado.

Centrando el análisis en aquellos bienes cuya variación en el IVCR es mayor y negativa, resulta que estos son de muy diversa índole por ejemplo en su carga tecnológica, al ir desde equipos de telecomunicaciones (teléfonos) a fabricación de prendas de vestir pasando por televisores o conductores eléctricos.

En el cuadro adjunto se enumeran las quince ramas con mayor pérdida en el periodo de estudio. Así, es posible relacionar esta pérdida de ventaja competitiva con dos factores clave. Por un lado, parece razonable pensar que los menores costes de producción fuera de México impactan especialmente en la competitividad de aquellos productos en los que la distancia al mercado de destino —costes de transporte— no es una barrera significativa. En este sentido, la integración de cadenas productivas a nivel internacional pudiera asimismo ser un factor que afecte a la participación mexicana.

Ventajas reveladas y canasta de competidores

Es interesante relacionar la pérdida de ventaja de México en ramas particulares, con la ganancia de la canasta de competidores cercanos. Por mencionar casos particulares, el IVCR para el caso de los televisores presenta una tendencia secular de caída desde comienzos de la década de los 90, a la vez que estos productos procedentes de China gozan cada vez de mayor ventaja. Caso parecido es el de los conductores eléctricos donde no sólo China sino también la canasta de países más directamente competidores de México en EEUU⁸ se sitúan cada vez más como exportadores con mayor ventaja revelada. Así, en cinco ramas en particular, la pérdida de ventaja competitiva de México se relaciona directamente con ganancia de la canasta de competidores: televisores, equipo de telefonía, conductores eléctricos, transformadores eléctricos, e instrumentos de medición.

Así, en una tercera parte de los bienes de mayor exportación de México, la medida de ventaja competitiva bajó significativamente en el periodo de análisis, mientras que la cuota se mantuvo en el 46%. En el restante 21% de las exportaciones mexicanas, se ha producido una mejora de la competitividad, especialmente intensa en el sector de fabricación de vehículos de carga y autopartes.

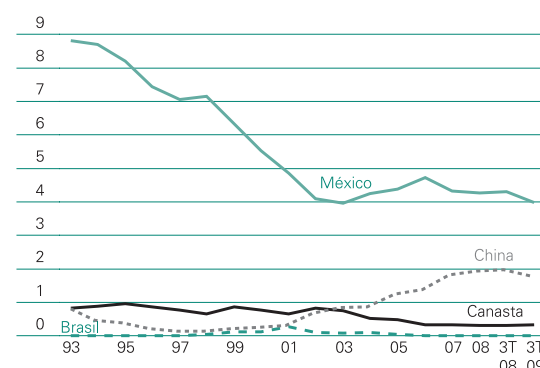
8 Se incluyó por separado en el análisis el IVCR de Brasil, de donde destaca que para el caso de maquinaria eléctrica, además de la canasta de países competidores de México descrita anteriormente, Brasil aumentó su ventaja competitiva en contraste con México, además ramas como la de mecanismos controladores de tanques y calentadores.

México: Mayores Pérdidas de Ventaja Competitiva Revelada 1998-2000 vs. 2007-2009

Cambio IVCR		Cambio IVCR	
Televisores	-2.1	Vagones p/mercancías	-0.8
Transformadores eléc.	-1.4	Otros arts.confeccion.	-0.8
Muebles para baño	-1.4	Café	-0.7
Generad. eléctricos	-1.2	Transformadores eléc.	-0.7
Remolques	-1.1	Tubos de cobre	-0.6
Ropa de mujer	-0.9	Radios	-0.5
Grifería	-0.9	Teléfonos	-0.5
Prendas de vestir	-0.9		

Fuente: SEE BBVA

Indice de Ventaja Competitiva Revelada: Televisores



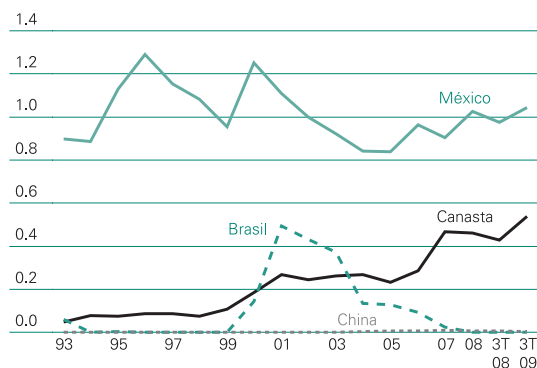
Fuente: SEE BBVA

Indice de Ventaja Competitiva Revelada: Transformadores Eléctricos



Fuente: SEE BBVA

Índice de Ventaja Competitiva Revelada: Vehículos de Transporte



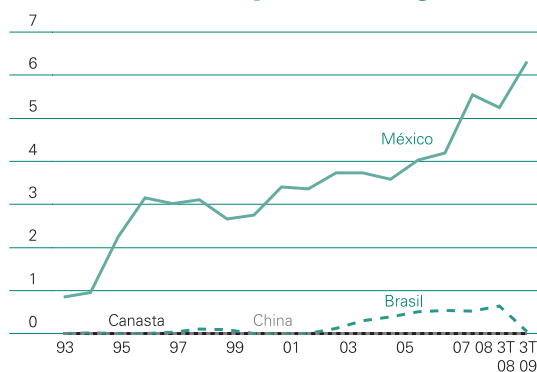
Fuente: SEE BBVA

México: Mayores Ganancias de Ventaja Competitiva Revelada 1998-2000 vs. 2007-2009

Cambio IVCR		Cambio IVCR	
Transporte de carga	2.5	Poliacetatos	0.7
Oro en bruto	1.9	Autopartes	0.7
Tractores	1.8	Bombas para líquidos	0.7
Plata y platino	1.0	Frutas y nueces	0.7
Golosinas	1.0	Barras de acero	0.6
Aparatos médicos	0.8		

Fuente: SEE BBVA

Índice de Ventaja Competitiva Revelada: Vehículos de Transporte de Carga



Fuente: SEE BBVA

Dentro de las ramas con mayor ganancia en indicador de competitividad destaca particularmente el caso de la industria automotriz, donde cabe hacer mención que en contraste con lo ocurrido hasta hace unos años, son algunas ramas de vehículos pesados como tractores así como las autopartes las que han destacado en competitividad, mientras que la fabricación de automóviles (7% de las exportaciones manufactureras) ha mantenido su índice de competitividad y han perdido ligeramente cuota en EEUU (2%). En estos tres casos es relevante la dinámica de la competitividad de la canasta de países competidores de México: mientras la canasta ha aumentado continuamente la medida de competitividad en la rama de automóviles, en vehículos de carga y en autopartes México goza aun de gran ventaja respecto a la canasta.

Cabe recordar que a raíz de la firma de México del TLCAN en 1994 hace más de 15 años, la automotriz fue una de las ramas mayormente beneficiadas por sus ventajas de localización y menores costos de producción. Como parte del proceso de reestructura industrial, numerosas empresas estadounidenses trasladaron parte o el total de su producción a México. En el periodo mas reciente sin embargo, si bien la cuota de mercado en EEUU no ha cambiado mucho (es ligeramente negativa), es un punto de atención la mejora en competitividad de los competidores. Por otro lado destaca que México se ha enfocado en otros productos también de la rama automotriz como la fabricación de vehículos de transporte de carga, tractores y autopartes.

Otras ramas que también han aumentando su competitividad son algunas que suponen ventajas de producción por tener México dotaciones favorables y menores costos de traslado como barras de acero, plata y platino y oro.

Parece que la principal ventaja competitiva de México radica en su localización geográfica. A partir de comparaciones de los factores que pueden estar detrás de la fuerte mejora en términos de ventaja comparativa de la canasta de competidores vs. México y que muy probablemente reflejen mejora en productividad, es la necesidad de que México continúe en el proceso de la segunda generación de reformas estructurales. De acuerdo a distintos indicadores disponibles,⁹ parece que México ha quedado rezagado frente a países como China en asuntos como la eficiencia en el mercado laboral, tanto en términos de costos directos como también en términos de ineficiente formación de precios. Por ejemplo, mientras que China ocupa el lugar 12 a nivel mundial en términos de fijación de salario acorde con la productividad marginal, el lugar que ocupa México es el 99. Otras áreas a mejorar son las relacionadas con la mejora en respecto a los derechos de propiedad, seguridad pública, transparencia en la administración pública, y marco legal poco eficiente en México.

