

Situación México

Cuarto Trimestre 2011
Análisis Económico

- **Desaceleración global**, con riesgos fuertemente sesgados a la baja por la crisis financiera originada por los problemas de solvencia en deuda soberana europea
- **México, revisión a la baja del crecimiento**. Aunque lejos de Europa, riesgos bajistas por volatilidad financiera global y posible menor demanda externa desde EEUU
- **Anclas domésticas frente a la volatilidad global**. Sin presiones de inflación, el compromiso con una política macroeconómica confiable ha de contribuir a anclar tasas y tipo de cambio

Índice

1. En Resumen.....	2
2. Desaceleración global y riesgos muy sesgados a la baja.....	5
3. México, revisión a la baja del crecimiento en 2011 y 2012.....	8
4. Anclas domésticas frente a la volatilidad.....	12
5. Previsiones.....	21

Fecha de cierre: 1 de noviembre de 2011

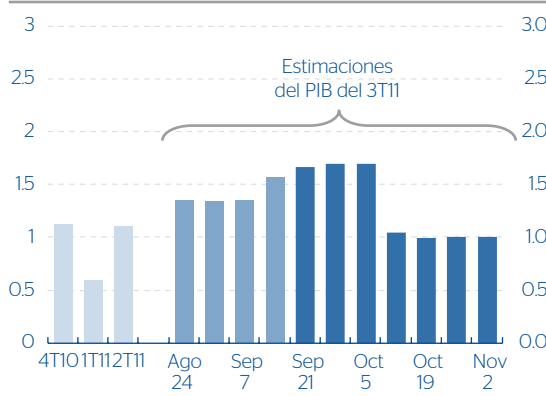
1. En Resumen

Menor crecimiento y riesgos a la baja por el incierto entorno global

De acuerdo con nuestras estimaciones, la economía mexicana ha continuado creciendo durante el 3T11 a ritmos cercanos al 1% trimestral, muy cerca del registro del trimestre anterior. A su vez, la inflación se mantiene prácticamente estable en el 3.4% en promedio del trimestre y el Banco de México envía mensajes más acomodaticios en cuanto a la política monetaria, lo que nos hace aventurar un recorte de la tasa de fondeo el próximo 2 de diciembre siempre y cuando la volatilidad y el nivel del tipo de cambio lo permitan. No es una mala marca si consideramos lo revuelto del 3T11 en el entorno económico global, sobre todo en EEUU y Europa. Así, en EEUU, a pesar de la mejora del crecimiento en el periodo, la tortuosa y transitoria salida dada al debate sobre la consolidación fiscal, las dudas sobre el sector inmobiliario y un mercado laboral en el que no cae la tasa de desempleo, mantienen los sesgos de las perspectivas de crecimiento para 2012 claramente a la baja. En Europa, la Eurozona se embarca de nuevo en la búsqueda de otra solución definitiva y permanente para que la insolvencia de la deuda de Grecia no convierta los problemas de liquidez de otros soberanos en insolvencias y las dificultades de fondeo de la banca en una restricción crediticia que lleve a Europa a recesión en 2012.

Gráfica 1

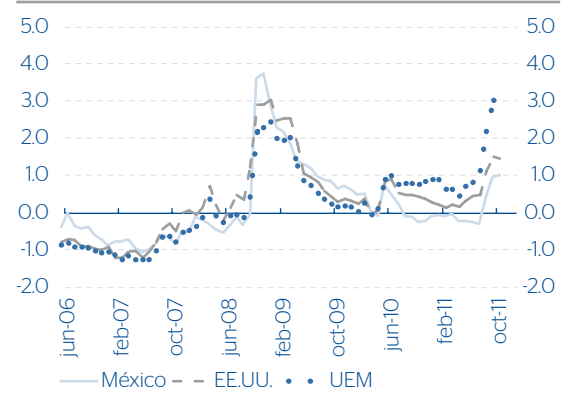
BBVA Research-MICA, previsión en tiempo real del PIB mexicano para el 3T11
Evolución semanal de la previsión de la tasa trimestral del PIB Mexicano en el 3T11



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

Índices de Tensiones Financieras
Indicador sintético de medidas de volatilidad y spreads financieros. Medida estandarizada



Fuente: BBVA Research

México se encuentra lejos de la fuente de incertidumbre europea,¹ pero no serían descartables impactos negativos en nuestra economía si se produjesen aumentos sostenidos de la prima de riesgo global y el escenario de riesgo europeo impacta en EEUU reduciendo la demanda procedente de este país hasta niveles más bajos en 2012 de los observados en 2011. En todo caso, nuestro escenario de mayor probabilidad es un crecimiento en 2011-12 en el 3.5% de promedio, con un 3.8% en 2011 y un 3.3% en 2012, cifras algo más bajas de lo que preveíamos hace tres meses en respuesta al entorno global más débil e incierto. En este sentido, la información coyuntural muestra un perfil de desaceleración más intenso en aquellos indicadores más relacionados con la demanda externa que con aquellos ligados al mercado doméstico. Además, el repunte de la demanda pública de consumo e inversión ligado al final del sexenio supondrá un freno transitorio a la desaceleración a lo largo de la primera mitad de 2012.

¹ Ver Situación México 3T11, pp 17 y 18.

Con todo, el elevado grado de apertura de la economía mexicana hará que de mantenerse el freno externo el conjunto de la actividad siga el mismo comportamiento, siempre con el soporte de unas mejoras de competitividad de algunos sectores manufactureros y de unas condiciones de financiamiento que no deberían ser especialmente restrictivas dada la fortaleza del sistema financiero mexicano y la estabilidad nominal de la economía. Eso si el financiamiento no se ve dificultado en precios o incluso en cantidades por eventos de riesgo global. Y es que, como se ilustra en la publicación, a igualdad de todo lo demás, repuntes sostenidos de medidas de riesgo de crédito de México como los derivados de incumplimiento crediticio (CDS) que se sitúen en el entorno de 100 puntos básicos son consistentes con crecimientos del PIB entre 0.8 pp y 1 pp más bajos.

Sin presiones de inflación, el compromiso con una política macroeconómica confiable ha de contribuir a anclar las variables financieras mexicanas en un entorno global muy volátil

En un entorno como el descrito, parece aún más alejada que antes la posibilidad de que puedan darse presiones de demanda suficientes como para temer un aumento de las perspectivas de inflación, algo que el Banco de México ha venido corroborando con sucesivos cambios en su comunicación con un tono cada vez más acomodaticio que apunta a una bajada del fondeo en su reunión del próximo 2 de diciembre. Si el balance de riesgos sobre la actividad se ha deteriorado, el de inflación, en nuestra opinión, permite afrontar el recorte de tasa dada la disponibilidad de recursos en los mercados de factores para atender potenciales aumentos de la demanda. Así, esperamos que la inflación finalice 2011 en el 3.3%-3.4%, mientras que el índice subyacente estará en diciembre en el 3.2%. Para 2012, la desaceleración de la actividad resultaría consistente con una inflación subyacente algo más baja que en 2011 (3.0% y 3.2% respectivamente) y una inflación general que se mantendría en el entorno del 3.5% por segundo año consecutivo.

Sobre este panorama globalmente favorable existen riesgos al alza y riesgos a la baja, ligeramente más sesgados hacia estos últimos como consecuencia de los riesgos mencionados para la actividad. En cuanto a los riesgos al alza sobre la inflación, aparte de cambios de precios relativos (que podrían elevar transitoriamente la tasa de inflación sin que ello suponga tensiones generalizadas sobre los precios), se encuentra el posible traspaso de niveles de tipo de cambio del peso más depreciados y más volátiles a los precios de consumo. Pensamos que este riesgo es muy limitado dada la experiencia histórica en cuanto a la evolución de traspaso de las oscilaciones del tipo de cambio a los precios de consumo, y más en un entorno sin presiones de demanda.²

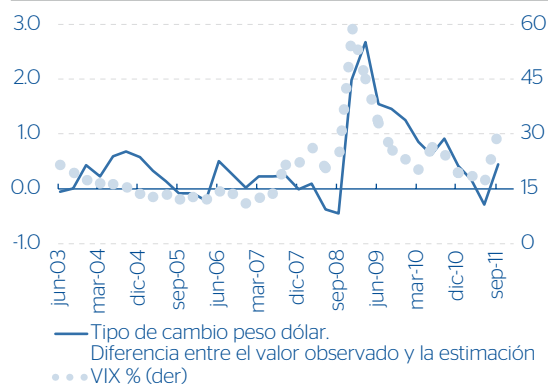
No son descartables, todo lo contrario quizá, episodios de volatilidad global que deprecien el peso, pero en la medida en la que estos eventos no descarrilen las perspectivas de crecimiento positivo en México ni se ponga en riesgo el compromiso con las metas de déficit y deuda pública, parecería razonable que el tipo de cambio se mantenga en niveles cercanos a 12.0-12.5 ppd en promedio a lo largo de los próximos trimestres. Algo comparable ocurre con el costo de financiamiento de la deuda pública, que pone el suelo al costo del resto de agentes económicos, como se muestra en el EconomicWatch "La percepción de riesgo global altera la formación de las tasas de la deuda pública local".³ Así, la elevada correlación entre los cambios de los rendimientos de la deuda pública mexicana y de los bonos del Tesoro de EE.UU. desaparece cuando aumenta la percepción del riesgo soberano mexicano, independientemente de que esa percepción tenga un origen doméstico o foráneo. En este caso, en lo que se puede definir como régimen de riesgo, la formación de las tasas de rendimiento de activos denominados en pesos es mucho más consistente con el comportamiento del CDS Spread mexicano y del tipo de cambio del peso. Y además, el impacto del aumento de la percepción de riesgo financiero sobre los rendimientos es más que proporcional. Aumentos elevados del CDS Spread de México, superiores a 100 pb, han resultado poco habituales, pero también han resultado coincidentes con repuntes de las tasas largas muy elevados, mucho más de los que resultan consistentes con oscilaciones menores, y más probables, del CDS Spread.