2010, Pausa Monetaria y Margen de Apreciación del Peso

En 2010, Banxico mantendrá su pausa monetaria, las tasas largas tendrán cierto margen de caída y el tipo de cambio de apreciación. En un entorno global cíclicamente más favorable y financieramente con menor aversión al riesgo, las variables financieras mexicanas seguirán reduciendo su diferenciación negativa

Las variables financieras mexicanas están reduciendo la diferenciación negativa que sufrieron en 2009. Un contexto global positivo daría margen de mejora adicional

Desde la publicación hace tres meses de la anterior edición de Situación México, las variables financieras mexicanas han comenzado a revertir la diferenciación negativa sufrida durante el *rally* financiero global que comenzó en marzo de 2009, tras el periodo más intenso de la crisis que comenzó en septiembre de 2008. Más recientemente, algunos factores están reduciendo de modo transitorio —de acuerdo a nuestro escenario— el apetito por el riesgo. Se trata de las dudas sobre la sostenibilidad del ritmo de expansión de China¹ y de la preocupación sobre la posición fiscal de algunos países europeos.

En este contexto menos favorable, los activos financieros de mayor riesgo tienen caídas generalizadas y los *spreads* soberanos en algunos países registran intensas ampliaciones. La diferenciación entre mercados está cambiando en coherencia con los riesgos macroeconómicos percibidos eg, mayor afectación en Europa del Este y algunos países de LatAm, en particular exportadores de *commodities* a China.

En los últimos meses, las variables financieras mexicanas han tendido un desempeño relativamente mejor. El índice de la bolsa mexicana —IPC— ha tenido ganancias relativamente mayores en periodos de elevado apetito por riesgo en los últimos meses mientras que en periodos en los que éste se reduce, sus pérdidas son relativamente menores que las de mercados que habían sido diferenciados positivamente con anterioridad (eg, China y Brasil). El peso mexicano también ha tenido una apreciación relativa respecto a otras divisas de economías emergentes, tanto en el último mes como en los últimos tres, y su apreciación se compara favorablemente con las depreciaciones que han tenido otras. De diluirse las incertidumbres sobre una caída desordenada de la actividad económica en China y sobre la posición fiscal de algunas economías desarrolladas, se considera que los activos mexicanos, y en particular el peso, seguirán consolidando la tendencia de reducción de la diferenciación negativa que se observó durante la mayor parte de 2009.²

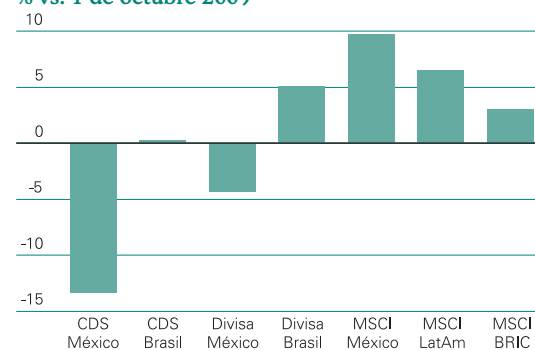
En cuanto a las medidas de riesgo, el comportamiento había sido consistente con el de la revalorización de los activos financieros riesgosos antes mencionados. Ahora, por una parte el CDS de México sigue mostrando una evolución más favorable —disminución de 12.8% frente a un incremento de 1.6% de Brasil en los últimos tres meses—; y por

Índice CDS 5 Años
1 de octubre 2009 = 100



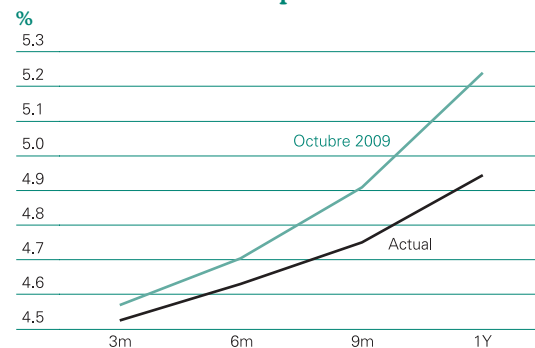
Fuente: SEE BBVA con datos de Bloomberg

Diferenciación Positiva de las Variables Financieras Domésticas
% vs. 1 de octubre 2009



Fuente: SEE BBVA con datos de Bloomberg

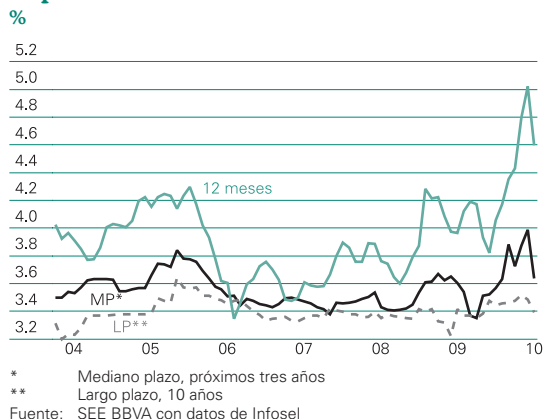
Expectativa de Mercado de Fondeo Bancario Implícito en Curva IRS



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Valmer

- 1 Las autoridades aumentaron el requerimiento de reservas a los bancos, en un esfuerzo de educir el ritmo de crecimiento del crédito. Ello alimenta el temor de que esta restricción monetaria preventiva frene en demasía una de las fuentes del crecimiento global. A ello se añade la percepción de la posible existencia de burbujas en algunos activos, lo que ha reducido la exposición al riesgo en mercados emergentes.
- 2 Adicionalmente se considera que la implementación por parte de Banxico de mecanismos de compra de dólares para incrementar el nivel de reservas no influye en el nivel del tipo de cambio. Para mayor detalle véase más adelante una explicación en la sección dedicada al tipo de cambio.

Expectativas de Inflación



otra, el EMBI+ es consistente en la evolución reciente sobre el riesgo percibido global. En suma, los activos financieros mexicanos han ido cerrando la amplia brecha que se había abierto respecto a la evolución de las variables de otros emergentes durante la mayor parte de 2009.

Un mensaje más claro de Banxico sobre su postura monetaria modera las expectativas de subida de tasas en 2010, acercándolas al escenario del SEE

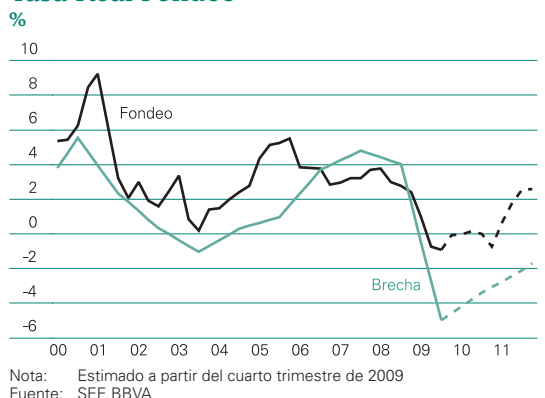
El Banco de México ha señalado que en ausencia de efectos indirectos sobre la inflación de los aumentos de precios públicos y de impuestos indirectos, y si se mantienen ancladas las expectativas de inflación, no se debería contrarrestar el impacto sobre la inflación de estos choques transitorios. Con ello, Banxico establece claramente su estrategia de política monetaria ante un periodo en 2010 de previsible subida no permanente de las tasas de inflación. Lo anterior sugiere que en los próximos meses continuarán valorando la información entrante y que no tendrán prisa en aumentar la tasa de interés.

Mientras la recuperación económica sea tan gradual como para que la brecha de producto continúe en terreno negativo, algo que ocurre para todo 2010-2011 tanto para Banxico como para el SEE BBVA, estas condiciones de holgura deberán atenuar el traslado al consumidor del cambio en impuestos y precios públicos.³ En el escenario descrito, Banxico mantendrá la pausa monetaria a lo largo de todo 2010, aunque la probabilidad de alza en la tasa de fondeo subirá en los últimos meses del año, cuando, de acuerdo al escenario del SEE BBVA, la inflación podría superar el rango medio de la trayectoria esperada por Banxico y a la vez el proceso de recuperación estará más consolidado. De hecho, instrumentos cuantitativos utilizados⁴ sugieren que la probabilidad de que Banxico no mantenga la pausa monetaria a lo largo de por lo menos los tres primeros trimestres del año es reducida, pero aumenta hasta niveles relevantes en los últimos meses del año (véase gráfica).

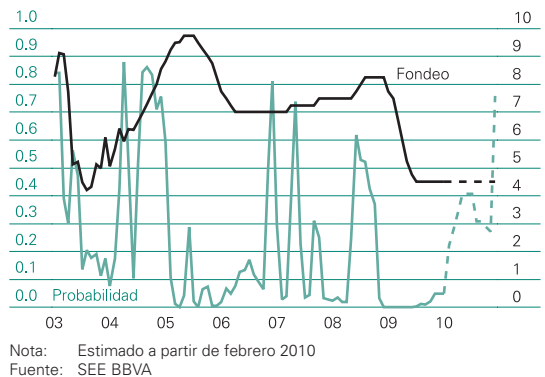
La transparencia de esta postura monetaria (*"El Banco de México en principio no debe contrarrestar el impacto directo sobre precios de las medidas fiscales"*),⁵ influyó no sólo retrasando y reduciendo las expectativas del mercado sobre el tensionamiento de política monetaria, sino también en las perspectivas de los analistas. El consenso anticipaba en diciembre de 2009 que el primer aumento en la tasa de fondeo ocurriría a principios de año. En la actualidad, con información a la primera semana de febrero, descuenta que tendrá lugar en julio.

La valoración de Banxico sobre el balance de riesgos para 2010-11 ha sido consistente en su comunicación más reciente: se mantiene moderadamente inclinado hacia los de mayor inflación. La intención de la estrategia de comunicación sigue teniendo un objetivo claro: mantener bien ancladas las expectativas de inflación. Enfatizan el papel de "la holgura en la brecha del producto" para atenuar el efecto sobre precios del cambio en impuestos y precios públicos. Es previsible que Banxico mantenga una estrategia *"wait-and-see"* —adoptada desde el comunicado sobre la decisión de política monetaria del 15 de enero—: no tendrá prisa en

Brecha de Producto (Output Gap) & Tasa Real Fondeo



Modelo Ordered-Probit Fondeo: Subida Probabilidad de una subida del fondeo



- Banxico resaltó que la brecha del producto, que "continuará en territorio negativo en 2010 y 2011", no sólo evitará presiones de demanda, sino que limitará el efecto de los choques de oferta.
- Véase el recuadro sobre un modelo de asignación de probabilidad a la subida de tasas de Banxico.
- Presentación del Dr. Agustín Carstens, Gobernador del Banco de México, en el seminario del ITAM: Perspectivas Económicas de 2010, el 8 de enero de 2010.

aumentar la tasa de interés, salvo una reacción adversa de expectativas de inflación y/o una acumulación de choques que incida en una nueva revisión al alza en las previsiones de inflación —ie, que las presiones de precios adquieran un carácter generalizado— que alejen o comprometan su objetivo de inflación. Así, el balance de riesgos seguirá justificando el mantenimiento de la pausa monetaria a lo largo de 2010.

El espacio de bajada en los plazos medios y largos de la curva de rendimiento es limitado

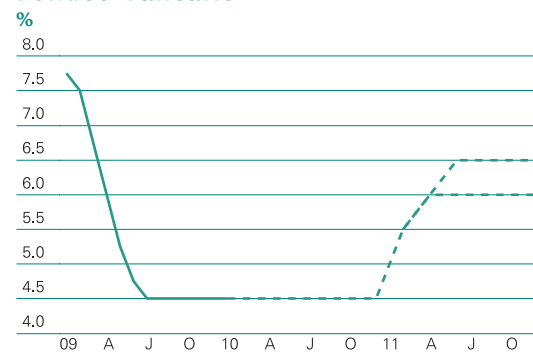
Las tasas en los plazos medios y largos de la curva no disminuyeron durante 2009 a pesar del fuerte relajamiento monetario implementado (ver Recuadro “La Rigidez a la Baja del M10 durante 2009 a pesar del Fuerte Relajamiento Monetario Implementado respondió a Distintos Factores en Diferentes Momentos”). Después de que el rendimiento del M10 aumentara en más de 250 pb en otoño de 2008, se ajustó a la baja con una fuerte volatilidad poco antes de que finalizara ese año. Desde entonces, se ha mantenido fluctuando en torno a 7.9%, nivel ligeramente menor al observado durante 2008 a pesar de que la tasa de fondeo bancario cayó 200 pb en promedio entre 2008 y 2009, desde 7.7% a 5.7%.

En las primeras semanas de 2010, las tasas de interés del M10 y M5 han promediado 7.9% y 7.2%, respectivamente, con una banda de fluctuación relativamente estrecha en función de factores globales (riesgo fiscal) y de la menor aversión al riesgo doméstico ante la inminente recuperación económica. Además, el mensaje más claro sobre la postura monetaria de Banxico ha favorecido una mayor estabilidad. Como resultado, la tenencia de bonos por parte de extranjeros no sólo ha revertido la salida de flujos durante finales de 2008 y el estancamiento en gran parte de 2009, sino que ha alcanzado nuevos máximos. Aún así, hay que señalar que se mantiene una baja liquidez en el mercado secundario, lo cual ha continuamente jugado en contra del mercado y frenado la caída de los rendimientos.

De acuerdo a nuestras estimaciones, todavía hay un ligero margen de ajuste a la baja en los tramos medios y largos de la curva a lo largo de los próximos meses. Conforme se confirmen con datos reales las expectativas de mayor crecimiento económico a lo largo de 2010 y 2011, y con ello caigan los temores de orden fiscal, y con un precio promedio del petróleo en torno a 63 dpb (mezcla mexicana), el apetito por bonos domésticos deberá aumentar en un contexto de continuación de las estrategias de *carry trade* en los mercados globales.

No obstante, este margen de bajada ya es limitado, y podría ser transitorio, como consecuencia de distintos factores que se irán incorporando en el análisis de los inversionistas: a) el aumento de la inflación es previsible que mantenga relativamente elevada la prima inflacionaria; b) la consolidación de la pausa monetaria irá acompañada de un mayor descuento de una subida en las tasas de interés de corto plazo a niveles más cercanos al equilibrio (en torno a 6.0%-6.5%); c) el cambio de política de emisión de deuda de la SHCP incrementará la oferta de bonos de mediano y largo plazo, así como la forma de emisión de nuevas series (“Bonos Sindicados”). Adicionalmente, existen riesgos que no son desdeñables y que pueden frenar la caída de los rendimientos domésticos: 1) el elevado déficit público que enfrentan economías desarrolladas puede presionar al alza las tasas globales; 2) las dudas sobre la capacidad de pago de la deuda de algunos países emergentes (si bien México no tiene ningún problema ni de nivel de

Fondeo Bancario



Nota: Estimado a partir de febrero 2010
Fuente: SEE BBVA

Tenencia de Bonos Gubernamentales por Parte de Extranjeros

Miles de millones de pesos



Fuente: SEE BBVA con datos de Banco de México

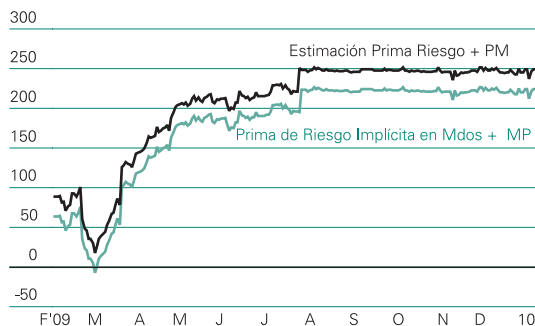
Indicador de Liquidez en Bonos M



Nota: Indicador *turn-over*: títulos operados / títulos en circulación
Fuente: SEE BBVA con datos de Banco de México

Prima de Riesgo Estructural de la Curva (M10 - 1m) + Efecto de Postura de Política Monetaria

Puntos base



Nota: Riesgo de mercado: (10yIRS - bono 10 años) menos (3m IRS - rendimiento 3m) - ajuste por IRS TIIE Swap premium.
Estimación prima de riesgo: propia (prima de riesgo de equilibrio de 50 - 100 pb)

Fuente: SEE BBVA

M10

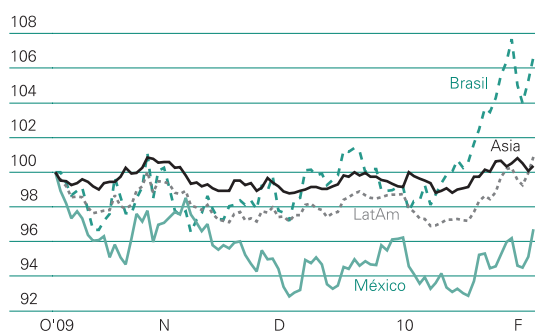


Nota: Estimado a partir de febrero 2010

Fuente: SEE BBVA

Tipo de Cambio vs. Dólar

1 octubre 2009 = 100



Nota: LatAm incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
Asia incluye Filipinas, Corea del Sur, Taiwan, Singapur, Indonesia y Tailandia. Promedios no ponderados

Fuente: SEE BBVA con datos de Bloomberg

deuda, ni de composición, ni de financiamiento); 3) el que se termine manteniendo una baja liquidez en el mercado secundario. Considerando todos estos factores, es previsible que el rendimiento del M10 pueda ir cayendo hasta alcanzar tasas cercanas al 7.5% y terminar 2010 en niveles próximos a 7.6%, todo ello con un riesgo alcista.