² Para un detalle sobre los factores subyacentes en el comportamiento de la inflación ver el EconomicWatch: "La inflación, al ritmo de la holgura de los factores productivos", disponible en www.bbvaesearch.com

³ Disponible en www.bbvaesearch.com

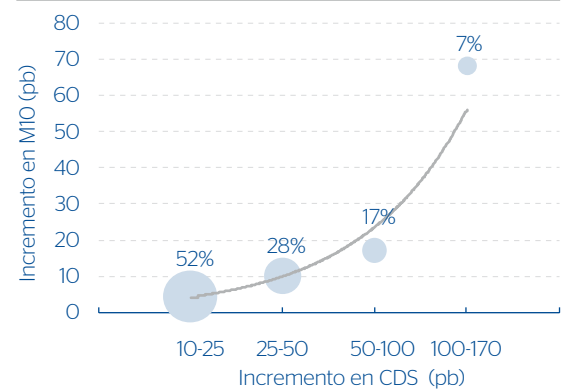
En síntesis, en un entorno global con riesgos a la baja en actividad y un muy incierto y complejo escenario en lo financiero, todo lo que sea fortalecer el compromiso con los “fundamentales” del riesgo de crédito de la economía mexicana contribuirá a reducir el impacto en las condiciones de financiamiento, y por lo tanto en actividad y empleo locales, de la volatilidad global. El nivel de reservas y de deuda externa, y por aproximación, de déficit presupuestal y de deuda total del sector público son resultado de la combinación de políticas discrecionales llevadas a cabo por las autoridades y del impacto del ciclo. En previsión de que el ciclo no sea favorable, reafirmar el compromiso y fortalecer en la medida de lo posible las políticas discrecionales sería un factor de certeza muy importante.

Gráfica 3
Movimientos no esperados en el tipo de cambio y riesgo global



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 4
Incremento medio mensual de la tasa del Bono a 10 años (pb) según diferentes valores de los CDs de México



Nota: El porcentaje de veces que ha ocurrido se indica junto a los círculos
Fuente: BBVA Research

2. Desaceleración global y riesgos muy sesgados a la baja

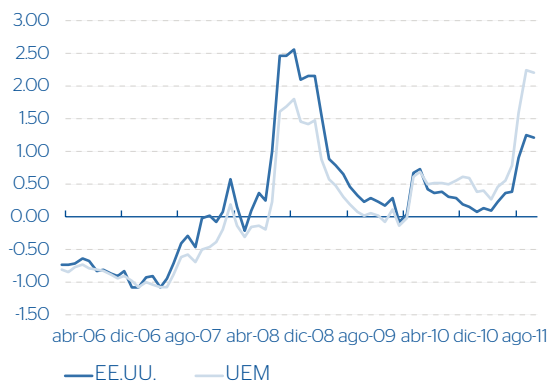
La economía mundial se desacelera y las perspectivas dependen en gran medida de que se resuelva la crisis de la deuda europea. Los riesgos están fuertemente sesgados a la baja

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores que aún ejercen su influencia. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido menor de lo esperado, principalmente, pero no solo en las economías desarrolladas (los datos de EE. UU. para la primera mitad del año ya habían sido decepcionantes, lo que provocó que algunos analistas anticiparan una nueva recesión). Pese a que el crecimiento estadounidense aumentó en el tercer trimestre, la actividad económica en Europa, que había aguantado muy bien en los tres primeros meses de año, sigue ahora un claro ritmo de desaceleración. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en la cumbre de octubre van en la buena dirección, todavía quedan elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una clara «hoja de ruta» para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema financiero europeo, y en Europa las tensiones alcanzan niveles en muchos aspectos superiores a los alcanzados tras la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 (Gráfica 5), lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta aún más el círculo vicioso real-financiero. Por último, el aumento mundial de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009.

En este contexto, rebajamos nuestras previsiones de crecimiento mundial para 2011 y 2012 en 0.3 pp con respecto a nuestro último Situación Global, principalmente por el recorte de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas (EE. UU. y Europa, compensadas en parte por Japón), aunque el crecimiento de los mercados emergentes también será algo menor de lo anticipado. Por tanto, la economía mundial crecería un 3.9% en 2011 y un 4.1% en 2012, apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a un crecimiento discreto en las economías avanzadas (Gráfica 6).

Gráfica 5

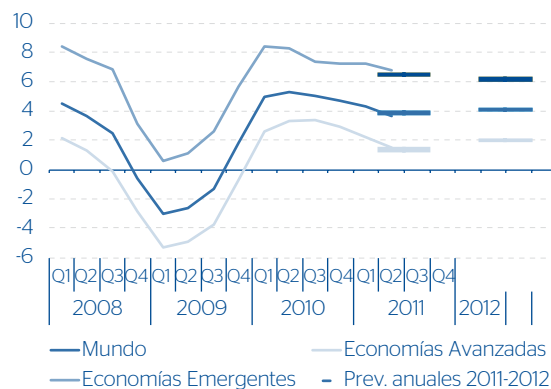
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6

Crecimiento del PIB (% interanual)



Fuente: BBVA Research y FMI

Estas tasas de crecimiento siguen siendo robustas, pero los riesgos están fuertemente sesgados a la baja y a corto plazo dependerán de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto negativo en el crecimiento europeo y el contagio a otras regiones.

Las cumbres europeas de octubre han avanzado en la dirección correcta, pero aún quedan elementos clave sin resolver, lo que no contribuye a la reducción del estrés financiero en Europa

En nuestra opinión, las cumbres europeas de octubre debían resolver cinco puntos clave: (i) atajar definitivamente la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo más reformas en los países periféricos; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. Aunque algunos de los detalles más técnicos siguen en el aire, en las últimas cumbres se han adoptado medidas importantes en la dirección correcta, aunque no se resolvieron definitivamente la mayoría de los puntos clave. En primer lugar, se le ha pedido a los tenedores privados de bonos griegos que acepten una quita voluntaria del 50% (mucho más de lo acordado en julio) aunque aún hay dudas sobre la participación en esta operación, e incluso si la participación fuese total, sobre la solvencia de Grecia, muy condicionada a las reformas que debe adoptar el país. En segundo lugar, el FEEF se apalancará como mecanismo asegurador y será complementado por inversores externos (que posiblemente incluyan al FMI), aunque no es probable que los detalles del funcionamiento del FEEF se finalicen antes de diciembre. Por lo tanto, tendrán que pasar muchas semanas para que podamos determinar su efectividad de cara a los inversores privados, por lo que el BCE tendrá que seguir actuando como «comprador de última instancia» de deuda soberana, pese a las reticencias de los países de Europa central. En tercer lugar, se agradece la mayor presencia de reformas económicas en la agenda de algunos países (sobre todo, de Italia), así como el hecho de que la ayuda del FEEF responderá a la solicitud de los países y será condicional, lo que aumenta las probabilidades de implementación de las reformas económicas. Al mismo tiempo, la recapitalización del sector bancario se está llevando a cabo de forma ineficiente, compensando las moderadas pruebas de resistencia de los balances bancarios, que aplican precios de mercado para las carteras soberanas pero no para los denominados «activos tóxicos», con un aumento sustancial de los requisitos de capital (9% de capital core Tier1). Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que afectaría negativamente al crédito sin sanear los balances de los bancos de la zona euro. Además, aún no se ha establecido un mecanismo para la provisión de liquidez a largo plazo, pese a que resulta extremadamente importante para que los bancos se puedan financiar. Por último, se ha avanzado en la gobernanza europea pero no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

Como hemos mencionado en otras ocasiones, las soluciones parciales simplemente ayudarán a prevenir una escalada de las tensiones financieras, pero estas seguirán elevadas, lo que aumenta los riesgos bajistas para la actividad económica en la zona del euro. Los acuerdos siguen sin aclarar si existe la estructura necesaria para prevenir contagios y un posible acontecimiento sistémico derivado de la reestructuración de la deuda griega: un FEEF suficiente que cuente con el BCE como comprador de último recurso y bancos saneados y recapitalizados con acceso a financiación. Sin estas medidas, los mercados seguirán contando con una mayor fatiga ante las reformas en Grecia y ante nuevos rescates en los países centrales de Europa, lo que aumenta la probabilidad de un escenario de riesgo con contracción del crédito y recesión en Europa que tendría consecuencias en todo el mundo.¹

¹ Véase el Recuadro 1, «Los canales de contagio mundial en caso de un impago desordenado en Europa», del Situación Global del 3T 2011 para un resumen de los canales de contagio y el impacto mundial de un impago desordenado en Europa.

Pese a un mayor crecimiento en el tercer trimestre, continúan la debilidad estructural de EE. UU. y el bloqueo político

El aspecto positivo es que parece que el crecimiento estadounidense se ha acelerado en el tercer trimestre, al menos según las estimaciones preliminares. Aunque este dato no debería llevar a la euforia (el crecimiento en los dos primeros trimestres fue muy bajo y la brecha de producción sigue siendo muy grande) parece haber aplacado el nerviosismo del mercado sobre la posibilidad de una nueva recesión. No obstante, se mantiene la debilidad estructural de la economía estadounidense ya que el nivel de confianza de consumidores y empresas sigue bajo y el mercado inmobiliario podría sufrir más ajustes, lo que se traduce en una menor resistencia ante un posible shock procedente de Europa. Además, el bloqueo político podría impedir que se alcance un «gran acuerdo» para (i) prevenir una contracción fiscal no deseada a corto plazo y (ii) promover reformas para una consolidación fiscal creíble a largo plazo.

Las economías emergentes continúan hacia un aterrizaje suave pero se enfrentan a mayores dificultades externas

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza, apoyadas por la resistencia de la demanda interna. Los precios de las materias primas en Latinoamérica y el crecimiento de las exportaciones asiáticas siguen altos, pese a las fuertes correcciones, lo que también apoya las sólidas perspectivas de crecimiento, encaminado hacia un aterrizaje suave que sería bien recibido en algunos países. Para ambas regiones, las turbulencias en Europa y EE.UU. se traducen en fuertes dificultades en los mercados financieros, reflejadas en el aumento de la volatilidad del mercado, la depreciación de los tipos de cambio y una reducción de las entradas de flujos de capital. Sin embargo, muchos países aún cuentan con un considerable colchón (finanzas públicas más sólidas y mejor gestión macroeconómica que en el pasado) y se encuentran en una buena situación para introducir políticas de estímulo que contrarresten una demanda externa debilitada. En general, un entorno exterior más negativo ha cambiado el foco en los países emergentes del sobrecalentamiento a los riesgos a la baja y, cada vez más, a la posible necesidad de políticas de apoyo.