El peso mantiene margen de apreciación

Desde que se inició la crisis global y hasta finales de 2009, el peso mexicano tuvo una apreciación proporcionalmente menor a la registrada por otras divisas de economías latinoamericanas. Conforme se hacía evidente la dimensión de la recesión en EEUU, también se esclarecía la magnitud con la que impactaría a la economía mexicana, la cual sería la más afectada de la región reabriendo de modo paralelo asuntos como la vulnerabilidad de las cuentas públicas mexicanas en este entorno. La incertidumbre fiscal, y los temores de una baja en la calificación de la deuda soberana fueron marcando la apreciación relativamente menos intensa del peso durante casi todo 2009. Así, en periodos de mayor aversión al riesgo internacional, el peso perdía terreno en mayor medida que otras divisas de emergentes; de forma similar, durante el ciclo de revaloración de activos de mayor riesgo, el peso ganaba frente al dólar y euro, pero en una proporción significativamente menor que la del promedio, y sin compensar la depreciación previa.

El mercado anticipó en la cotización del peso el desfavorable contexto de la economía mexicana, de tal manera que cuando en noviembre y diciembre de 2009 dos calificadoras redujeron la calificación de la deuda soberana, el peso no presentó ninguna reacción. Incluso, inició un desempeño favorable ligado probablemente a que se disiparan las dudas sobre cambios en la calificación en el futuro cercano; no sólo por mantener una perspectiva estable frente a la negativa previa sino por anticipar pocos cambios estructurales en su valoración. Desde finales de 2009, en un contexto de mayor certidumbre sobre la recuperación económica en EEUU y en México, y ante la fuerte revalorización de activos de otros mercados emergentes, el peso mexicano ha mostrado una diferenciación positiva frente al resto de divisas, tanto en un entorno de menor aversión al riesgo como en periodos esporádicos de menor apetito.

No obstante la reciente estabilidad de la divisa mexicana, a diferencia de lo ocurrido con las monedas de otras economías emergentes, el peso está todavía muy depreciado respecto a los niveles que tenía antes de la crisis financiera en otoño de 2008. El favorable perfil cíclico que enfrenta la economía mexicana en línea con el de EEUU, el mayor apetito por riesgo y el regreso de flujos de capital, la estabilidad financiera, oportunidades de *carry trade*, y la reducida exposición de México a la demanda procedente de economías emergentes, son factores que apoyan la revalorización del peso. Además, la divisa mexicana todavía se encuentra depreciada respecto a su nivel de equilibrio, consistente con el diferencial de crecimiento, inflación y tasas y que se calcula que se sitúa entre 11.5 y 12.5 ppd. Ello supone un factor de soporte para que si se sigue reduciendo la diferenciación negativa, la moneda pueda tender a apreciarse al menos hacia la parte alta de ese rango. No obstante, en el corto plazo, la volatilidad financiera podría prolongarse, en espera de una mayor certidumbre sobre la fortaleza de la recuperación económica y de la resolución final sobre las nuevas propuestas de regulación del sistema financiero.

Mecanismos de acumulación de reservas: sin impacto en la cotización del peso

A lo largo de 2009 se tomaron distintas medidas para asegurar la oferta de financiación en dólares en la economía mexicana y a la vez hacer frente a posibles presiones sobre el tipo de cambio. Así, el Banco de México intervino en el mercado vendiendo dólares de las reservas en más de 14 mil millones de dólares (mmd) en 2009, y abrió, junto con otros Bancos Centrales, una línea *swap* por 30 mil millones de dólares con la Fed, de la cual ocupó únicamente 3.2 mmd. Adicionalmente, el FMI dispuso una línea de crédito por 47.0 mmd. Estas medidas, entre otras, buscaron conjuntamente minimizar las presiones cambiarias, así como diluir la incertidumbre sobre el financiamiento de la Balanza de Pagos.

En un contexto de menores tensiones financieras y cambiarias para el peso, el Banco de México anunció la finalización de la línea *swap* con la Reserva Federal, al tiempo que se está planteando la renovación o no de la línea de crédito con el FMI. En esta situación, el Gobernador del Banco de México ha declarado que la Comisión de Cambios está estudiando implementar mecanismos de compra dólares en el mercado como parte de un plan para impulsar las Reservas Internacionales (RI).⁶ El Gobernador señaló que la Comisión de Cambios podría utilizar un mecanismo de compra de dólares a través de opciones, como el empleado por Banxico durante el periodo 1996-2001. El plan no busca fijar un objetivo para el tipo de cambio, y tendría reglas claras definidas ex ante para anular discrecionalidad.

El mecanismo de opciones que se utilizó entre 1996 y 2001, dio a los bancos comerciales el derecho de vender dólares estadounidenses al Banco de México, de cumplirse ciertas condiciones. El precio *strike* de la opción de venta (*put option*) no era fijo. Si se ejercía el derecho de venta, el precio *strike* sería al tipo de cambio fix del día hábil previo, y éste debería ser menor (peso más apreciado) que el promedio de los 20 días hábiles anteriores. El objetivo de estas reglas es acumular Reservas Internacionales cuando las condiciones del mercado generan una suficiente oferta de dólares, pero al mismo tiempo impedir que Banxico comprara dólares cuando se presentara una situación de presión sobre el tipo de cambio.

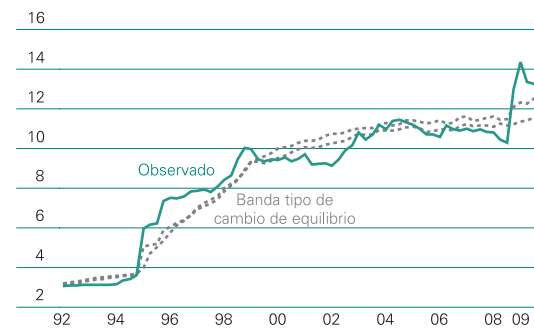
De agosto de 1996 a Junio de 2001, Banxico acumuló 12.2 mmd de RI bajo este mecanismo de opciones de venta. La cantidad equivale a 75% del total de las opciones subastadas y contribuyó con cerca del 30% del incremento total de las reservas en ese periodo. El análisis realizado por el SEE BBVA, en consistencia con los resultados de documentos de trabajo del Banco de México⁷, sugieren que la implementación de este mecanismo no influyó sobre la cotización del peso en dólares. Incluso, encontramos evidencia de que en los periodos en los que se ejercían las opciones, el tipo de cambio tendía a apreciarse. De este modo, la ejecución de un mecanismo similar no impactaría en la trayectoria esperada del tipo de cambio, determinada por los factores antes señalados. En todo caso, una intervención con estas características sí podría limitar el impulso inicial de apreciación que se pudiera presentar sobre el peso, lo cual únicamente propiciaría un comportamiento menos volátil en su evolución y en línea con el escenario de apreciación previsto.

6 Esta posible intervención no tiene por qué anular la disponibilidad de 250 mmd en subastas cuando el peso registre una depreciación de más de 2.0% respecto al día anterior.

7 Por ejemplo, ver Werner (1997).

Tipo de Cambio de Equilibrio y Observado

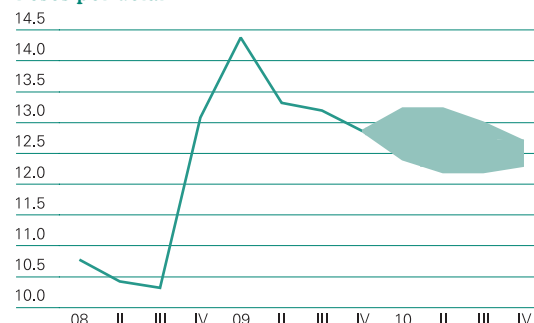
Pesos por dólar



Fuente: SEE BBVA

Tipo de Cambio

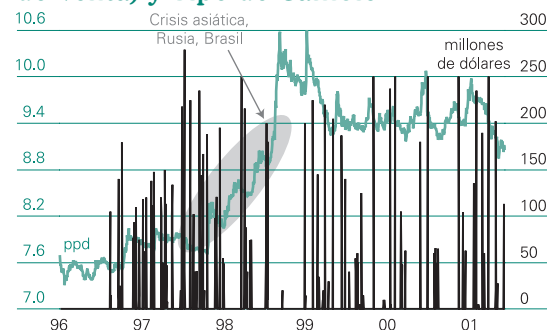
Pesos por dólar



Nota: Estimado a partir del primer trimestre 2010

Fuente: SEE BBVA

Compra de Dólares por Banxico (Opciones de Venta) y Tipo de Cambio



Fuente: SEE BBVA con datos de Banco de México

Modelización de la Probabilidad de Movimiento de Tasas de Banco de México

Tasas de interés monetarias: inerciales, con movimientos discretos y graduales

Uno de los principales objetivos de las reglas de política monetaria es el de aproximar la implementación de la política de tasas de corto plazo, por ejemplo a través de Reglas de Taylor.¹ En general, estas aproximaciones capturan de manera adecuada el comportamiento promedio de las tasas de interés de corto plazo, principal instrumento de política monetaria de los Bancos Centrales tanto bajo un esquema monetario con objetivos de inflación —como el del Banco de México (Banxico)— o, en su caso, dual (inflación y crecimiento económico) —como el de la Reserva Federal en EEUU—.² Sin embargo, concentrarse en el nivel de la tasa de interés con instrumentos que proporcionan promedios plantea el problema de que éste es modificado con poca frecuencia, y de modo discreto, comúnmente por un múltiplo de 25 puntos base (pb).³