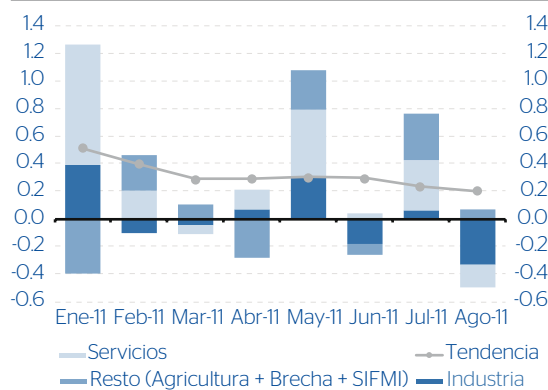
3. México, revisión a la baja del crecimiento en 2011 y 2012

Una desaceleración que viene de fuera ...

Después de un difícil verano en el que las dudas sobre la recuperación en EEUU se mantuvieron y el panorama relacionado con Europa ha empeorado, la actividad económica en México mantiene variaciones positivas pero con tendencia de moderación. Así, el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) ha promediado un discreto avance de 0.17% en los dos meses conocidos del tercer trimestre del año, mientras que el promedio mensual de crecimiento en el trimestre anterior fue de 0.27%. Pese a que la desaceleración es modesta, su composición esconde comportamientos distintos. La industria pasa de crecer en promedio 0.2% mensual en el año a caer el 1.1% en agosto, la tasa más baja desde mayo de 2009, con la producción manufacturera en caída aun más pronunciada, de (-)1.5% respecto al trimestre anterior. Con ello, la perspectiva de un segundo semestre del año con crecimientos mayores que el primero difícilmente se materializará, aunque cabe decir que no por factores domésticos sino más bien relacionados con el ciclo externo. Hasta ahora, las exportaciones manufactureras han resentido algún impacto de la moderación en demanda (promedio mensual del 3T: -0.6%, 1% anterior). Nuestro indicador "en tiempo real" que mide el pulso de la actividad económica apunta a que el crecimiento del PIB en el 3T11 estará en torno al 1%, con lo que se mantendría el ritmo de crecimiento del trimestre previo. Este crecimiento moderado de la actividad a pesar del comportamiento de la industria hasta agosto es consistente con una perspectiva de mejora en septiembre, como señalan algunos indicadores parciales (producción automotriz) y un tono positivo de las actividades de servicios.

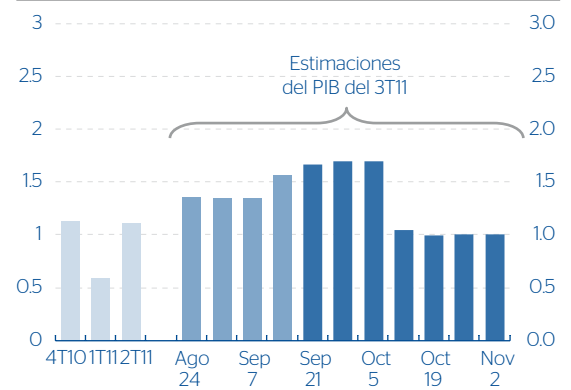
En lo que se refiere al cuarto trimestre, aun no se cuenta con datos de producción, gasto o empleo, sino que únicamente se tienen datos de confianza del mes de octubre, que comienzan a reflejar alguna preocupación por parte de consumidores y del sector manufacturero sobre el estado de la economía en los próximos meses. Con ello el último trimestre podría ser el menor en términos de expansión de la actividad económica en 2011. De concretarse el menor impulso de las exportaciones no petroleras así como la moderación en algunos sectores de la demanda interna, estimamos que el crecimiento se acerque al 0.5% trimestral, con lo que 2011 promediaría una expansión del orden de 3.8%.

Gráfica 7
IGAE (Var % m/m y contribuciones)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 8
Indicador BBVA-Research MICA en tiempo real sobre la actividad en el 3T11



Fuente: BBVA Research

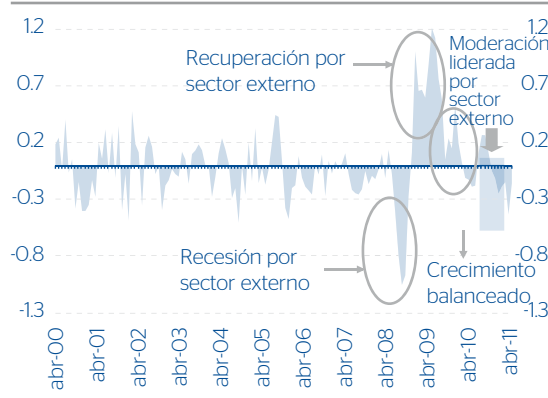
Y es que el entorno externo ha empeorado desde la publicación de nuestras previsiones anteriores, EEUU preveía una expansión para este año del 2.1% que fue revisado hasta el 1.6% actual. El desapalancamiento en marcha en los hogares de aquel país y el débil mercado laboral limitan la recuperación. La debilidad cíclica se refleja en menores cifras de expansión de producción industrial, particularmente en el mes de agosto (aunque sin llegar a las caídas de abril pasado por los efectos adversos en la cadena productiva por el “tsunami” en Japón). Para el mes de septiembre sin embargo, parte de la moderación en producción de agosto parece haberse revertido e indicadores como la propia industria o las ventas minoristas, particularmente impulsadas por la venta de vehículos han tendido a repuntar (0.19% y 3.7% m/m, respectivamente). Con todo, cifras preliminares de PIB estadounidense apuntan a que este habría crecido en torno a 0.6% t/t, por arriba incluso de los primeros dos trimestres del año. Sin embargo las incertidumbres siguen latentes, ligadas a riesgos a la baja en el mercado inmobiliario o por la posible falta de acuerdo en el necesario proceso de consolidación fiscal.

Los indicadores más oportunos de situación cíclica para la última parte del año, como confianzas del productor o el libro beige de la Fed, apuntan a una desaceleración por venir en el sector manufacturero. Por su parte, las tensiones financieras relacionadas con la crisis europea están ya próximos a los niveles del episodio Lehman Brothers de finales de 2008. Si bien es difícil cuantificar el costo en términos de actividad económica que podría provocar el shock en mercados financieros proveniente de Europa, algunos ejercicios¹ apuntan a que este shock tendría un impacto de entre 0.1 y 1.3 pts de menor crecimiento en 2012 en EEUU, dependiendo si el choque tiene carácter temporal o tiende a ser más permanente. Con estos elementos y en tanto no se encuentra una solución definitiva a la crisis de la deuda soberana en Europa que reduzca la prima de riesgo global, se prevé que la economía estadounidense crezca sólo ligeramente por encima del 2%.

Las tensiones financieras globales pueden suponer también un impacto negativo sobre la actividad y el gasto en México. La elevada aversión global al riesgo, originada en economías de la periferia del área del euro, se traslada inmediatamente a los activos de riesgo como los de las economías emergentes como la mexicana, como reflejan indicadores de solvencia como el CDS, llevando a un deterioro de las condiciones de financiamiento. Tal fue el caso en el episodio de crisis desatado por la quiebra de Lehman Brothers, donde el CDS mexicano pasó de 144 puntos en promedio en septiembre de 2008 hasta un promedio de 414.9 puntos en la segunda quincena de octubre. Se puede estimar el impacto del deterioro del entorno financiero global en la actividad local a través del modelo MICA BBVA Research, que proporciona previsiones del crecimiento del PIB a partir de la combinación de

Gráfica 9

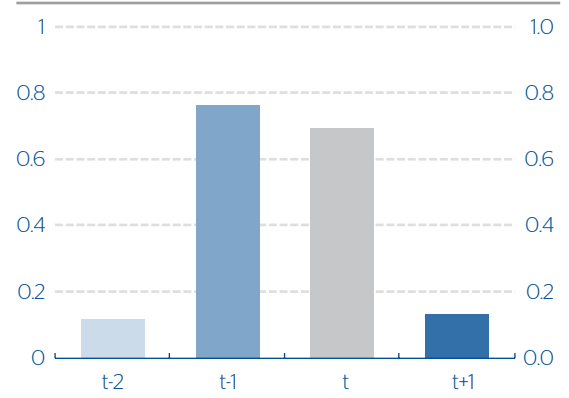
Balance de impulsos cíclicos sobre la economía mexicana. Interno vs Externo* (Diff en var m/m s. externo-interno)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 10

Contribución de la Demanda Pública al crecimiento, t = año electoral (2000, 2006)



Fuente: BBVA Research

¹ Observatorio Económico: Tensiones Financieras y Actividad Económica en EEUU y la Zona Euro, Rodrigo Falbo (2011), disponible en la Web. Se relaciona el Índice de Tensiones Financieras (ITF) con el crecimiento de EEUU y Europa. En el ITF se sigue la metodología de componentes principales para combinar variables financieras como riesgo soberano, volatilidad de bolsas, riesgo de crédito, volatilidad de tasas de interés, volatilidad de divisas, etc.

distintos indicadores de actividad, gasto, expectativas y financieros, en concreto el CDS spread, Así, se calcula que a igualdad de todo lo demás, las perspectivas de crecimiento del PIB se reducen entre 0.8 y 1.0 pp por cada 100 puntos básicos de aumento sostenido del CDS spread mexicano.

... y que se frena por el impulso temporal de consumo e inversión pública

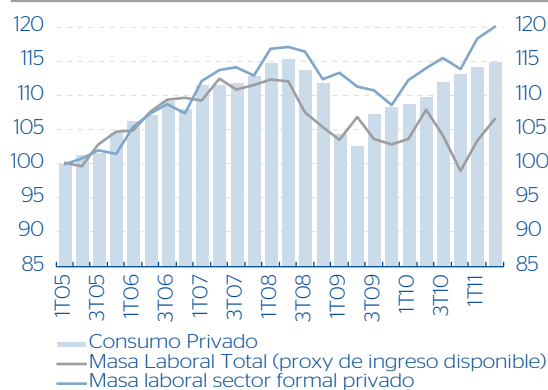
Los componentes más domésticos de la demanda continuarán siendo un soporte al crecimiento, mientras que la demanda externa tendrá la mayor afectación relativa respecto a lo estimado previamente. Además, la demanda proveniente del sector público contribuirá temporalmente a apuntalar el crecimiento de 2012 gracias al impulso típico del final de sexenio presidencial.