La política monetaria está caracterizada por tres regularidades empíricas relacionadas entre sí:⁴ (i) inercia, que se refiere al hecho de que aún con la llegada de nueva información económica, las tasas de interés son ajustadas con poca frecuencia; (ii) *stepping*, cuando un Banco Central mueve las tasas de interés, lo hace en una serie de cambios discretos, típicamente múltiplos de 25 pb que suelen fluctuar entre -75 y 75 pb; y (iii) gradualismo, cuando se modifica el principal instrumento de política monetaria, se mueve en una serie de pequeños cambios en lugar de menos cambios más grandes. Así, aunque ocurren cambios de 50 pb o mayores, la gran mayoría de los cambios de política monetaria sigue una serie de ajustes discretos de 25 pb en la misma dirección. Este fenómeno comúnmente se refiere también como suavizamiento (*smoothing*). Para el caso de México, este comportamiento de la tasa de fondeo es claro desde 2005, cuando Banxico abandonó el uso del corto para influir en el nivel de las tasas de interés, y empezó a establecer directamente el nivel de la tasa de fondeo.

Probit Ordenado, midiendo la probabilidad de movimientos discretos de tasas

Para captar este comportamiento discreto de los cambios en la tasa de interés en una regla de política monetaria se va a utilizar un Probit Ordenado, un modelo de elección

cualitativa; en el que se asigna una probabilidad a que la variable dependiente —en este caso el cambio discreto en la tasa de interés— tome unos determinados valores ordenados, en este caso en tres categorías.

Se considera un modelo Probit Ordenado dinámico en el que el resultado de la tasa de interés es la probabilidad de que en cada momento en el tiempo Banxico modifique (al alza o a la baja) o no la tasa de fondeo. La variable dependiente toma tres valores discretos: 0, 1 y 2, dependiendo si la tasa de interés fue disminuida en al menos 25 pb, no cambiada, o incrementada en al menos 25 pb.⁵ La elección de variables relevantes en la función de reacción discreta de política monetaria se basó en el tipo de variables consideradas en las Reglas de Taylor tradicionales: desviaciones de actividad y precios respecto a los objetivos del banco central. Se asume que Banxico toma sus decisiones de política monetaria de acuerdo a la función:

$$\Delta i_t = f((\pi_{t-1} - \pi^{\wedge}_{t-1}), (\pi_{t-2} - \pi^{\wedge}_{t-2}), Y_{t-1}, i_{t-1}) \quad (1)$$

donde Δi_t es el cambio en la tasa de fondeo, π es la inflación observada, $\pi^{\wedge}$ es el límite superior del rango de variabilidad del objetivo de Banxico de 3.0% +/- 1 p⁶, $\pi - \pi^{\wedge}$ es una variable dicotómica que toma un valor de 0 cuando $\pi - \pi^{\wedge}$ es <0 y uno de 1 cuando $\pi - \pi^{\wedge}$ es >0, Y es la variación interanual del IGAE —indicador de actividad—, e i es la tasa de fondeo.

Consideremos la tasa de fondeo objetivo —no observada de Banxico, $\Delta i_t^{\wedge}$, cuyos cambios responden a:

$$\Delta i_t^{\wedge} = X_t \beta + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim N(0, \sigma_{\varepsilon}^2) \quad (2)$$

donde X_t denota el set de variables explicativas en la ecuación (1). Entonces, se asume que la tasa de fondeo cambia siguiendo la siguiente regla:

$$\begin{aligned} \Delta i_t &= 0 & \text{si} & \quad i_t^{\wedge} < i_{t-1} - \alpha_1 \\ \Delta i_t &= 1 & \text{si} & \quad i_{t-1} - \alpha_1 < i_t^{\wedge} < i_{t-1} - \alpha_2 \\ \Delta i_t &= 2 & \text{si} & \quad i_t^{\wedge} < i_{t-1} + \alpha_2 \end{aligned} \quad (3)$$

5 El número de valores posibles que toma la variable dependiente se puede extender eg, discriminar entre cambios de +/-50 y +/-25 pb; sin embargo, un número más grande de categorías pudiera provocar que se traslapen los umbrales estimados.

6 Considera como límite superior desde 1T08 el rango medio de la inflación proyectada por Banxico publicada en sus Informes Trimestrales de Inflación porque genera mejores resultados.

1 Ver Taylor, ed (1999) y Orphanides (2007)

2 Ver Bernanke et al. (1999), y Taylor (1999)

3 Ver Genberg et al. (2004)

4 Ver Brooks et al. (2008)

En este caso, la primera (tercera) ecuación en (3) indica que la tasa de fondeo observada disminuirá (aumentará) cuando la tasa de fondeo objetivo es significativamente menor (mayor) que la observada en el mes anterior. El modelo involucra los parámetros umbrales⁷ desconocidos α_1 y α_2 así como el vector de parámetros β , todos estimados por máxima verosimilitud.⁸

Las probabilidades estimadas captan los movimientos de tasas de Banxico

En la tabla se muestran los resultados de las estimaciones (datos mensuales 2003-2009). Los parámetros son estadísticamente significativos y muestran el signo correcto. Que tanto el coeficiente del parámetro $(\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^*)$ como el de $(\pi_{t-2} - \pi_{t-2}^*)$ sean elevados se puede tomar como una indicación de que para Banxico es importante la desviación de la inflación respecto al límite superior de la meta (y/o respecto al rango promedio de su trayectoria prevista para la inflación) y también la persistencia en esta desviación.

Estimación Probit Ordenado de la Función de Reacción de Banxico

Periodo de la muestra: enero 2003 - diciembre 2009

Variables Explicativas	Coef.	Error Est.
$(\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^*)$	1.307	0.376
$(\pi_{t-2} - \pi_{t-2}^*)$	1.144	0.373
Y_{t-1}	0.177	0.047
i_{t-1}	-0.486	0.126
Parámetros umbrales:		
α_1	-3.694	0.895
α_2	-1.156	0.794
Observaciones	84	
Estadístico LR	53.154	
Pseudo-R2	0.340	

Nota: Los errores estándar son Huber/White.
Fuente: BBVA Bancomer

7 Threshold parameters

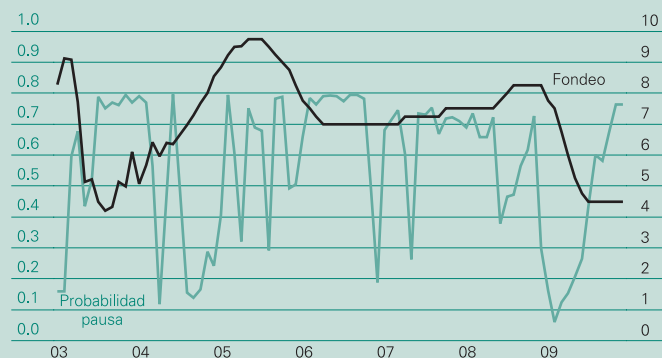
8 Es importante destacar que dado que la variable independiente toma tres valores (0, 1 y 2), sólo hay dos puntos de corte (ie, α_1 y α_2), y que las probabilidades estimadas en cualquier punto en el tiempo suman uno.

Si se presenta una desviación de la inflación respecto a un umbral, Banxico reacciona, y lo hace con mayor intensidad conforme esta desviación es más persistente. Como se esperaría, dado que Banxico tiene como único objetivo la estabilidad de precios, el parámetro Y_{t-1} indica que la reacción ante cambios en la variación interanual de la actividad económica es consistente con la Regla de Taylor (ie, un aumento en el crecimiento sesgaría las tasas al alza, mientras que una disminución en éste las tendería a sesgar a la baja). Finalmente, el signo negativo del parámetro i_{t-1} pudiera sugerir que conforme Banxico está en un proceso de restricción o relajamiento monetario, la probabilidad de que este ciclo continúe va disminuyendo conforme pasa el tiempo.

Las gráficas muestran el comportamiento de la tasa de fondeo observada frente a la probabilidad estimada por el modelo Probit Ordenado de disminución en al menos 25 pb, no cambio, o incremento en al menos 25 pb de la tasa de fondeo.

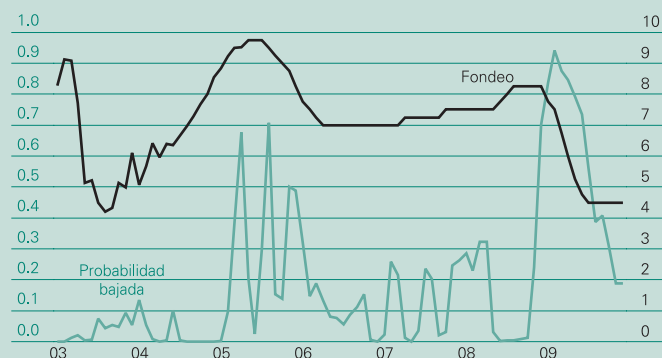
Modelo Ordered-Probit Fondeo: Pausa

Probabilidad de pausa en el fondeo



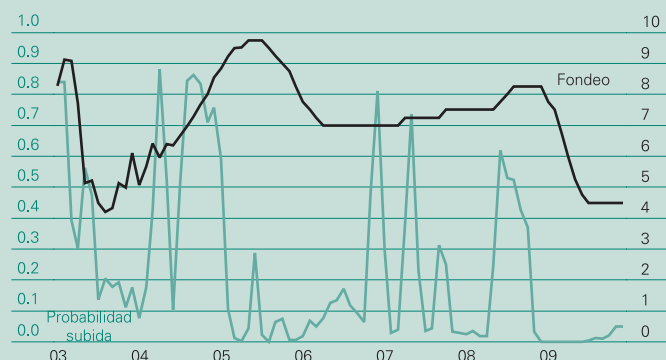
Modelo Ordered-Probit Fondeo: Bajada

Probabilidad de una bajada del fondeo



Modelo Ordered-Probit Fondeo: Subida

Probabilidad de una subida del fondeo



Fuente: BBVA Bancomer

Como se puede observar, a lo largo del periodo muestral la probabilidad de pausa monetaria tiende a ser la más elevada. Esto es consistente con la inercia mencionada anteriormente. Durante el periodo estimado, Banxico mantuvo la tasa de fondeo sin cambios en 48 ocasiones (en el 57% de las reuniones de decisión de política monetaria), la bajó en al menos 25 pb 16 veces (19% de las reuniones), y la subió en al menos 25 pb en 20 reuniones (el 24% de éstas).

Aunque el modelo tiende a sugerir que no habrá cambios en la tasa de fondeo, también anticipa y señala el momento en el tiempo en el que es más probable un cambio en la política monetaria de Banxico, ya sea para iniciar un ciclo de relajamiento o para iniciar una etapa de restricción monetaria. Por ejemplo, tanto en el ciclo de bajadas de agosto 2005-abril 2006 como en el más reciente de enero-julio 2009, la probabilidad de pausa disminuyó significativamente al mismo tiempo que subía de forma notoria la de bajada en la tasa de fondeo. De forma similar, durante el ciclo restrictivo de febrero 2004-marzo 2005 y cuando se dieron los incrementos preventivos durante 2007 y 2008 —que no llegaron a constituir un ciclo monetario—, la probabilidad de subida estimada por el modelo aumentó significativamente previo a la ocurrencia de dichos aumentos. Para el caso de subida, pareciera que cuando el modelo indica una probabilidad en torno a 30-40% o mayor, tiende a anti-

par que Banxico aumentará la tasa de interés. En cuanto a las bajadas, el umbral parece ser más elevado —una probabilidad en torno 40-50%, y pareciera que tanto el ciclo de relajamiento de 2005, como el de 2009, fueron anticipados por el incremento en esta probabilidad.

En Conclusión

Banxico ha seguido la estrategia de no hacer muchos cambios en la política monetaria en respuesta a la información entrante (inercia). No obstante, ante ciertos eventos que podrían convertirse en particularmente adversos —eg, si el continuo aumento en la inflación en un ciclo de expansión como en 2008 hubiese contaminado las expectativas de inflación— tiende a adoptar una política monetaria flexible y con un enfoque de administración de riesgos emprende etapas de movimientos alcistas graduales. El modelo Probit Ordenado estimado parece anticipar y señalar cuándo podría ocurrir un cambio en la política monetaria. Se trata de un instrumento más en el análisis de las actuaciones del banco central que se añade a otros como las Reglas de Taylor en sus distintas especificaciones o al seguimiento de la política de comunicación de Banxico en el contexto económico que se presente en cada momento en el tiempo.

Referencias

- Bernanke, Ben S., et al. (1999). *"Inflation Targeting: Lessons from International Experience"*. Princeton University Press.
- Brooks, Robert, et al. (2008). *"An Inflated Ordered Probit Model of Monetary Policy: Evidence from MPC Voting Data"*.
- Genberg, Hans, et al. (2004). *"Estimating Central bank Reaction Functions with Ordered Probit: A Note"*.
- Otero, Jesús, et al. (2008). *"Modelling the Monetary Policy Reaction Function of the Colombian Central Bank"*.
- Taylor, John B., ed (1999a). *Monetary Policy Rules*. Chicago: University of Chicago Press.

Tasas Largas, el Por Qué de su Rigidez a la Baja en 2009

En 2009 las tasas largas no respondieron con descensos a la intensa caída de las tasas cortas

En su último ciclo de relajamiento monetario, Banxico comenzó a reducir la tasa de fondeo en enero de 2009. Nuestras estimaciones de política monetaria sugerían ya entonces —con nuestro escenario base de inflación y crecimiento en ese momento— que la reducción de las tasas de interés de corto plazo sería significativa. Entre enero y julio Banxico redujo la tasa de fondeo en 375 pb. La postura monetaria expansiva ha sido una de las más agresivas implementada hasta el momento si se considera no sólo la magnitud de reducción de las tasas de interés de corto plazo, sino también que, en algunos meses, éstas eran negativas en términos reales ex post por primera vez en un ciclo de relajamiento monetario.

Ciclos de Relajamiento Monetario

Inicio T=0 = 100; frecuencia mensual



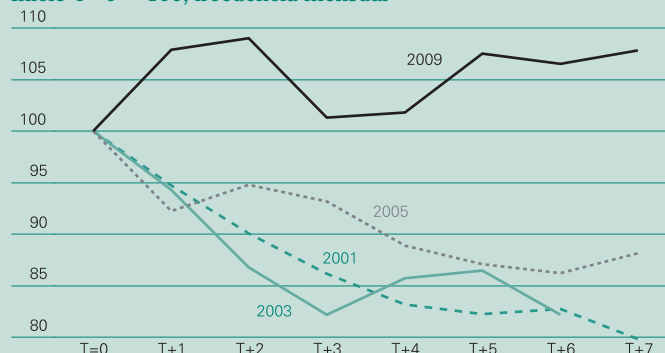
Fuente: BBVA Bancomer

A pesar de la significativa reducción en la tasa de fondeo, la tasa de interés del M10 no sólo no disminuyó, sino que aumentó moderadamente y se mantuvo fluctuando en un rango estrecho durante el ciclo de relajamiento y una vez que concluyó éste (véase gráfica). La tasa de interés promedio durante los cuatro trimestres de 2009 fue 8.0, 7.9, 8.1 y 8.0%, respectivamente. Esta evolución claramente contrasta con la de los ciclos de relajación de la postura monetaria anteriores. Aunque es normal que la pendiente de la curva de rendimiento aumente durante estos ciclos, este incremento suele responder a que la disminución de las tasas de interés de largo plazo es menor que la de las tasas de interés de corto plazo. Por ejemplo, en promedio en los tres ciclos de relajamiento anteriores, la pendiente aumentó 22% (frente a un incremento de 47% durante la duración del ciclo de relajamiento monetario en 2009). En los tres

ciclos anteriores la tasa del M10 disminuyó 15% en promedio, poco más de 1/3 parte de la reducción en las tasas de interés de corto plazo. De haber evolucionado el M10 de forma consistente con los ciclos de postura monetaria expansiva previos, el rendimiento del M10 hubiera disminuido hasta alcanzar niveles en torno a 7.0% hacia el final del año pasado.

Evolución del M10 Durante los Ciclos de Relajamiento Monetario

Inicio T=0 = 100; frecuencia mensual



Fuente: BBVA Bancomer

Aversión al riesgo global e incertidumbres domésticas impidieron que el rendimiento del M10 cayera durante 2009

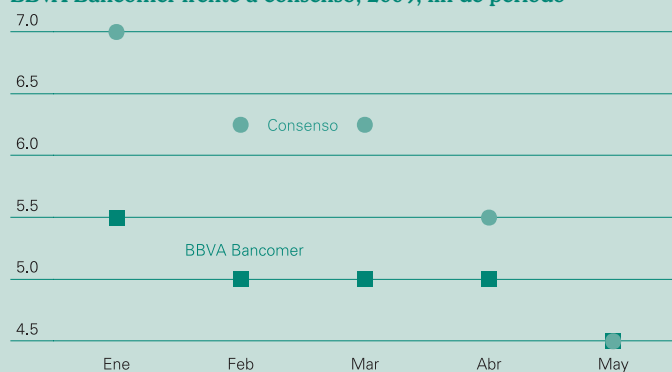
Después de que el rendimiento del M10 aumentara en más de 250 pb durante 4T08, se ajustó a la baja con una fuerte volatilidad poco antes de que finalizara ese año (y antes de que iniciara el relajamiento de la postura monetaria). Desde entonces, durante 2009 se mantuvo fluctuando en torno a 8.0%, nivel ligeramente menor al observado durante 2008 a pesar de que la tasa de fondeo bancario cayó 200 pb en promedio entre 2008 y 2009, desde 7.7% a 5.7%, y disminuyó 325 pb desde 8.25% a 4.50% durante los primeros siete meses de 2009.