En lo que se refiere a la demanda privada, cabe recordar que hasta ahora, la estabilidad en el ritmo de creación de empleos en el sector formal (0.3% en promedio en el 2T y 3T del año) así como la incipiente mejora en el crecimiento del salario real (0.7% en promedio en los datos conocidos del 3T, 1% en el 2T), han contribuido decisivamente a mantener el ritmo de consumo privado. Sin embargo, la mejora en el ingreso disponible en el resto de la fuerza laboral sigue siendo un reto pendiente, vinculado también a la mejora de la distribución del ingreso ya que son estos factores clave en la sostenibilidad del crecimiento del consumo en el largo plazo. En este ámbito del mercado laboral, algunos de los indicadores que siguen siendo preocupantes son: i) la proporción de trabajadores en condición de informalidad de la fuerza laboral: en torno a 29% (proporción en 2011 incluso mayor que en 2009); ii) la tasa de desocupación, que ronda el 5.3% de la PEA, muy por arriba de los niveles previos a la crisis; iii) más relevante: el porcentaje de subocupados (empleados dispuestos a trabajar más horas pero que no lo pueden hacer por falta de demanda de empleo) es del orden de 8% de la PEA. Todos estos factores han contribuido a explicar por qué la masa laboral (Proxy del ingreso disponible) para el conjunto de la fuerza de trabajo se ubique todavía hoy por debajo de los niveles previos a la crisis de 2008-2009.

Relacionado con lo anterior, el crédito vigente de la banca comercial a los hogares crece a tasas del 15 % a/a en el 3T, lo que sin duda supone un elemento positivo que continuará contribuyendo a que las decisiones de gasto de las familias se vean menos afectadas por las oscilaciones del ciclo. Esta es una novedad en el comportamiento de la economía mexicana: el anclaje de las perspectivas de inflación, unas cuentas fiscales saneadas y una regulación del sistema financiero de primer orden, han permitido que la banca haya mantenido su capacidad de concesión de crédito a la demanda solvente a pesar de la recesión. Sin embargo, la penetración del crédito bancario a los hogares, el 3.4 % del PIB es todavía baja, una parte relevante de los hogares siguen sin tener acceso al canal bancario.

Gráfica 11

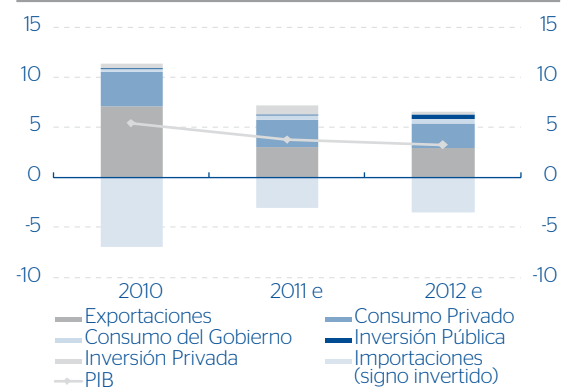
Consumo Privado y masa laboral (1T05=100)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 12

PIB México: Var % a/a y contribuciones



Fuente: BBVA Research e INEGI

El otro componente de la demanda privada, la inversión ha mostrado hasta ahora crecimiento estable aunque lento, tanto en su componente de maquinaria y equipo como (especialmente) en la industria de la construcción. El indicador de importación de bienes de capital, apunta a que la moderación en este componente se habrá agudizado en el 3T11 (las importaciones de bienes de capital cayeron en promedio -2.1% en el 3T11, frente al crecimiento de 2.1% en el trimestre previo). Cabe destacar que a pesar de los datos de inversión mencionados, con base en la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio que levanta Banxico, el porcentaje de empresas que consideran que las condiciones de acceso y el costo del mercado de crédito bancario no son una limitante para la operación de su empresa, está en niveles históricamente elevados: a inicios de 2009 sólo 32% de los participantes consideraban que no era limitante mientras que ahora ese porcentaje es de 51% de los encuestados, señal en el sentido de que la disponibilidad de oferta de financiamiento continúa.

Entre los factores que contribuirán a mitigar la moderación en la actividad, están en primer lugar, la contribución de la demanda pública. Consideramos que en los siguientes trimestres y particularmente en el segundo semestre de 2011 y primero de 2012, la contribución de los componentes públicos de la demanda será positiva y apuntalará al crecimiento en dichos periodos, contribuyendo a frenar la desaceleración del PIB. En caso de repetirse la tendencia de periodos electorales previos, la contribución de los componentes públicos consumo y gasto del gobierno será relevante.

Un segundo factor que mitigará la moderación será la mejora en competitividad de la industria nacional. Así, hasta el segundo trimestre del año y en comparación a la participación del mercado en el año de la crisis de 2009, México es, entre los principales exportadores de productos manufacturados a EEUU, el que ha tenido una mejora más intensa: 0.7pts desde 11.4% de las importaciones manufactureras de aquel país hasta el 12.1% en el 2T11.

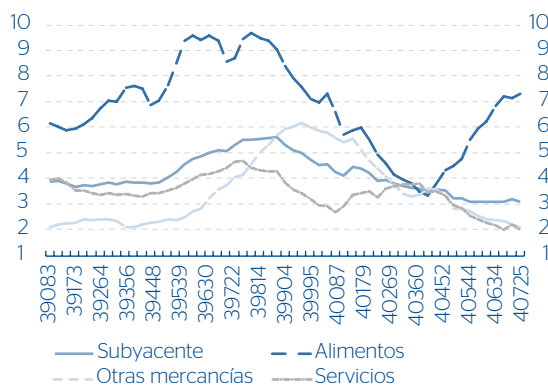
4. Anclas domésticas frente a la volatilidad

Inflación: sin presiones al alza y con un balance de riesgos equilibrado

Durante el 3T11 la inflación registró una tasa anual promedio de 3.4% anual, un ligero repunte respecto al 2T11 cuando fue del 3.3%, en todo caso acotada y cerca del objetivo de estabilidad de precios del banco central. Este buen desempeño inflacionario se debió principalmente a que la inflación subyacente se mantuvo estable respecto al 2T11 (3.18% a/a vs. 3.16% a/a) gracias a la ausencia de presiones de demanda, el aumento más lento en los precios de alimentos procesados, y, al tipo de cambio que durante buena parte del periodo estuvo por debajo de los \$12.00 ppd. Por su parte las presiones en la inflación no subyacente se dieron puntualmente en los precios en los productos pecuarios, que al igual que los alimentos procesados se vieron afectados por los altos precios de los granos. La volatilidad del entorno global desde agosto provocó la depreciación del tipo de cambio y la caída en los precios de diversas materias primas como el trigo, el maíz y el petróleo, factores que finalmente han tenido un impacto limitado en la inflación dado el entorno vigente de demanda y la estructura de los mercados domésticos de materias primas.

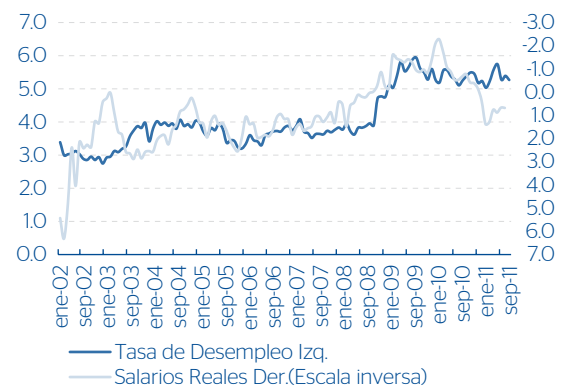
Los determinantes fundamentales de la inflación son¹ los costos que enfrentan los productores (que aproximamos con salarios y los costos de transporte) y, en menor medida, el tipo de cambio, las expectativas de inflación de los agentes y los precios de materias primas. Esto queda patente en el desempeño que han tenido los componentes de la inflación subyacente este año, pues los precios de los alimentos, determinados en gran medida por los precios de granos como el maíz y el trigo han aumentado constantemente, mientras el resto de los componentes (otras mercancías y el conjunto de los servicios) han mostrado una clara tendencia a la baja, producto de la holgura que se observa en la economía, y que se manifiesta a través de la históricamente alta tasa de desempleo y unos salarios con crecimiento muy moderado.

Gráfica 13
Inflación subyacente y componentes
(Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI

Gráfica 14
Cambio del Salario real y tasa de desempleo
(Var. % a/a y % de la PEA respectivamente)



Fuente: BBVA Research con datos de STPS e INEGI

Creemos que la inflación subyacente se mantendrá en lo que resta de 2011 y en 2012 oscilando en el rango entre 3.0% y 3.2% en un entorno sin presiones de demanda y con los precios de los alimentos procesados incorporando los menores aumentos de los precios de los granos. Este escenario aplica al menos en parte al resto las mercancías, aunque hay que señalar su mayor exposición al tipo de cambio. En todo caso, en un contexto en el que el consumo crece moderadamente, la capacidad de traspaso de costos por parte de los productores es limitada, pues de extralimitarse al aumentar los

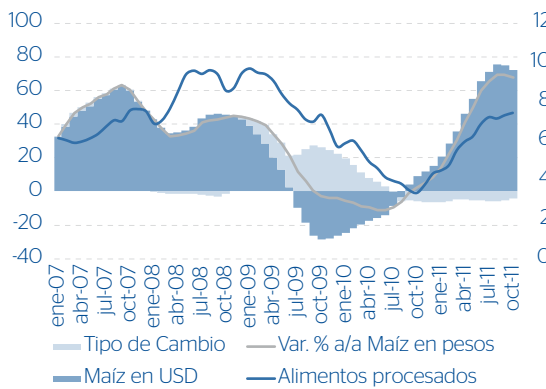
¹ Ver Observatorio Económico titulado "Inflación, al ritmo de la holgura de factores productivos". Disponible en: http://www.bbvaeresearch.com/KETD/fbin/mult/110801_InflacionMexico_71_tcm346-265004.pdf?ts=382011
Y Situación México Tercer Trimestre 2011 Disponible en: http://www.bbvaeresearch.com/KETD/fbin/mult/1108_SituacionMexico_3T11_tcm346-265671.pdf?ts=1112011

precios pueden perder cuota de mercado. Por el lado de los servicios su exposición a los precios de las materias primas y el tipo de cambio es mucho menor excepto en casos específicos como el de transportación aérea. Sin embargo al tener como costo principal el uso del factor trabajo, y en un contexto de abundancia de este recurso, las presiones a su estructura de costos son menores, lo que aunado a la existencia de competencia, debilita los incentivos a aumentar precios.

En cuanto a la inflación no subyacente, su característica mayor volatilidad se debe a su dinámica multifactorial y responde fuertemente a factores transitorios (temporadas de siembra y cosecha, precios regulados de combustibles y tarifas públicas). Los precios de las frutas y verduras aumentaron apenas 2.3% a/a en el 3T11, gracias a la producción abundante, mientras que los precios de carnes y pescados han sido afectados al alza por el mayor costo de los granos, con lo que el componente alimenticio no subyacente aumentó el 4% en el 3T11, y esperamos que se mantenga estable el resto del año. El componente energético se ha comportado como se esperaba, determinado principalmente por los deslizamientos de los precios de las gasolinhas -los cuales se mantendrán en 2012-, aunque el resto de sus componentes ha mostrado algunas presiones limitadas por los altos precios de los energéticos a nivel mundial. Finalmente las tarifas fijadas por los gobiernos estatales, han mostrado un desempeño muy favorable, con crecimientos más bajos gracias al fuerte ajuste al alza a inicios del 2010 y a las mayores participaciones recibidas desde la federación. De esta manera, esperamos que al menos durante buena parte de 2012 los precios regulados sigan sin suponer una presión al alza sobre el INPC y que incluso en enero de 2012 se registre un escalón a la baja derivado de la eliminación de la tenencia vehicular, que de darse finalmente en todos los Estados de la República, contribuiría con una reducción de la inflación promedio anual de 2012 del -0.2%.

Gráfica 15

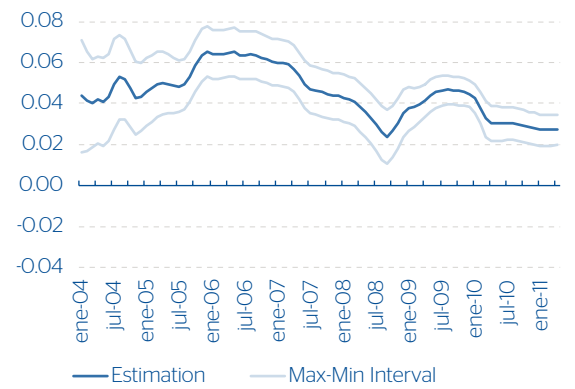
Inflación de alimentos procesados y del maíz en mercados internacionales en pesos (Var. % a/a y contribuciones)



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI Y Bloomberg

Gráfica 16

Elasticidad de la inflación al tipo de cambio (%)



Fuente: BBVA Research

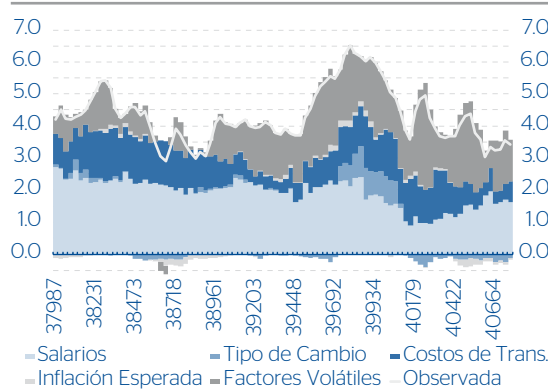
En síntesis, estimamos que la inflación continuará dentro del intervalo de variabilidad del objetivo de Banxico, por debajo del 4%. Esta perspectiva tiene riesgos al alza como puede ser una depreciación persistente del tipo de cambio, que pudiera afectar a las expectativas inflacionarias de hogares y empresas. Además, entre los factores volátiles, hay que señalar el precio del maíz si la producción mundial sufre nuevos descensos² y la posibilidad de que en un escenario en el que tanto la actividad como el precio del petróleo sean más bajos a lo establecido en el presupuesto, los gobiernos estatales se vean obligados a elevar tarifas, recortar gastos, contratar deuda ó a una combinación de estas soluciones, recordemos que cada 10% de inflación anual en el conjunto de tarifas fijadas

² El impacto de ello sería relativamente más duradero en México que en otras áreas no sólo por la importancia del producto en la cesta del INPC, sino por las afectaciones en la producción nacional de las heladas en Sinaloa a inicios de 2011 y la sequía que se observa actualmente en diversos estados.

por los gobiernos locales incide en alrededor de 0.5% a/a en la inflación general. Este escenario, poco probable en 2012 tendría una probabilidad mayor a más largo plazo. Estos riesgos al alza se compensan a la baja con unas presiones de demanda aún más bajas de lo esperado en un entorno de crecimiento positivo pero moderado, lo que ya de por sí frena la posibilidad de un traspaso de costos por depreciación del tipo de cambio.

Gráfica 17

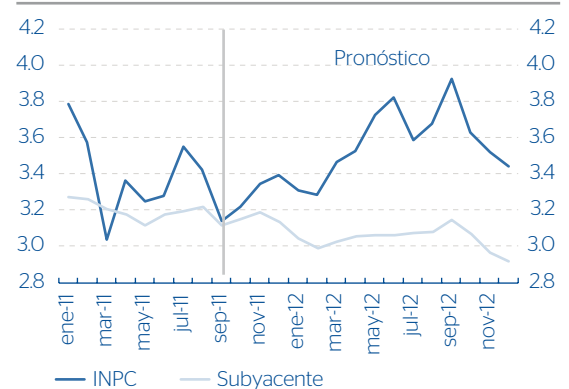
**Descomposición factorial de la inflación
(Var. % a/a y contribuciones)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 18

**Escenario de inflación 2011-2012
(Var. % a/a)**



Fuente: BBVA Research

Recorte de la tasa de política monetaria si el tipo de cambio lo permite

La tasa de política monetaria se ha mantenido en 4.5% desde julio de 2009. Sin embargo, el Banco de México ha abierto la puerta a una reducción del FONDEO. Los factores que influyen en el posible cambio de postura de política monetaria son: i) la inflación se encuentra cerca de su nivel objetivo de 3%. En la primera quincena de octubre la inflación anual se situó en 3.24%, y el componente subyacente, más estable y ligado al comportamiento cíclico de la economía, en 3.22%. ii) la reducción en el dinamismo de la actividad económica aunada a la holgura que prevalece en ciertos mercados de la economía permiten anticipar una ausencia de presiones de demanda sobre los precios. iii) como resultado de la baja inflación, la tasa real de política monetaria se ha elevado, alcanzando un nivel de 1.3%, valor superior al promedio observado durante 2010, así como al observado entre enero y septiembre de 2011, de 0.3% y 1.1%, respectivamente. Lo que indica que esta variable está contribuyendo a que las condiciones monetarias de la economía se vuelvan más restrictivas. iv) finalmente, el entorno en el que se desenvuelve la economía mexicana es de un crecimiento muy moderado en EEUU y con relevantes riesgos a la baja derivados de las incertidumbres sobre la resolución de la crisis de solvencia de la deuda europea.

En respuesta a lo anterior, la comunicación de Banxico se ha tornado más acomodaticia. El comunicado de agosto dejó ver la posibilidad de una reducción de la tasa de fondeo basado en el argumento de un endurecimiento innecesario de las condiciones monetarias. Sin embargo, las minutas dejan ver que al interior de la junta se mantuvo una discusión sobre los costos y beneficios de enviar una señal de un posible recorte de tasa aún cuando la inflación y sus expectativas no se han mantenido en el 3% por un periodo prolongado. Si bien este comunicado cambió de forma importante el tono previo del banco central, sólo uno de cada cinco analistas consideró un recorte en la tasa de fondeo para el mes de octubre.

La depreciación del tipo de cambio y el incremento de su volatilidad a partir de mediados de septiembre redujeron las expectativas del mercado de un recorte en la tasa de fondeo. No obstante, en el comunicado de Octubre Banxico menciona claramente que las perspectivas del crecimiento mundial y sus efectos sobre la economía mexicana podrían hacer conveniente un relajamiento de la política monetaria, lo cual generó que más de la mitad de los analistas considere una reducción de

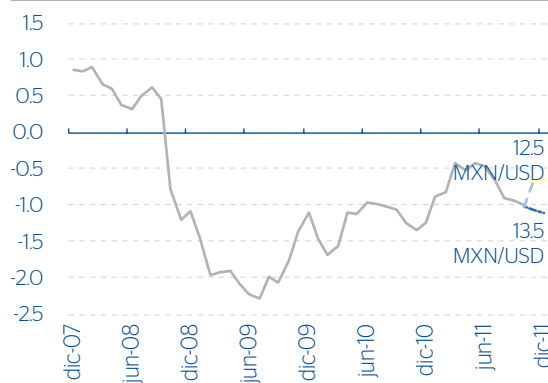
fondeo en los próximos meses. Si bien el último comunicado, del 14 de Octubre, tiene un tono aun más acomodaticio que el de agosto, la minuta de la reunión deja ver que los miembros coinciden en que si la debilidad de la economía mundial y de la doméstica se profundiza podría ser recomendable un relajamiento. Sin embargo, también indican que en un escenario de depreciación cambiaria una postura más restrictiva podría ser recomendable dada la posibilidad de un impacto al alza sobre la inflación y sus perspectivas.

Tipo de cambio y crecimiento: variables clave para la postura monetaria ante el entorno de incertidumbre actual

A la luz de los recientes acontecimientos la perspectiva de BBVA Research es de un recorte en la tasa en la reunión de diciembre de 25 puntos base, con una reducción adicional hasta llegar al 4% en la primera parte de 2012. No obstante, mantenemos un sesgo a que la tasa siga en el 4.5% si el tipo de cambio del peso muestra un nivel y volatilidad similares o mayores a los observados en las últimas semanas de septiembre o el entorno de crecimiento sorprende al alza deteniendo o incluso revertiendo sus señales de deterioro. En cuanto al tipo de cambio, la depreciación iniciada en agosto ha relajado las condiciones monetarias de la economía. Incluso de mantenerse niveles cercanos a los 13.5 pesos por dólar estas podrían relajarse aún más alcanzando en Diciembre de 2011 niveles de principios del año, compensando el efecto de la caída de la inflación. En todo caso, dadas las expectativas y riesgos del entorno de crecimiento en los países desarrollados, con impactos directos en la economía doméstica, y desde un enfoque preventivo a la hora de implementar la política monetaria, lo más probable es una próxima bajada del fondeo.