En un primer momento, durante el 1T09, dos factores fueron determinantes en la rigidez a la baja del M10. En primer lugar, el mercado no anticipaba fuertes reducciones en la tasa de fondeo. En segundo lugar, la aversión al riesgo tuvo un nuevo repunte durante enero-febrero 2009. Respecto al primero, a principios de año, el mercado no anticipaba fuertes reducciones en la tasa de fondeo. En nuestra opinión, la comunicación, así como las dudas que pudieron haber transmitido a los agentes económicos por las distintas magnitudes de recorte de tasas al inicio del ciclo de relajamiento en 1T09 (-50 pb

enero, -25 pb en febrero, y -75 pb en marzo), impidieron trasladar con claridad las preferencias de la Junta de Gobierno ante la severa recesión que el consenso de analistas preveía ya en ese momento. Esto explica en parte, que al no descontar cambios fuertes y permanentes en las tasas de corto plazo (el mercado siempre fue detrás de la curva), el efecto de la política monetaria en la parte larga de la curva fuera menor al que podría haber tenido.

Estimaciones de la Tasa de Fondeo

BBVA Bancomer frente a consenso, 2009, fin de periodo



Fuente: Encuestas de Banamex

Respecto al segundo factor en ese primer momento (1T09), en los primeros meses de 2009 volvió a intensificarse la aversión al riesgo en los mercados. La incertidumbre en cuanto al funcionamiento del sistema financiero repercutió en los activos financieros de mayor riesgo. Así, en febrero el peso se depreció significativamente frente al dólar, cerrando el tipo de cambio el mes en 15.3 ppd. Esta debilidad del peso planteaba, por una parte, un riesgo para la tendencia de convergencia de la inflación con la trayectoria prevista por Banxico. Por otra parte, no había apetito por riesgo en los mercados y las

variables financieras, entre ellas el M10, lo resentían. Como resultado, la tenencia de bonos por parte de extranjeros mantuvo su tendencia de disminución durante enero-febrero 2009.

En un segundo momento, durante 2T-3T09, empezaron a jugar otros factores que impidieron el descenso de las tasas de interés de largo plazo. La liquidez de los bonos de largo plazo en el mercado secundario disminuyó de forma notoria y se mantuvo cercana a sus niveles mínimos durante este periodo.¹ Además, los mercados globales hicieron una importante diferenciación negativa de las variables financieras mexicanas, que limitó el margen de mejora en éstas durante dicho periodo. El *rally* que impulsó la abundancia de liquidez y el retorno del apetito por riesgo ante un cierto optimismo en cuanto a la recuperación económica y la búsqueda de rendimiento, benefició en mucho menor medida a las variables financieras mexicanas. El peso se revalorizó significativamente menos que otras divisas, mientras que los flujos de extranjeros, incluyendo los destinados al mercado de bonos, llegaban a nuestro mercado de forma más incipiente.

En la parte final del año, la incertidumbre en cuanto al impacto de los cambios fiscales en la inflación —la cual provocó un aumento en la prima inflacionaria—, y respecto a la baja en la calificación de la deuda soberana que anticipaban los mercados —la cual provocó un aumento en la prima de riesgo—, jugaron en contra de un descenso de las tasas de largo plazo hacia fines de 3T09 y durante 4T09. Por último, ya en ese momento, la consolidación de la pausa monetaria implicaba hacia delante un mayor descuento de una subida en las tasas de interés de corto plazo a niveles más cercanos al equilibrio (en torno a 6.0%-6.5%).

¹ Nuestro indicador de *turnover* (razón de intercambio/saldo vigente) se mantuvo en torno a 1.3%, es decir, reflejaba una liquidez de menos de la mitad de la que prevalecía en 1S08, antes de la crisis financiera.

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2008	2009	2010	I'09	II'09	III'09	IV'09	I'10	II'10	III'10	IV'10
Actividad Económica											
PIB corriente (mmd)	14,441	14,259	14,798	14,178	14,151	14,242	14,463	14,657	14,737	14,785	15,012
% crecimiento nominal	2.6	-1.3	3.8	-1.4	-2.4	-2.1	0.8	3.4	4.1	3.8	3.8
% crecimiento real	0.4	-2.4	1.9	-3.3	-3.8	-2.6	0.1	1.7	2.4	2.3	1.1
Deflactor del PIB	2.1	1.2	2.3	1.9	1.5	0.6	0.7	2.6	2.6	2.2	1.8
Consumo privado (var. % real)	-0.2	-0.6	1.4	-1.5	-1.7	-0.2	1.1	1.3	1.8	1.4	1.2
Consumo público (var. % real)	3.1	1.9	1.5	1.7	2.5	1.9	1.6	2.7	1.3	0.9	1.0
FBCF (var. % real)	-5.1	-18.4	-0.9	-18.8	-21.0	-19.5	-14.1	-3.3	-0.2	0.2	-0.2
Construcción ¹ (var. % real)	-22.9	-20.4	5.2	-23.9	-25.6	-18.9	-12.1	0.1	8.3	5.8	7.0
Producción industrial (var. % real)	-2.2	-9.6	-7.6	-11.6	-12.9	-9.3	-4.5	-7.6	-7.6	-7.6	-7.6
Sector Externo (mmd constantes)											
Saldo exterior	-708	-390	-283	-417	-396	-433	-464	-240	-288	-367	-296
Exportaciones	1,831	1,560	1,251	1,509	1,494	1,574	1,663	1,275	1,284	1,253	1,190
Importaciones	2,539	1,950	1,534	1,888	1,833	1,976	2,104	1,500	1,557	1,609	1,471
Balance en cuenta corriente (% PIB)	-4.9	-3.0	-2.0	-2.9	-2.8	-3.0	-3.2	-1.6	-2.0	-2.5	-2.0
Inflación (var. % anual)											
Inflación anual final	0.1	2.7	1.2	-0.4	-1.4	-1.3	2.7	2.4	1.9	1.7	1.2
Inflación anual promedio	3.8	-0.4	2.0	0.0	-1.2	-1.6	1.4	2.3	2.4	1.8	1.3
Otros Indicadores											
Resultado fiscal primario ² (% PIB)	-3.2	-9.9	-10.7	—	—	—	-9.9	—	—	—	-10.7

mmd miles de millones de dólares

¹ Inversión residencial² Balance Fiscal (% PIB)Nota: pronóstico aparece con **negritas**