Gráfica 19

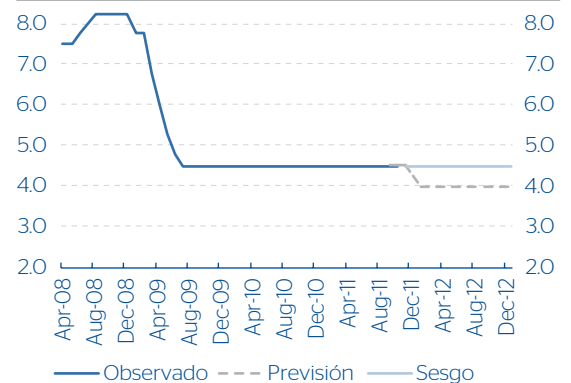
Índice de condiciones monetarias, niveles alternativos de acuerdo a distintos niveles de tipo de cambio



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

Gráfica 20

Previsión de la tasa de política monetaria



Fuentes: BBVA Research

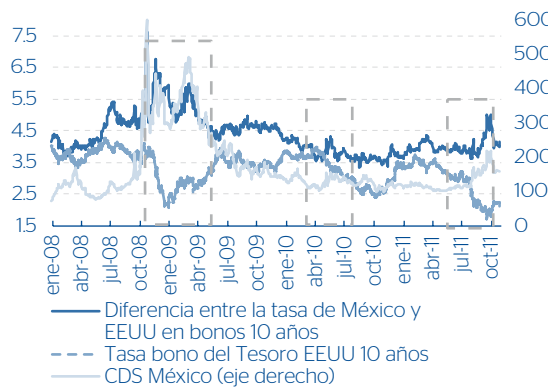
La percepción de riesgo global se traslada a los mercados locales de renta fija y tipo de cambio alejándolos de sus fundamentales domésticos

Recientemente, los episodios de aversión al riesgo resultado de acontecimientos externos han generado volatilidad en los mercados financieros, tanto en México como en otras economías emergentes. En particular, a partir de 2008 se pueden identificar tres períodos de aversión al riesgo. El primero se ubica en septiembre de 2008 con la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, que terminó desencadenando una contracción en la economía mundial. El segundo surge en abril de 2010 luego de la petición de Grecia de activar el mecanismo de apoyo financiero de la Unión Europea y el FMI como consecuencia del alza de sus costos de financiamiento por las dudas sobre su solvencia. Por último, el tono más pesimista en cuanto a la actividad económica en EEUU de los comunicados más recientes de la FED desató la aversión al riesgo y la salida de flujos de activos de economías emergentes que

hasta ese momento, se habían diferenciado positivamente de, por ejemplo, activos de la Europa del Euro dada la creciente percepción de contagio de la insolvencia de Grecia. El contagio de las tensiones globales a la percepción del riesgo soberano de México se observa en la estrecha relación que guardan los derivados de incumplimiento crediticio (Credit Default Swaps, CDS) y el índice de volatilidad VIX (Volatility index) de las opciones sobre el índice bursátil S&P 500 durante los episodios de estrés. Asimismo, se observa que en períodos de estrés global, el aumento del CDS de México ha estado directamente relacionado con una depreciación del peso y con un incremento del diferencial de tasas entre la deuda pública mexicana y los bonos del Tesoro de EE.UU.

Gráfica 21

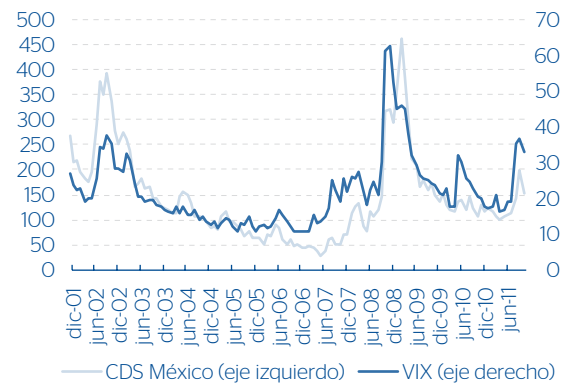
Tasa de interés del M10 y de los bonos del Tesoro de EE.UU. y CDS



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg.

Gráfica 22

VIX(%) y CDS de México (pb)



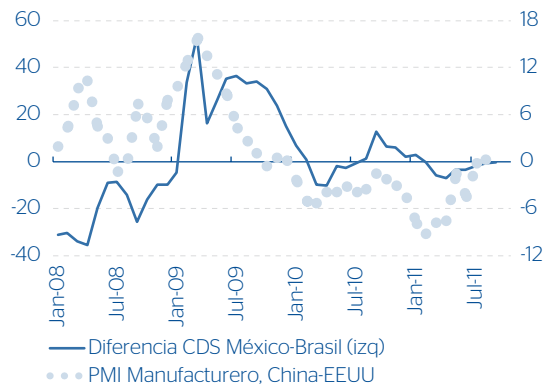
Fuentes: BBVA Research y Bloomberg.

El tipo de cambio y el CDS: anclados por fundamentales y expuestos al impacto de la incertidumbre global

El CDS de México se ve afectado por eventos que en principio pueden parecer muy alejados de la economía Mexicana, pero los fundamentales domésticos como las crecientes reservas internacionales o los bajos niveles de deuda pública, fruto de la combinación de decisiones autónomas y de un ciclo económico favorable son factores muy relevantes para explicar su nivel y

Gráfica 23

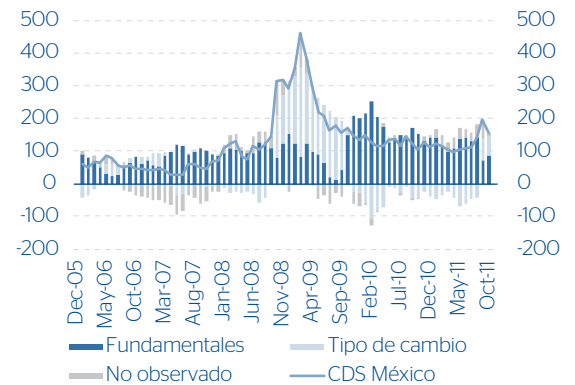
Diferencia entre México y Brasil en CDS y actividad manufacturera



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 24

Descomposición del spread del CDS mexicano



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg.

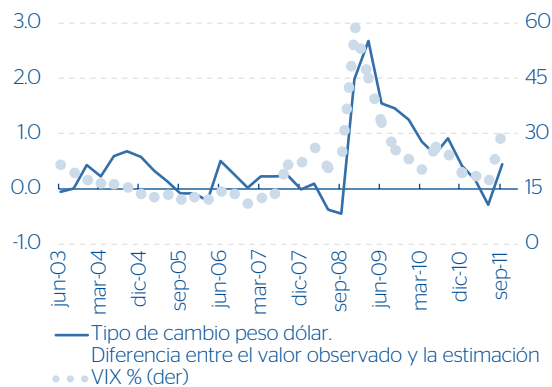
evolución.³ En este sentido, el CDS es capaz de recoger más o menos apropiadamente la exposición diferencial a los riesgos globales. Como se observa en el gráfico adjunto, la percepción relativa de riesgo de México y de Brasil es consistente con la evolución relativa de los riesgos cíclicos que enfrentan ambas economías, el de EEUU para México y el asiático para Brasil.

Algo equiparable ocurre con el tipo de cambio, que en el mediano plazo ha de ser consistente con el compromiso a lo largo del tiempo con políticas de estabilidad fiscal y monetaria, pero también recoge el impacto del ciclo económico y de la incertidumbre global. En el largo plazo, niveles estables de deuda y reservas, así como un crecimiento positivo y una inflación moderada han de anclar la evolución del CDS y del tipo de cambio locales.

En el caso del tipo de cambio del peso frente al dólar, entre sus variables fundamentales destacan la productividad y los precios de la economía mexicana en relación a los de EEUU, así como la deuda gubernamental en moneda extranjera en porcentaje del PIB. De manera similar al CDS, el riesgo global tiene efectos relevantes sobre el tipo de cambio en el corto plazo, lo cual genera que las previsiones de esta variable subestimen en la actualidad los niveles observados. En particular, se observa que la diferencia entre el nivel observado del tipo de cambio y su nivel pronosticado tiene un comportamiento similar a una variable que captura el riesgo global como es el VIX del S&P 500, variable a la que el comportamiento de la economía mexicana no debería impactar. De esta forma, en el entorno actual caracterizado por la incertidumbre en torno a acuerdos para solucionar la crisis de deuda soberana en Europa y por bajas expectativas de crecimiento en la economía norteamericana, se puede esperar un tipo de cambio volátil que fluctúe de acuerdo con los acontecimientos y datos económicos diarios. No obstante, en la medida en que la incertidumbre global se reduzca, los fundamentales del peso anclarán su nivel en un intervalo entre 12.0 y 12.5 pesos por dólar en un escenario de crecimiento económico positivo, de inflación en línea con el objetivo de estabilidad de precios y con una deuda externa gubernamental que se mantenga estable en porcentaje del PIB.⁴

Gráfica 25

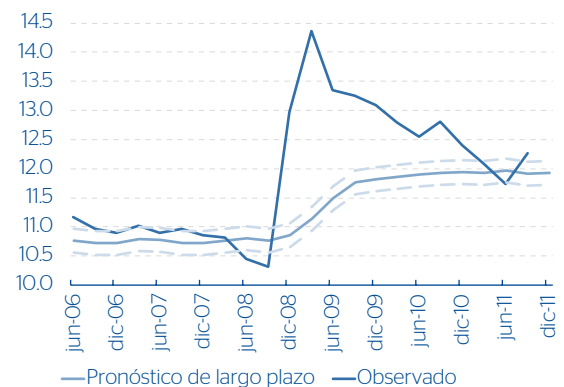
Movimientos no esperados en el tipo de cambio y riesgo global



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 26

Nivel de equilibrio de largo plazo del tipo de cambio (ppd)



Fuentes: BBVA Research

La percepción de riesgo global altera la formación de las tasas de la deuda gubernamental

Ante el aumento en las primas de riesgo global en el mes de septiembre los rendimientos de los bonos gubernamentales en México aumentaron y se elevó la pendiente de la curva; a la vez que los rendimientos de los bonos estadounidenses se redujeron.