Indicadores y Pronósticos México

	2006	2007	2008	2009	2010	I'09	II'09	III'09	IV'09	I'10	II'10	III'10	IV'10
PIB (series desestacionalizadas)													
Variación % real anual	5.1	3.3	1.4	-6.8	3.8	-9.0	-8.9	-6.3	-2.9	4.9	5.6	2.9	1.8
Por habitante en dólares	9,075	9,687	10,292	8,110	8,880	7,439	7,893	8,501	8,606	8,497	8,583	9,102	9,337
Miles de millones de dólares	952	1,025	1,098	872	963	800	849	914	926	921	930	987	1,012
Inflación (% , promedio)													
General	3.6	3.8	5.1	5.3	4.6	6.2	6.0	5.1	4.0	4.3	4.2	4.4	5.3
Subyacente ¹	3.5	3.8	4.9	5.3	4.9	5.8	5.6	5.1	4.7	4.7	4.9	5.0	5.2
Mercados Financieros (% , fdp)													
Tasas de interés													
Fondeo bancario	7.0	7.5	8.3	4.5	4.5	6.8	4.8	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
Cetes 28 días	7.2	7.4	8.0	4.5	4.6	7.0	5.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.6
TIIIE 28 días	7.5	7.9	8.7	4.9	4.9	7.7	5.3	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
Bono 10 años (% , promedio)	8.4	7.8	8.4	8.0	7.7	8.0	7.9	8.1	7.9	7.9	7.7	7.5	7.6
Tipo de cambio (promedio)													
Pesos por dólar	10.9	10.9	11.1	13.5	13.0	14.4	13.3	13.3	13.1	13.2	13.2	13.0	12.7
Finanzas Públicas*													
RFSP (% del PIB)	0.1	-1.1	-2.1	-3.0	-3.7	0.0	0.0	--	-3.0	--	--	--	-3.7
Sector Externo²													
Balanza comercial (mmd)	-6.1	-10.1	-17.3	-4.7	-14.7	-2.0	0.8	-3.1	-0.4	-0.7	-2.2	-6.3	-5.4
Cuenta corriente (mmd)	-4.4	-8.4	-15.9	-4.1	-13.5	-3.5	0.9	-1.9	0.4	-1.2	-2.4	-5.1	-4.8
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.5	-0.8	-1.5	-0.5	-1.4	-0.4	0.1	-0.2	0.0	-0.1	-0.3	-0.5	-0.5
Petróleo (mezcla mexicana, dpb, fdp)	53.1	61.7	84.4	57.7	63.3	39.4	60.1	64.1	70.3	66.0	61.7	60.3	65.3
Empleo													
Empleo Formal Privado (var. % anual)	3.2	14.0	2.0	-3.1	2.2	-2.3	-3.8	-3.9	-2.5	0.9	2.2	2.8	2.8
Tasa Desempleo Abierto (% pob. activa)	28.1	3.7	4.0	5.5	5.2	4.8	5.7	5.9	5.8	5.6	5.3	5.1	4.9
Demanda Agregada⁴ (var. % anual, desestacionalizada)													
Total	6.9	4.2	2.2	-10.2	4.3	-12.5	-13.6	-10.3	-4.1	5.2	7.3	3.4	1.7
Demanda interna	6.2	4.3	2.1	-6.1	3.6	-6.9	-9.0	-6.3	-1.9	5.3	6.3	2.6	0.5
Consumo	5.1	3.6	1.5	-5.1	3.6	-7.4	-7.7	-4.5	-0.7	6.4	6.4	2.2	-0.3
Privado	5.7	3.9	1.6	-6.2	4.2	-9.0	-8.9	-5.5	-1.1	7.0	7.0	2.8	0.1
Público	1.7	2.1	0.6	2.4	0.4	3.7	1.0	2.5	2.1	2.5	3.2	-1.6	-2.6
Inversión	10.4	6.7	4.2	-9.6	3.7	-5.3	-13.8	-12.7	-6.2	1.5	5.8	4.1	3.5
Privada	13.0	5.7	1.9	-17.0	4.5	-14.0	-23.3	-19.8	-9.8	-0.3	6.6	6.1	6.1
Pública	-1.6	10.8	13.1	16.0	1.6	29.7	23.9	10.9	3.8	6.3	3.9	-0.7	-2.7
Demanda Externa	11.0	5.6	1.6	-19.1	4.6	-20.8	-23.5	-19.7	-11.6	2.0	6.8	3.6	6.0
Importaciones	12.7	7.0	4.5	-20.2	6.3	-22.9	-27.0	-21.6	-7.8	6.1	13.1	5.0	1.4
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)													
Primario	6.0	2.1	3.2	1.3	2.6	2.0	1.7	-1.0	2.6	5.4	1.7	2.0	1.5
Secundario	5.8	2.5	-0.7	-7.6	3.5	-11.4	-9.9	-6.8	-2.3	3.9	5.7	3.1	1.6
Minería	1.4	-0.6	-2.3	0.4	0.0	-2.0	1.6	2.0	0.0	-0.4	0.1	0.2	0.1
Electricidad	12.1	3.7	2.3	0.0	3.1	-3.0	-1.2	2.4	2.0	2.5	3.3	3.4	3.2
Construcción	7.6	4.4	-0.6	-7.2	4.9	-9.4	-6.3	-6.7	-6.4	2.8	4.3	5.5	7.0
Manufactura	5.9	2.6	-0.4	-10.6	4.2	-15.4	-14.9	-10.0	-1.7	5.9	8.2	3.0	0.1
Terciario	5.2	4.0	2.1	-6.8	3.7	-7.4	-10.1	-6.6	-3.1	4.3	5.7	2.8	2.0
Comercio	6.5	4.6	2.8	-16.0	5.5	-18.9	-18.9	-16.7	-8.9	9.2	7.4	3.6	2.2
Transporte, correos y almacenamiento	5.6	3.7	0.9	-9.3	6.0	-11.1	-12.6	-7.4	-5.8	8.7	10.2	3.6	1.4
Información en medios masivos	10.6	10.0	8.0	3.3	6.0	1.3	3.8	4.4	3.8	7.0	5.6	6.2	5.4
Serv. financieros y de seguros	16.7	11.2	-1.1	-3.8	1.2	-4.7	-5.2	-7.5	2.2	0.1	0.5	2.1	2.0
Serv. inmobiliarios y de alquiler	4.1	3.0	3.2	-4.6	3.1	-8.9	-6.3	-3.1	-0.1	5.1	2.8	2.4	2.2
Serv. prof., científicos y técnicos	3.0	3.1	2.3	-4.8	1.9	-3.6	-3.4	-5.3	-6.9	0.4	2.2	2.9	2.2
Dirección de corporativos y empresas	19.7	-2.9	4.3	-1.5	2.6	2.1	-1.2	-4.1	-2.8	0.5	4.0	3.4	2.5
Serv. de apoyo a los negocios	3.7	3.1	1.5	-4.5	1.0	-3.3	-5.2	-6.0	-3.4	-1.7	1.9	2.5	1.2
Serv. educativos	0.1	2.1	0.9	-4.1	6.0	-0.4	-16.5	-0.1	0.7	1.6	21.5	1.7	1.6
Serv. de salud y de asistencia social	7.8	-0.5	1.1	0.8	1.0	-1.9	4.2	-1.0	2.0	2.7	-1.8	2.1	1.1
Serv. esparcimiento, culturales y depor.	2.2	3.5	1.7	-2.8	1.2	-3.2	-3.6	-2.4	-1.9	-0.1	1.5	1.8	1.7
Serv. de alojamiento temporal	1.6	2.5	0.9	-10.0	2.3	-6.8	-18.0	-8.6	-6.5	-4.0	11.0	1.8	1.2
Otros serv. exc. act. del gobierno	3.3	3.9	1.8	-2.2	2.0	-1.9	-4.5	-1.8	-0.5	1.3	2.6	2.2	1.9
Actividades del gobierno	-0.3	1.2	0.1	3.3	0.3	4.8	6.0	2.2	0.1	0.1	0.1	0.5	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 Macroeconómico 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: Gloria Sorensen

Chile: Alejandro Puente

Colombia: Juana Téllez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Oswaldo López

Asia exc. China: Ya-Lan Liu

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo

Análisis 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

David Aylett

Fernando Balbuena

Sara Gabriela Castellanos

Fernando González

Carlos Herrera

Arnoldo López

Alma Martínez

Fco. Javier Morales

Juan Luis Ordaz

Eduardo Torres

a.albo@bbva.bancomer.com

david.aylett@bbva.bancomer.com

fernando.balbuena@bbva.bancomer.com

sara.castellanos@bbva.bancomer.com

f.gonzalez8@bbva.bancomer.com

carlos.herrera@bbva.bancomer.com

arnoldo.lopez@bbva.bancomer.com

alma.martinez@bbva.bancomer.com

francisco.morales@bbva.bancomer.com

juan.ordaz@bbva.bancomer.com

e.torres@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

Javier Amador

Liliana Castilleja

Octavio Gutiérrez

Ociel Hernández

Cecilia Posadas

Pedro Uriz

juan.cubero@bbva.bancomer.com

javier.amador@bbva.bancomer.com

liliana.castilleja@bbva.bancomer.com

o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

o.hernandez@bbva.bancomer.com

c.posadas@bbva.bancomer.com

pedro.uriz2@bbva.bancomer.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

Hakan Danis

Jason Frederick

Jeff Herzog

Kristin Lomicka

Marcial Nava

Ignacio San Martín

nathaniel.karp@bbvacompass.com

hakan.danis@bbvacompass.com

jason.frederick@bbvacompass.com

jeff.herzog@bbvacompass.com

kristin.lomicka@bbvacompass.com

marcial.nava@bbvacompass.com

ignacio.sanmartin@bbvacompass.com

Diseño

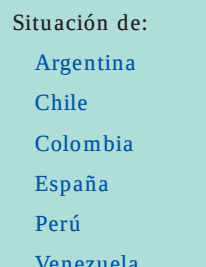
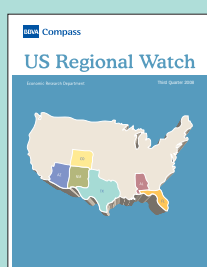
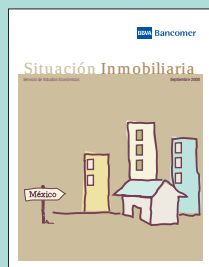
Elisa Sánchez

Fernando Tamayo

elisa.sanchez@bbva.bancomer.com

fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

Otras publicaciones



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.