³ Para más detalles vea el Observatorio Económico: "Los fundamentales económicos anclan el nivel del CDS de México en un entorno global incierto". Documento disponible en: http://www.bbva.com/bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/110627_ObsEcoMexico_21_eng_tcm348-261237.pdf?ts=13102011

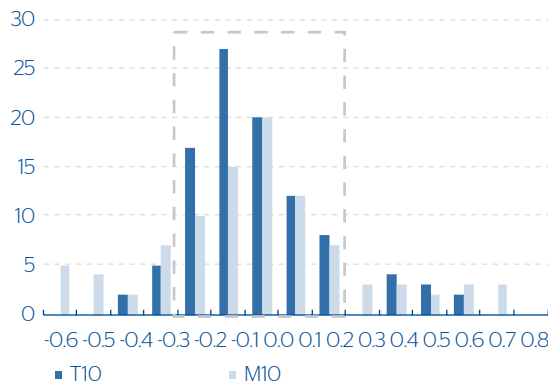
⁴ Un análisis más amplio y detallado sobre los determinantes del tipo de cambio, sus variables fundamentales y su nivel de largo plazo puede ser consultado en el Observatorio Económico "Determinantes y nivel fundamental del tipo de cambio", de próxima publicación en <http://www.bbva.com/bbvaresearch.com>

En general, los rendimientos de la deuda pública mexicana en pesos y de la estadounidense en dólares tienen un comportamiento similar, lo cual es coherente con la estrecha relación económica entre ambos países. Su ciclo económico común conlleva que, históricamente, las variaciones de las tasas de interés de la deuda pública mexicana hayan mantenido una fuerte relación positiva con las de la deuda de EE.UU. Sin embargo, cuando la percepción de riesgo global aumenta, esta relación se debilita, e incluso se torna negativa.⁵ Esto ocurre no solamente debido al incremento del riesgo soberano de México, sino también porque los bonos estadounidenses actúan como activos refugio. Bajo este régimen de comportamiento, que se puede denominar de riesgo, el rendimiento de los bonos de EEUU se vuelve menos relevante para explicar la evolución de la tasa de la deuda pública mexicana, mientras que el tipo de cambio y el CDS ganan importancia. De tal forma que se puede considerar que existen diferentes regímenes de comportamiento de los rendimientos de la deuda mexicana y de EEUU en función de cambios en la percepción de riesgo.

En períodos de baja percepción de riesgo, o lo que se puede considerar un régimen normal, en los activos de mercados emergentes, la variación mensual de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU y de sus homólogos mexicanos tienen una distribución normal muy similar en ambos casos. Cuando la percepción de riesgo se vuelve relevante, o lo que llamamos régimen de riesgo, incrementando el nivel del CDS de México, las variaciones de las tasas de la deuda pública estadounidense y mexicana alteran sus distribuciones. En particular, la variación de la tasa de rendimiento de los bonos estadounidenses se concentra más en valores negativos, en tanto que las fluctuaciones de la tasa de la deuda mexicana se concentran más en valores positivos y más extremos.⁶

Gráfica 27

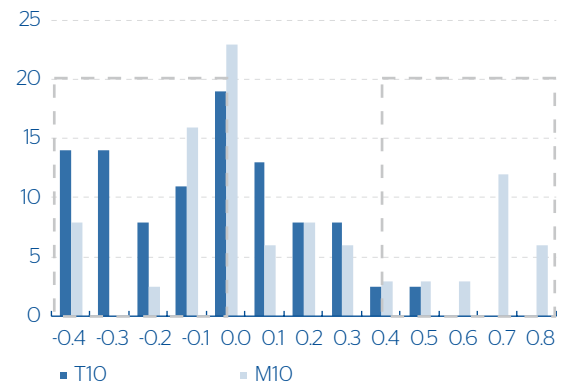
Distribución de la variación mensual de la tasa del M10 y de los bonos del Tesoro de EEUU (T10) en ausencia de un incremento del riesgo soberano (%)



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg. Período: diciembre de 2001 a octubre de 2011. Datos mensuales.

Gráfica 28

Distribución de la variación mensual de la tasa del M10 y de los bonos del Tesoro de EEUU (T10) al incrementarse los CDS mexicanos (%)



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg. Período: diciembre de 2001 a octubre de 2011. Datos mensuales.

Así, por ejemplo, un aumento en la percepción de riesgo que coloque el CDS en niveles cercanos a 300 pb⁷ y lleve al tipo de cambio del peso respecto al dólar a niveles cercanos a 14 MXN/USD podría suponer un aumento en la tasa del bono gubernamental a 10 años (M10) de hasta 130 pb sobre el escenario previo. No obstante, una vez que los mercados perciban el compromiso con niveles de deuda y déficit público anclados a sus objetivos y la salvaguarda que proporcionan los niveles de reservas internacionales, entonces se debería moderar el aumento de las tasas largas hasta volver a niveles consistentes con una percepción de solvencia que el entorno global de riesgo no logra reducir.

⁵ El incremento de la percepción de riesgo en México podría ser el resultado tanto de decisiones idiosincráticas como de la incertidumbre global.

⁶ Las conclusiones de los dos últimos párrafos se basan en el Observatorio Económico "La percepción de riesgo global altera la formación de las tasas de la deuda pública local", disponible en:

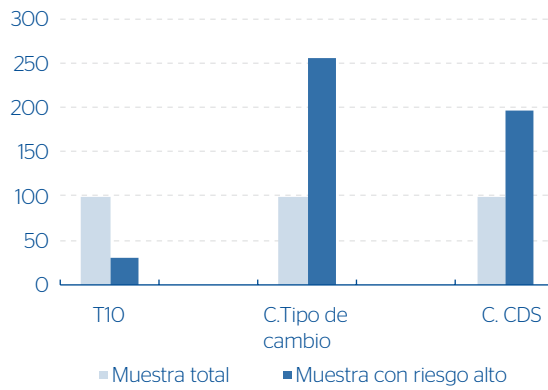
http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/111024_ObsEcoMexico_25_tcm346-273147.pdf?ts=31102011

⁷ Es decir un aumento de aproximadamente la mitad del movimiento registrado durante el evento de crisis de Lehman Brothers

Es necesario tomar en cuenta que, dado los datos históricos, un incremento mensual del CDS de México superior a los 100 pb ha ocurrido únicamente en el 7% de los meses en los que se ha dado el incremento de esta variable. Y que, en promedio, este incremento se ve acompañado por un aumento de 70 pb en la tasa del M10 debido a que el efecto sobre las tasas crece en forma exponencial en función del nivel de riesgo.⁸

Gráfica 29

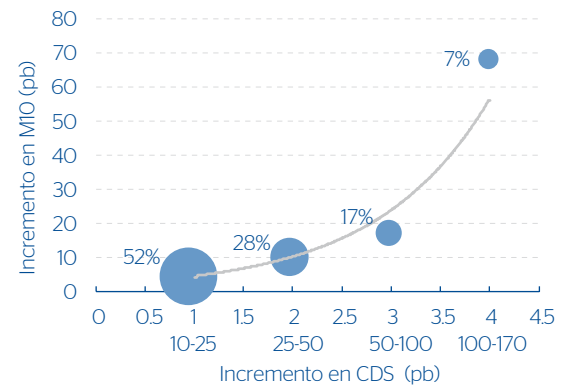
Relevancia relativa de los determinantes del M10 (coeficientes estimados utilizando el total de la muestra = 100)



Fuente: BBVA Research. C. indica el crecimiento anual. T10 indica la tasa del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años.

Gráfica 30

Incremento medio mensual de la tasa del M10 (pb) según diferentes valores de los CDS de México



Fuentes: BBVA Research y Bloomberg. Período: diciembre de 2001 a octubre de 2011. El porcentaje de veces que ha ocurrido se indica junto a los círculos.

⁸ La estimación de 130 puntos básicos es mayor que el incremento medio de 70 pb porque toma en cuenta los potenciales efectos de una depreciación de la moneda. Además la estimación se realiza empleando una muestra en la que existe un incremento de la percepción de riesgo, donde el CDS y el tipo de cambio tienen un mayor peso. Un período de incremento de percepción de riesgos se caracteriza por una reducción de la tasa de los bonos del Tesoro de EE.UU. y un incremento en el rendimiento de la deuda pública y de los CDS de México.

5. Previsiones

Cuadro 1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	-0.3	-3.5	3.0	1.6	2.3
UEM	0.3	-4.2	1.7	1.7	1.0
Alemania	0.8	-5.1	3.6	2.9	1.2
Francia	-0.2	-2.6	1.4	1.6	1.0
Italia	-1.3	-5.2	1.2	0.7	0.3
España	0.9	-3.7	-0.1	0.8	1.0
Reino Unido	-0.1	-4.9	3.4	0.9	1.3
América Latina *	5.2	-0.6	6.6	4.5	3.8
México	1.5	-6.1	5.4	3.8	3.3
EAGLES **	6.6	4.0	8.3	6.7	6.5
Turquía	0.7	-4.9	9.2	7.5	4.5
Asia-Pacífico	5.2	4.1	8.0	5.9	6.4
China	9.6	9.2	10.4	9.1	8.6
Asia (exc. China)	2.3	0.8	6.5	3.7	4.9
Mundo	2.8	-0.6	5.1	3.9	4.1

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

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

Fecha cierre de previsiones: 31 de octubre de 2011

Fuente: BBVA Research

Cuadro 2

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales, %)	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	3.8	-0.3	1.6	2.9	2.2
UEM	3.3	0.3	1.6	2.6	1.6
Alemania	2.8	0.2	1.2	2.4	1.6
Francia	3.2	0.1	1.7	2.2	1.5
Italia	3.5	0.8	1.6	2.6	1.8
España	4.1	-0.3	1.8	3.1	1.2
Reino Unido	3.6	2.2	3.3	4.5	2.8
América Latina *	8.8	6.9	7.4	10.1	9.5
México	5.1	5.3	4.2	3.5	3.5
EAGLES **	7.4	2.8	4.5	6.2	5.1
Turquía	10.4	6.3	8.6	6.5	6.0
Asia-Pacífico	5.7	0.3	2.7	4.8	3.7
China	6.0	-0.8	1.2	5.3	3.9
Asia (exc. China)	5.5	1.1	3.7	4.4	3.5
Mundo	6.1	2.2	3.5	5.0	4.0

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

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

Fecha cierre de previsiones: 31 de octubre de 2011

Fuente: BBVA Research

Servicio de Estudios Económicos
 del Grupo BBVA

Cuadro 3

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2009	2010	2011	2012	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Indicadores Macroeconómicos												
PIB (variación % real)	-3.5	3.0	1.6	2.3	2.2	3.3	3.5	3.1	2.2	1.6	1.6	1.1
Consumo personal (var. % real)	-1.9	2.0	2.2	2.0	0.9	2.1	2.2	3.0	2.8	2.2	2.2	1.6
Consumo gobierno (var. % real)	1.7	0.7	-1.8	0.3	1.2	0.7	0.6	0.1	-1.1	-2.2	-2.4	-1.7
Inversión fija bruta (var. % real)	-18.8	2.6	7.0	8.5	-5.0	4.0	4.5	7.4	7.4	5.0	7.8	7.7
Construcción ¹	-22.2	-4.3	-1.8	3.1	-6.8	4.2	-7.8	-6.3	-2.9	-6.8	1.6	1.5
Producción industrial (var. % real anual)	-11.0	5.3	4.0	3.5	1.6	6.5	6.9	6.2	5.4	3.7	3.3	3.4
Balance en cuenta corriente (% del PIB)	-2.7	-3.3	-3.2	-3.0	-3.3	-3.3	-3.3	-3.0	-3.2	-3.2	-3.4	-2.8
Inflación anual (fin de periodo)	2.7	1.5	2.2	3.1	2.3	1.1	1.1	1.5	2.7	3.6	3.9	2.2
Inflación anual (promedio de periodo)	-0.4	1.6	2.9	2.2	2.4	1.8	1.2	1.3	2.1	3.4	3.8	2.4
Balance fiscal primario ² (% del PIB)	-10.1	-8.9	-9.5	-6.9	-	-	-	-8.9				-9.5

Cuadro 4

Indicadores y Pronósticos México

	2009	2010	2011	2012	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Actividad Económica												
PIB (series desestacionalizadas)												
Variación % real anual	-6.2	5.4	3.8	3.3	5.1	7.2	5.1	4.2	4.4	3.6	3.9	3.2
Por habitante en dólares	7,572	8,680	10,158	10,502	8,344	8,634	8,605	9,137	9,580	10,194	10,450	10,408
Miles de millones de dólares	881	1,036	1,187	1,249	996	1,029	1,027	1,092	1,158	1,209	1,195	1,188
Inflación (% prom.)												
General	5.3	4.2	3.4	3.5	4.8	4.0	3.7	4.2	3.5	3.3	3.5	3.4
Subyacente	5.0	3.9	3.2	3.0	4.4	3.9	3.7	3.6	3.2	3.2	3.2	3.2
Mercados Financieros (% fdp)												
Tasas de interés												
Fondeo bancario	4.50	4.50	4.25	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25
Cetes 28 días	4.5	4.3	4.2	4.5	4.5	4.6	4.4	4.3	4.2	4.3	4.2	4.2
TIIIE 28 días	4.9	4.9	4.6	4.4	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	4.9	4.7	4.6
Bono 10 años (% prom.)	8.0	7.2	6.5	6.4	7.7	6.9	6.0	5.8	6.4	7.2	6.4	6.1
Tipo de cambio (prom.)												
Pesos por dólar (prom.)	13.5	12.6	12.3	12.4	12.8	12.6	12.8	12.4	12.0	11.7	12.3	13.0
Finanzas Públicas												
*RFSP (% del PIB)	-2.7	-3.2	-2.9	-2.8	--	--	--	-3.2	--	--	--	-2.9
Sector Externo³												
Balanza comercial (mmd)	-4.9	-3.0	-4.3	-6.4	0.3	-0.1	-2.2	-1.0	1.5	1.4	-3.8	-3.4
Cuenta corriente (mmd)	-6.4	-5.7	-11.4	-14.2	0.4	-0.7	-1.8	-3.5	-2.6	-0.2	-3.8	-4.8
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.7	-0.5	-1.0	-1.1	0.1	-0.3	-0.7	-1.3	-0.9	-0.1	-1.3	-1.6
Petróleo (mezcla mex., dpb, prom.)	70.3	77.6	90.3	85.7	71.5	69.9	69.5	77.6	93.4	102.8	93.2	90.3
Empleo												
Empleo Formal Privado (% a/a)	-3.1	3.7	4.0	2.9	1.0	3.7	4.9	5.4	4.9	4.2	3.9	3.1
Tasa de Desempleo Abierto (% de población activa)	5.4	5.4	5.4	4.9	5.3	5.6	5.2	5.5	5.2	5.5	5.4	5.3

Servicio de Estudios Económicos
 del Grupo BBVA

Cuadro 5

Indicadores y Pronósticos México

	2009	2010	2011	2012	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Demanda Agregada ⁴ (Var % anual, desestacionalizada)												
Demanda Agregada Total	-9.4	9.5	5.1	5.0	8.9	12.8	9.3	7.3	6.0	5.2	4.4	4.7
Demanda interna	-7.1	4.2	4.1	3.6	2.4	5.7	4.0	4.7	4.6	4.2	3.5	4.0
Consumo	-5.8	4.7	3.9	3.5	3.7	6.8	4.1	4.1	4.5	4.2	3.4	3.6
Privado	-7.2	5.0	4.0	3.5	4.2	7.0	4.3	4.5	5.0	4.7	3.2	3.2
Público	3.8	2.8	3.4	3.6	1.2	5.3	2.5	2.0	1.3	1.4	4.5	6.2
Inversión	-11.5	2.4	4.8	3.6	-2.5	2.0	3.5	6.9	5.1	4.4	4.1	5.4
Privado	-16.8	2.9	5.6	2.0	-4.1	2.0	6.3	7.9	15.1	6.8	-0.1	1.0
Público	7.1	1.2	2.6	8.0	2.0	2.3	-3.6	4.2	-21.1	-1.9	16.1	17.2
Demanda Externa	-13.5	26.0	9.2	8.6	24.7	34.6	27.9	16.9	14.0	8.7	6.8	7.8
Importaciones	-18.4	23.8	8.8	9.6	21.8	33.1	23.5	17.0	10.8	9.6	5.9	9.0
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)												
Primario	-2.1	3.3	1.1	3.9	-0.2	2.1	5.3	6.0	2.4	-3.7	2.7	2.9
Secundario	-7.6	6.0	3.9	3.6	6.2	7.2	6.3	4.6	4.5	4.2	3.3	3.5
Minería	-2.9	2.2	-2.1	1.1	1.5	3.0	2.8	1.5	-3.2	-2.3	-2.3	-0.3
Electricidad	2.2	2.4	7.2	3.4	0.7	2.1	3.4	3.2	8.3	7.7	6.5	6.3
Construcción	-7.3	0.0	4.0	5.4	-3.6	-1.6	0.9	4.5	4.9	3.5	3.1	4.5
Manufactura	-9.7	10.1	5.1	3.7	12.0	13.3	9.2	6.1	6.1	5.7	4.7	4.0
Terciario	-5.2	5.0	3.8	3.4	4.8	7.3	3.9	4.1	3.9	4.0	4.1	3.3
Comercio	-14.2	13.4	7.7	5.4	14.9	17.7	11.9	9.4	8.3	8.5	7.9	6.1
Transporte, correos y almacenamiento	-6.5	6.5	3.3	2.8	7.3	10.9	5.1	2.9	3.3	3.8	3.7	2.4
Información en medios masivos	0.8	5.6	4.4	5.4	5.3	4.4	6.1	6.6	7.0	6.3	2.1	2.3
Serv. financieros y de seguros	-4.4	2.7	3.3	3.8	-0.2	5.6	-2.6	8.8	1.5	2.3	5.8	3.6
Serv. inmob. y de alq. de bienes muebles e int.	-1.2	1.8	2.9	3.2	3.6	1.4	1.0	1.4	2.4	2.2	3.6	3.1
Serv. profesionales, científicos y técnicos	-4.7	-3.0	3.9	2.5	-4.0	-3.7	-2.6	-1.7	3.1	7.3	2.5	2.6
Dirección de corporativos y empresas	-7.6	1.4	4.1	4.6	-6.9	-2.0	9.2	6.3	2.5	5.6	3.8	4.6
Serv. de apoyo a los neg., serv. de remediación	-4.7	1.3	3.1	2.5	-0.6	2.0	1.0	3.0	3.5	4.5	2.0	2.5
Serv. educativos	0.5	3.0	1.1	1.0	2.2	13.5	-0.8	-1.1	0.7	1.8	1.0	1.1
Serv. de salud y de asistencia social	0.7	-1.8	1.1	1.4	1.3	-9.9	0.7	1.3	0.0	2.4	1.0	0.9
Serv. de esparcimiento, culturales y deportivos	-4.6	1.7	4.1	2.2	-1.8	2.0	2.2	4.5	5.4	6.9	1.9	2.1
Serv. de alojamiento tem. y prep. de alim. y beb.	-7.7	3.9	1.6	2.1	-0.8	11.9	2.7	2.6	0.8	2.4	1.8	1.3
Otros serv. excepto actividades del gobierno	-1.1	0.6	3.2	2.8	-0.9	-0.9	1.4	2.7	3.2	4.7	2.6	2.6
Actividades del gobierno	4.8	4.4	0.1	1.7	0.9	8.5	5.0	3.2	0.7	-4.8	2.0	2.8

1: Inversión residencial

2: Balance fiscal (% del PIB)

3: Acumulado, últimos 12 meses

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

mmd: miles de millones de dólares

dpb: dólares por barril

*RFSP: Requerimientos Financieros del Sector Público

nd: no disponible

 Nota: pronóstico aparece en **negritas**

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

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Servicio de Estudios Económicos
del Grupo BBVA

Consejo Editorial

Adolfo Albo

Julián Cubero

Jorge Sicilia

Han elaborado esta publicación

Editor

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.com

Pedro Uriz

pedro.uriz2@bbva.com

Iván Martínez

ivan.martinez2@bbva.com

Arnoldo López

arnoldo.lopez@bbva.com

Con la colaboración de: Escenarios Económicos

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbva.com

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

BBVA Research Mexico

Avda. Universidad 1200

Colonia Xoco

C.P. 03339 México D.F.

Publicaciones:

E-mail: researchmexico@bbva.bancomer.com

Estas y otras publicaciones de BBVA Research

están disponibles en inglés y en español en: www.bbvaresearch.com

Otras publicaciones:

