

Índice

159	La marcha de la economía
159	Panorama macroeconómico
159	Resumen ejecutivo
160	Mercados financieros globales: continúa el optimismo y surgen temores fiscales
162	PIB mundial: deterioro de expectativas, aunque cercanía de un punto de inflexión
162	La recesión en México: desplome de la actividad en el primer trimestre
164	Finanzas Públicas: riesgos y debilitamiento de la política contra-cíclica
167	Determinantes de la tasa de interés de largo plazo en México
171	Artículos cortos
171	Las repercusiones económicas de la influenza
172	Ahora vemos una contracción económica de 6.2% durante el 2009
174	Cuentas externas reflejan menor crecimiento y apuntalan la paridad
176	Menores presiones inflacionarias
178	La postura de Banxico debería ser congruente con un recorte de al menos 75pb el 15 de mayo
179	Se complica el panorama de las finanzas públicas
182	Menor ritmo de relajación monetaria a pesar de mayor deterioro económico
183	Baja probabilidad para un peso más apreciado frente al dólar
185	Continúa descenso en expectativas de inflación 2009
188	Notas breves
204	Indicadores de actividad productiva
205	Pronósticos

www.banamex.com

Titular de la reserva:

Banco Nacional de México, S.A.,
institución fundada en 1884.

Revista mensual elaborada y editada
por el Departamento de Estudios
Económicos.

Director: Alberto Gómez Alcalá.

Coordinación Económica:
Sergio Kurczyn Bañuelos, Sergio
Luna Martínez.

Colaboradores: Eduardo
González Nolasco, Sergio Kurczyn
Bañuelos, Sergio Luna Martínez,
María de Lourdes Rocha Juárez,
José Miguel Torres González, Arturo
Vieyra Fernández, Joel Virgen
Rojano.

Diseño: Alejandra Bautista Pérez

Distribución: Unidad de
Publicaciones, Act. Roberto Medellín
800 piso 3 Sur, Col. Sant Fe. C.p.
01210, México, D.F.

Fax: 2226-7782

E-mail: abautist@banamex.com

Impresión: Futura Gráfica
Internacional

Tiraje: 200 ejemplares en español,
100 en inglés.

Cualquier reproducción del texto es
permitida siempre que se mencione
la fuente. Registro 534-90 otorgado
por la Dirección General del Derecho
de Autor de la Secretaría de

Educación Pública el 25 de abril de
1990. Certificados expedidos por la
Comisión Calificadora de la
Secretaría de Gobernación el 11 de
noviembre de 1982, licitud de: Título
No. 1839 y Contenido No. 1092. Porte
pagado. Publicación periódica.
Registro 002 1234. Características
238421108. Autorizado por Sepomex.
ISSN 0014-3960

Visite las publicaciones,
notas e indicadores de la
División de Estudios
Económicos y Sociales en:
www.banamex.com

La marcha de la economía

PANORAMA MACROECONÓMICO¹

Resumen ejecutivo

• Los mercados bursátiles prolongaron un impresionante rally de casi tres meses. Los precios de los commodities también alcanzaron nuevos máximos del año. Indicadores de riesgo mostraron reducciones significativas. El optimismo está basado en la convicción de que la velocidad del deterioro económico ha disminuido de forma significativa o que se está comenzando a dejar atrás el fondo de la recesión.

• La contrapartida del optimismo económico fue el surgimiento de temores sobre los escenarios posteriores a la crisis: de inflación y/o de riesgos de incumplimiento fiscal. Las tasas de interés de largo plazo de las grandes zonas económicas repuntaron. No es tan claro si se debe al optimismo o a los temores aludidos. Nuestra perspectiva es que domina el efecto de normalización de las tasas de interés.

• Estimamos que el PIB del mundo bajará en el 2009 a un ritmo de -1.9% vs -1.3% que estimábamos previamente. Para EUA, lo disminuimos

también, desde -2.7% previo a -3% en el 2009. Nuestra perspectiva se deterioró aunque constatamos una mejora en las condiciones económicas globales. Consideramos que el PIB de EUA y Japón comenzará a subir en el tercer trimestre.

• En México, las cifras productivas del primer trimestre muestran que la recesión se agudizó, con un descenso a tasa anual del PIB de 8.2%; calculado con respecto a trimestre inmediatamente anterior y anualizado, cayó 21.5%. Fue su peor retroceso desde el segundo trimestre de 1995. Hubo una caída enorme de la producción industrial, sobre todo del sector manufacturero y en menor medida, de la construcción. El mercado laboral continuó su deterioro. En abril, el empleo formal disminuyó 3.6% anual, mientras que el salario real, en marzo, descendió 1.6%.

• Las cifras más recientes, de abril y mayo no han sido positivas. De hecho, hemos revisado nuestro estimado de crecimiento del PIB para el segundo trimestre a -8.7% anual desde -7.9%. Para el conjunto del año, revisamos nuestro estimado del PIB a -6.2% desde -5.2%.

• Aunque las políticas anti-cíclicas del gobierno están en marcha, han sido insuficientes para compensar la debilidad en el gasto de inversión privada. Más aún, recientemente la política fiscal optó por mandar una señal de disciplina, y bajar el gasto, a costa de debilitar el ya de por sí moderado impulso fiscal.

• Al primer cuatrimestre del año, los ingresos públicos continuaron afectados por la caída anual del precio del petróleo y la dinámica negativa de crecimiento; no obstante, la cobertura sobre el precio del petróleo y las ganancias que el banco central le traspasó al gobierno federal, permitió un avance del gasto sin que se incrementara significativamente el déficit.

• Con cifras a marzo, la deuda pública en su definición amplia llegó a 40% del PIB. Implica un aumento notable, al compararlo con diciembre del 2007, cuando se ubicó en 30% del PIB. Tal aumento se debió en cerca de la mitad efectivamente a un aumento del gasto y por tanto del déficit; el resto se explica por obligaciones que marca la nueva ley del ISSSTE, mayor depreciación cambiara y porque el PIB creció muy poco en el 2008 y cayó en el primer trimestre del 2009.

¹ Elaborado con la información disponible al 5 de junio del 2009.

Mercados financieros globales: continúa el optimismo y surgen temores fiscales

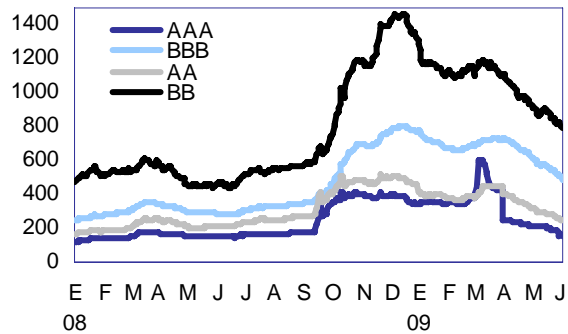
Los mercados bursátiles prolongaron un impresionante rally de casi tres meses. Los precios de los commodities también alcanzaron nuevos máximos del año. Otros indicadores como el índice de volatilidad financiera esperada en la bolsa americana (Vix), el costo de liquidez interbancaria (tasas de la Libor menos la del bono del Tesoro), y los spreads que pagan las empresas americanas al emitir deuda (respecto al que paga el gobierno americano), mostraron reducciones significativas que reflejan el mejor ánimo de los inversionistas. En algunos casos las variables citadas se acercaron a los niveles existentes antes de la profundización de la crisis financiera internacional, a mediados de septiembre, cuando quebró el banco de inversión Lehman Brothers (gráficas 1 a 3).

El optimismo citado partió de descartar la posibilidad de escenarios de riesgo más extremos, como el de uno de quiebra del sistema financiero, con un proceso deflacionario que conduciría a quiebras masivas de empresas y que hacía evocar con fuerza la época de la gran depresión; más recientemente, se ha aunado la convicción de que, ya sea que la velocidad del

deterioro económico ha disminuido de forma significativa o que, de forma más excepcional, en algunas economías y/o ciertos sectores, están dejando atrás el fondo de la recesión.

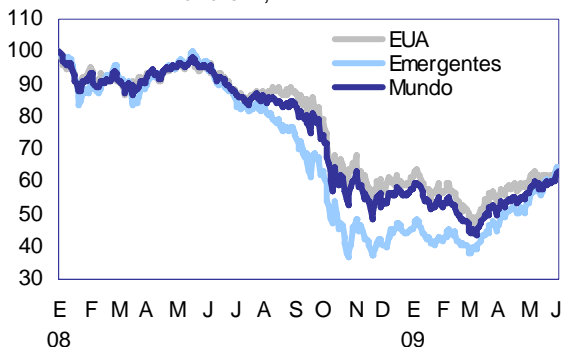
La contrapartida del optimismo económico en los mercados fue el surgimiento de temores sobre los escenarios de salida de la crisis: dado lo expansivo

GRÁFICA 2 EUA: SPREADS CORPORATIVOS
Puntos base



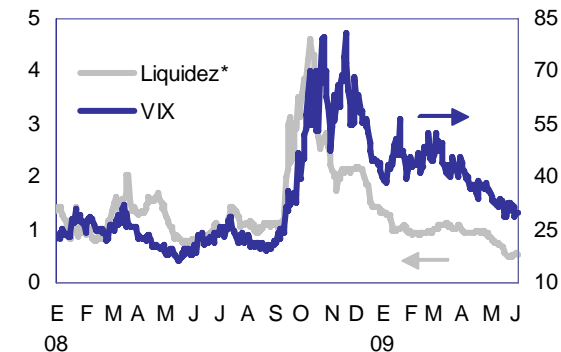
FUENTE: BLOOMBERG.

GRÁFICA 1 BOLSAS
Índice enero 1, 2008=100



FUENTE: BLOOMBERG.

GRÁFICA 3 EUA: VOLATILIDAD Y COSTO DE LIQUEZ
Porcentaje



de la política monetaria y fiscal en buena parte del mundo (comenzando por lo países desarrollados, EUA en particular), se teme que ello conduzca a escenarios de fuerte inflación y/o de riesgos de incumplimiento fiscal; los cuales pueden incluir, para los inversionistas internacionales, riesgos de depreciación de la moneda del gobierno endeudado.

Las tasas de interés de largo plazo de las grandes zonas económicas (EUA; Japón, zona Euro, Reino Unido) repuntaron en las últimas semanas. No es tan claro si se debe al mayor optimismo económico, o directamente a los temores inflacionarios y fiscales aludidos. En EUA en particular (gráfica 4), junto con una percepción más positiva de los mercados sobre la economía a partir de cifras productivas relativamente positivas, se aunaron preocupaciones por el hecho de que la Reserva federal hubiera más que doblado su balance en los últimos ocho

meses y que el déficit público vaya a ubicarse este año en 13% del PIB. Uno de los eventos que recientemente llevó a poner en el centro de la atención los temas fiscales es el que la agencia calificadora de deuda S&P colocó en perspectiva negativa la calificación máxima, AAA, de la deuda soberana inglesa.

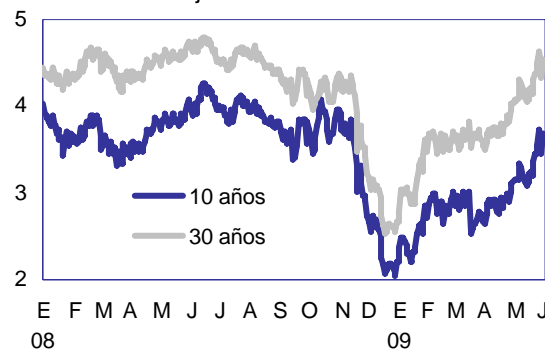
Nuestra perspectiva es que, al menos por ahora, domina el efecto de normalización de las tasas de interés a partir de los niveles históricamente muy bajos que alcanzó. Las tasas de interés prevaecientes hasta hace dos o tres meses, eran compatibles con una visión, por ejemplo, de que prácticamente no habría inflación (al observar la relación entre la tasa nominal y la tasa indexada a la inflación), y las actuales lo son de una inflación cercana al 2%, mucho más en línea con la perspectiva de largo plazo de la Reserva Federal.

De hecho, en nuestro escenario central estimamos

que las tasas de interés por ejemplo de diez años, se mantendrán en sus niveles actuales el resto del año. Por otro lado, si bien comienzan a modificarse las expectativas sobre lo que hará la Fed en los próximos trimestres, y ahora esperan ya movimientos sobre todo a partir de la primera parte del 2010, nos parecen aún prematuros: no sólo históricamente la Fed ha comenzado a subir la tasa varios trimestres después de que por ejemplo, la tasa de desempleo alcance su pico (que estimamos será hasta inicios del 2010), sino que una de las lecciones de la experiencia de Japón en los 90 es que hay un gran riesgo de querer normalizar las políticas fiscal y monetaria antes de que, no sólo comience a recuperarse la economía, sino que los balances de los agentes económicos también se normalicen, lo cual es posterior a los inicios de repunte económico.

No obstante, los riesgos están ahí; y un elemento que dificulta aún más interpretar la expectativa implícita en las tasas de interés de largo plazo, es el hecho de que la Fed podría acelerar y ampliar su programa de compra de bonos del Tesoro, lo cual en sí mismo, y al menos en el corto plazo, es un elemento disuasivo del alza de tasas, aunque sea insostenible en mayor plazo (pues justamente corrobora el temor de que el banco central pueda querer monetizar el déficit). Igualmente, al participar en la mitad de la deuda del Tesoro americano los extranjeros, los temores fiscales se pueden traducir en temores de que los

GRÁFICA 4 EUA: TASAS DE INTERÉS
Porcentaje



FUENTE: BLOOMBERG.

rendimientos de esa deuda americana se obtengan en dólares muy depreciados. Como recientemente lo señaló el Presidente de la FED, a menos que las autoridades económicas demuestren un fuerte compromiso con la sustentabilidad fiscal, no se podrá obtener ni estabilidad financiera ni un sano crecimiento económico.

PIB mundial: deterioro de expectativas, aunque cercanía de un punto de inflexión

Estimamos actualmente que el PIB del mundo bajará en el 2009 a un ritmo de -1.9% vs -1.3% que estimábamos previamente. Para el 2010 mejoramos nuestra perspectiva en sólo dos décimas, de 2.6% a 2.8%. Para EUA, lo disminuimos también, desde -2.7% previo a -3% en el 2009, y lo subimos en el 2010, de 1.4% a 1.6%. Realizamos cambios marginales para la zona euro y Japón. Este último continúa siendo, del G-3, el de peor desempeño. Los mercados emergentes crecerían 0.9% en el 2009 (previamente estimábamos 1.3%) y 4.7% en el 2010 (nuestra estimación hace un mes fue 4.5%).

Nuestra perspectiva se deterioró aunque constatamos una mejora en las condiciones económicas globales. Dada la mejora continua en las condiciones financieras, estamos más confiados de que la actividad global está cerca de un punto de inflexión, de repunte. No obstante, estimamos que el ritmo de recuperación será muy moderado. Las condiciones financieras son aún frágiles, y

es probable un mayor desapalancamiento en muchos países; a nivel global la menor disponibilidad de crédito continuará siendo un obstáculo para el comercio global.

Estimamos que el PIB de EUA y Japón comenzará a subir en el tercer trimestre. Para EUA prevemos una caída trimestral anualizada de -2.1% en el 2º trimestre (después de la caída de 5.7% en el primero), y un alza marginal en el tercero, de 0.1%. Para el caso de Japón tales cifras serían -0.1% y 4.5% respectivamente. En contraste, estimamos que la primera cifra positiva en la zona euro se observaría en el cuarto trimestre, mientras que en el Reino Unido el repunte inicial esperaría hasta el 2010.

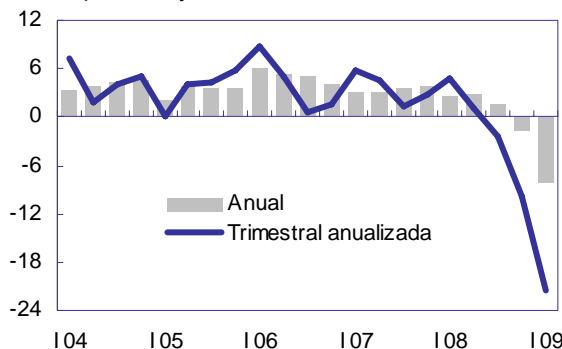
No realizamos cambios significativos en nuestra perspectiva de tasas de interés y paridades de las grandes zonas económicas. El dólar podría ubicarse, frente al euro,

en promedio anual del 2009, en un nivel ligeramente más fuerte que el actual (1.34 vs 1.4 respectivamente), mientras que el promedio del dólar/yen podría ser el nivel actual (95). Las tasas de interés de corto plazo permanecerían en niveles mínimos tanto en éste como en el siguiente año. Realizamos una ligera alza en nuestra estimación de las tasas de largo plazo de EUA y Japón (Ver sección de Pronósticos en esta revista).

La recesión en México: desplome de la actividad en el primer trimestre

Las cifras del primer trimestre, que se esperaban muy desfavorables, lo fueron aún más. La recesión se agudizó, con un descenso a tasa anual del PIB de 8.2%; calculado con respecto a trimestre inmediatamente anterior (4º Trimestre del 2008) y anualizado, cayó 21.5% (gráfica 5). Fue su peor retroceso desde el segundo

GRÁFICA 5 PIB Variación anual y trimestral anualizada, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

trimestre de 1995, cuando la disminución trimestral anualizada fue de 21.6%.

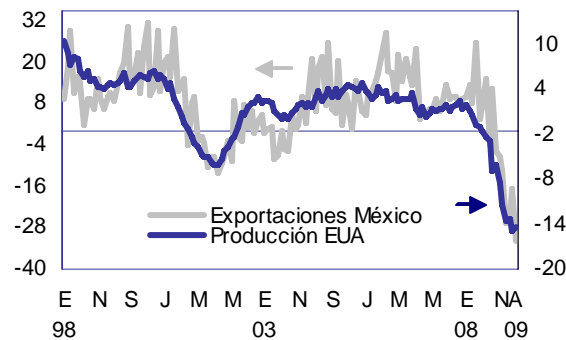
Hubo una importante contracción de la demanda de exportaciones; en términos de dólares, las de productos manufacturados disminuyeron 23% anual en el primer trimestre (gráfica 6).

Fue la contrapartida al hecho de que en la economía americana, aunque el PIB sólo cayó 2.5% anual, su sector manufacturero se acercó a -15% (gráfica 7), y es con éste con el cual están más ligadas las exportaciones, dado sus carácter manufacturero.

Hubo una caída enorme de la producción industrial, sobre todo del sector manufacturero y en menor medida, de la construcción. Dentro de ésta, con datos oportunos aunque sólo parcialmente representativos (cifras de constructoras en el sector formal y organizadas), es sobre todo el sector de construcción de vivienda el que más cae, con sólo un leve repunte en infraestructura; pues como se sabe, los grandes proyectos de infraestructura han sido aplazados. Por su parte, el PIB del sector de servicios cayó 7.8% anual en el primer trimestre (gráfica 8), con actividades como el comercio y los servicios inmobiliarios retrocediendo 17.2% y 10.6%, respectivamente.

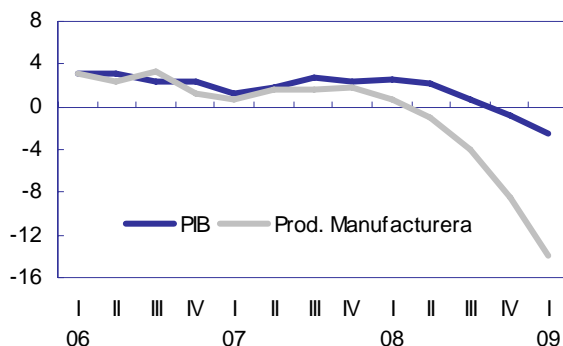
El mercado laboral continuó su deterioro. En abril, el empleo formal en el sector privado (medido por los trabajadores cotizantes al IMSS) disminuyó 3.6% anual, mientras que el salario real, en marzo,

GRÁFICA 6 MANUFACTURAS
Variación anual, porcentaje



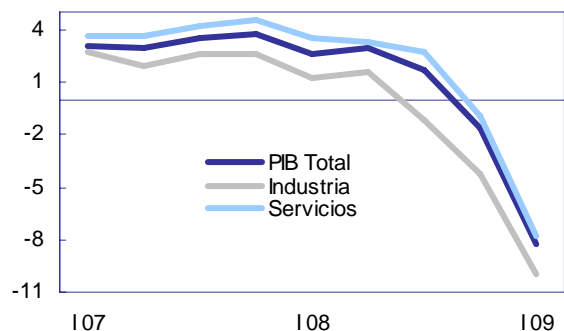
FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI y la Reserva Federal de EUA.

GRÁFICA 7 EUA: PIB Y PRODUCCIÓN
MANUFACTURERA
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BLOOMBERG.

GRÁFICA 8 PIB: INDUSTRIA Y SERVICIOS
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

descendió 1.6% (gráfica 9). Para el mes de abril destaca la caída de las exportaciones manufactureras, -31.6% anual (sobre la serie desestacionalizada, para evitar el efecto semana santa), mientras que las ventas al menudeo de autos disminuyeron en 38.2% anual.

En suma, para el segundo trimestre, estimamos que la ligera mejora en términos anuales que habíamos previsto ahora es poco probable, debido a una combinación de tres factores: un sesgo negativo del calendario de semana santa, el impacto de la epidemia de gripe A H1N1 y la todavía débil economía de EUA. Ahora bien, estimamos que en comparación con la tasa del primer trimestre el ritmo de deterioro trimestral disminuirá de manera significativa o incluso se detendrá, aunque no así en términos anuales. Hemos revisado nuestro estimado de crecimiento del PIB para el segundo trimestre a -8.7% anual desde -7.9%.

Para el conjunto del año, revisamos nuestro estimado del PIB a -6.2%. Se debe a la sorpresa negativa del primer trimestre (resultó en -8.2% y estimábamos -7.7%), la inercia negativa que ello le imprime al segundo trimestre así como lo ya comentado sobre ese trimestre; y se añade una perspectiva más negativa sobre uno de los motores de crecimiento principales de las exportaciones, que es la dinámica del sector manufacturero americano: ahora pronosticamos una caída del sector de -12.5% en lugar de -10.5% previamente. Ya en el primer trimestre, la caída

del sector manufacturero ha sido muy pronunciada, mucho más que el del PIB de ese país.

Aunque las políticas anti-cíclicas del gobierno están en marcha – estimamos que el gasto de inversión pública creció significativamente durante los primeros meses del año - han sido insuficientes para compensar la debilidad en el gasto de inversión privada. Más aún, la política fiscal optó por mandar una señal de disciplina, y bajar el gasto, a costa de debilitar el ya de por sí moderado impulso fiscal.

Las perspectivas oficiales sobre la economía también se deterioraron en el último mes. El gobierno estima actualmente que el PIB disminuirá -5.5% en el 2009, mientras que el banco central lo pronostica en - 4.9%.

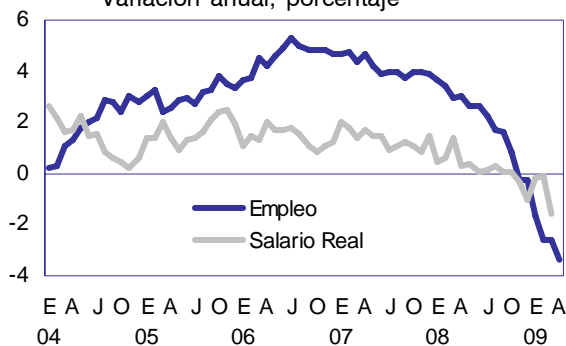
Finanzas públicas: riesgos y debilitamiento de la política contra-cíclica

Al primer cuatrimestre del año, los ingresos públicos continuaron afectados por la

caída anual del precio del petróleo y la dinámica negativa de crecimiento; no obstante, la cobertura sobre el precio del petróleo (70% de las exportaciones a un precio de 70 dólares por barril) y las ganancias que el banco central le traspasó al gobierno federal producto de sus operaciones cambiarias, permitió un avance del gasto sin que se incrementara significativamente el déficit.

En enero-abril aumentó en 7% anual real el gasto total. Por su parte, hay una caída de los ingresos, -3.8% sin considerar las coberturas petroleras. Los ingresos se reducen por efecto de la contracción de 23% de las percepciones petroleras y de una caída de -13.9% de los impuestos tributarios no petroleros: hubo una fuerte caída de la recaudación del ISR+IETU (-15.4% real anual) y del IVA (-18.8%). Ello fue compensado por la cobertura petrolera y por el importante incremento de 112.7 mmp de ingresos no tributarios y no petroleros que se explica principalmente por las

GRÁFICA 9 EMPLEO Y SALARIO REAL
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de la STYPs.

percepciones del remanente de operación de Banxico del ejercicio 2008 por 95 mmp.

Con cifras a marzo, la deuda pública en su definición amplia (requerimientos financieros del sector público) llegó a 40% del PIB (gráfica 10). Ello implica un aumento notable, al compararlo con diciembre del 2007, cuando se ubicó en 30% del PIB. Cabe notar que tal aumento se debió en cerca de la mitad efectivamente a un aumento del gasto y por tanto del déficit en pesos y en dólares; sin embargo, el resto se explica por otros factores: obligaciones que marca la nueva ley del ISSSTE y que asumió el gobierno federal (2.2 puntos porcentuales del PIB, obligaciones que ya existían, bajo la forma de un déficit puramente actuarial), mayor depreciación cambiara que hace que la deuda en dólares aumente en pesos; y finalmente, al hecho de que el PIB creció muy poco en el 2008 y que cayó en el primer trimestre del 2009, lo que hace que la deuda, al considerarla

como proporción de un PIB estancado o cayendo, aumentara.

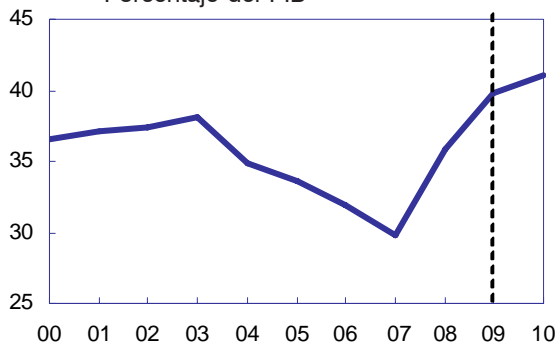
En tal contexto, ante la llamada de atención que significó que la calificadora S&P colocara en perspectiva negativa la calificación actual de la deuda soberana en dólares y la perspectiva de un mayor deterioro en los meses que siguen de las fuentes de ingresos no tributarias, el gobierno federal anunció un recorte al gasto público por 0.3% del PIB.

El recorte al gasto público por 35 mmp, se apoya en una reducción de 3.5% de la nómina y de 6.4% en menores gastos de operación. Con ello, explicó Hacienda, se busca cumplir con la meta fiscal establecida para este año de un déficit presupuestario (tradicional) de 1.8% del PIB. Con la nueva medida, el gobierno federal envía un mensaje de disciplina fiscal y pretende atenuar los recientes temores sobre la sustentabilidad fiscal.

El costo de la medida de disminución del gasto consiste en que se debilita la política contra-cíclica: bajar el gasto en las condiciones recesivas actuales conlleva debilitar en mayor medida a la economía. Lo ideal sería, alternativamente, establecer un compromiso de responsabilidad fiscal; por ejemplo, cambiando la ley sobre la forma de medir los balances fiscales, de manera de comprometerse a superávits en los momentos de expansión y permitir déficits en los periodos recesivos; ello complementado con un reforma que aumente de forma permanente los ingresos tributarios y disminuir la dependencia a los ingresos petroleros.

En nuestro escenario macroeconómico, que supone una caída del PIB de 6.2% este año, los faltantes fiscales conducirán a que el déficit aumente este año hacia un 2% del PIB (1.8% de acuerdo al gobierno). Los ingresos tributarios no petroleros se reducirán 11% real en este año, lo que generará un faltante de ingresos de casi 1% del PIB respecto a lo programado; a ello se suman los menores ingresos petroleros por casi otro punto porcentual del PIB. No obstante y de acuerdo con la estrategia del gobierno, este importante boquete de ingresos en 2009, podrá ser cubierto con el recorte citado al gasto, las coberturas petroleras, el remanente de operación de Banxico y con la utilización parcial de los fondos de estabilización petrolera. Sin embargo, nuestra estimación del déficit presupuestal todavía es aún mayor que el pronóstico oficial

GRÁFICA 10 DEUDA PÚBLICA AMPLIADA
Porcentaje del PIB



FUENTE: SHCR, INEGI Y BANAMEX.

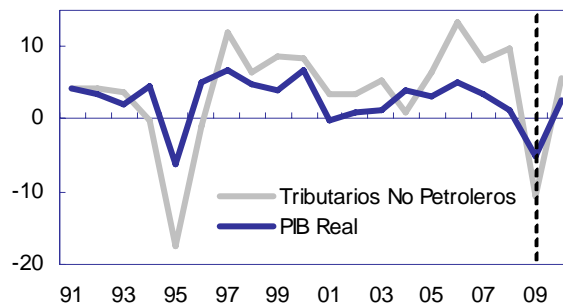
La marcha de la economía

debido al escenario más negativo de ingresos públicos. En términos del déficit ampliado, estimamos que será

de -3.3% del PIB en el 2009, para ampliarse a 3.9% en el 2010 (gráfica 11). La deuda pública ampliada como

proporción del PIB se incrementaría hasta 39.8% al cierre del 2009 (desde 35.7% en 2008), y a 41.3% en el 2010.

GRÁFICA 11 INGRESOS TRIBUTARIOS NO PETROLEROS Y PIB
Variación real anual, porcentaje



FUENTE: SHCP, INEGI Y BANAMEX.

Determinantes de la tasa de interés de largo plazo en México

Los niveles actuales de las tasas gubernamentales de largo plazo a nivel local no han mostrado congruencia con el mejoramiento en las condiciones financieras internacionales y la menor aversión al riesgo. Estas condiciones externas deberían apoyar un descenso en las tasas locales de largo plazo.

Realizamos un ejercicio de identificación de determinantes de la tasa gubernamental de largo plazo (Bono M 10 años) que nos permitió confirmar con mayor rigor que las principales presiones actuales sobre la tasa local se derivan del alza en la referencia internacional (bono a 10 años de EUA).

Lo anterior implica que la probabilidad de baja significativa en las tasas locales de largo plazo se vería reforzada por un ajuste a la baja en la tasa del Treasury a 10 años. En otro caso, también la favorecerían eventos locales que pudieran llevar a un proceso de caída en el riesgo país o por sorpresas positivas en inflación (o mayor pesimismo económico). Estos últimos podrían ser acordes con la expectativa de un incremento en el espacio de relajación monetaria en los meses siguientes y por ende llevar a un ajuste a la baja en las tasas de largo plazo.

Existen varios factores que justificarían una caída en las tasas locales de largo plazo: (a) la aversión al riesgo a nivel internacional se ha relajado significativamente; (b) la percepción del riesgo crediticio del país también ha descendido de manera importante en lo que va del año; (c) la incertidumbre cambiaria se ha moderado; y (d) existe la visión generalizada entre los analistas acerca de que la tasa de política monetaria podría mantenerse baja por un plazo significativo.

Dos han sido las explicaciones más comunes respecto a los factores que han mantenido altas a las tasas de largo plazo: (1) una mayor prima asociada al riesgo fiscal de mediano plazo (y el riesgo crediticio asociado); y (2) el repunte en las tasas de referencia internacional (tasas de los bonos del gobierno de EUA). De hecho, de manera reciente, el gobernador de Banxico llegó a relacionar el alza en los réditos locales con el segundo factor, calificando de «exagerado» el repunte en las tasas locales de largo plazo.

Para analizar estas posibles causales adoptamos un enfoque de paridad descubierta de tasas de interés, partiendo del supuesto razonable de que la economía mexicana es pequeña y abierta. Es decir, que los réditos locales de largo plazo (asumiendo que los de corto plazo se relacionan básicamente con las previsiones de política monetaria) podrían estar

determinados por una referencia internacional «libre de riesgo», más una prima por riesgo país. A ello agregamos la hipótesis de que la tasa larga depende también de la tasa corta esperada.

Los resultados demuestran que la influencia de la referencia internacional (tasa del bono de EUA a 10 años) y la percepción de riesgo país contribuyen de manera predominante en la dinámica de la tasa local. Adicionalmente, identificamos evidencia estadística respecto a la importancia de las expectativas de trayectoria de política monetaria en la tasa de largo plazo, aunque mostrando una menor contribución al comportamiento de esta última. En tanto, la depreciación esperada del peso frente al dólar también sería incorporada por los agentes en el extremo largo de la curva, aunque con un peso menor.

Concluimos que dado el comportamiento reciente de las variables mencionadas, la ausencia de bajas en las tasas de largos plazo ha obedecido principalmente al alza en la respectiva al bono americano a 10 años.

Condición de paridad de tasas de interés

En una economía pequeña (las variables internas son determinadas por las externas) y abierta (se permiten los mecanismos de transmisión

Determinantes de la tasa de interés de largo plazo en México

de los factores externos sobre los internos) las tasas de interés internas están determinadas por las externas de la misma madurez y características, considerando una prima de riesgo crediticio y, en el caso de que la moneda no sea la misma, un factor cambiario.

Implícitamente, el enfoque propuesto parte de la idea de que hay un mercado de bonos que no es intervenido de forma activa por la autoridad monetaria. Así que, aún cuando ésta fije la tasa de interés de corto plazo, su influencia sobre la de largo plazo sería nula, o alternativamente, la política monetaria sigue una evolución dependiente de la tasa de corto plazo externa, la cual es capturada en la condición de paridad al introducir directamente la tasa de largo plazo externa. (posteriormente, eliminamos este supuesto, e introducimos la expectativa de política monetaria).

La aproximación de dichos determinantes se realizó a través del bono de Tesoro de EUA a 10 años como proxy de referencia internacional, el diferencial entre el Bono UMS, bono local en dólares de largo plazo y el bono del Tesoro americano (ambos a 10 años), como medida de riesgo país; y el comportamiento de la cotización spot del peso frente al dólar (así como la expectativa de depreciación para los siguientes 12 meses extraída de la encuesta de expectativas de analistas de Infosel). La especificación funcional fue la siguiente:

$$M10_t = \beta_1 Treasury_t + \beta_2 RP_t + \beta_3 \nabla^{12} TCN^e_{t+i} + e_t$$

donde es la variable endógena (tasa de interés nominal a 10 años); *Treasury* sería la tasa nominal de referencia internacional (libre de riesgo); *RP_t* representa la medida de riesgo país; $\nabla^{12} TCN^e_{t+i}$ representa la depreciación anual esperada del peso con respecto al dólar; y *e_t* sería un componente de error que se distribuiría normal con media igual a cero y varianza constante.

La estimación se realizó a través del método de mínimos cuadrados y tomó en cuenta el periodo muestral comprendido entre enero del 2006 y mayo del 2009 con datos mensuales promedio. A pesar de que el bono a 10 años se encuentra disponible a partir del 2001, se optó por restringir la muestra ante la evidencia de un cambio estructural en su comportamiento entre 2004 y 2005. Dicho periodo coincidió con la adopción *de facto* de la tasa de fondeo como la tasa de política monetaria – sustituyendo al corto como el instrumento de política monetaria de Banxico (los resultados de la estimación se presentan en el cuadro 1).

De los modelos estimados bajo esta especificación se derivan conclusiones relevantes respecto a los determinantes de la tasa de largo plazo:

a) Partiendo de la especificación original, los resultados estadísticos nos llevan a concluir que la referencia internacional de tasa

a largo plazo y la percepción de riesgo país son relevantes en todos los casos;

b) La consideración de riesgo cambiario parece mejor incorporada a través de la depreciación esperada en los próximos doce meses por parte del consenso ($\nabla^{12} TCN^e_{t+12}$), en contraste con la depreciación anual observada de manera coincidente, $\nabla^{12} TCN_t$. Esto se confirma al comparar los modelos 1 y 2 del cuadro 1;

c) La inclusión de un componente autoregresivo, $M10_{t-1}$, bajo la premisa de tomar en cuenta la posibilidad de variables omitidas en la especificación, resultó en un mejoramiento significativo en el poder explicativo del modelo, al tiempo que corrigió un problema de autocorrelación en los residuales.

d) Optamos por partir de la especificación original y construir un modelo híbrido (Modelo 4) donde se pusiera a prueba el papel de las expectativas de política monetaria. Su inclusión probó ser valiosa en términos de poder explicativo, al tiempo que nos llevó a la eliminación de la variable de depreciación cambiaria al no mantener su significancia estadística.

Las pruebas estadísticas nos llevaron a seleccionar al Modelo 4, nuestro modelo híbrido, como la mejor representación. Dicha especificación apoya la idea de que la tasa local de largo plazo estaría explicada por el movimiento de la tasa de referencia internacional, el riesgo asociado a México y la expectativa de política monetaria a seis meses.

Pronóstico y escenario de mediano plazo

Utilizamos el modelo híbrido descrito para producir pronósticos de mediano plazo

(2009 y 2010) de la trayectoria de la tasa a 10 años. En adición, con la finalidad de evaluar las implicaciones de mayores presiones al alza sobre la tasa de los Treasuries

a 10 años, se realizaron pronósticos con un escenario alterno. En el cuadro 2 se pueden observar los supuestos detrás de ambos escenarios y sus respectivos resultados.

El escenario base se encuentra caracterizado por la expectativa de un nivel de tasa del Treasury a 10 años inferior a la actual con un ascenso gradual durante el 2010. El escenario alterno supone la continuación de un aumento sostenido en la tasa de referencia externa hacia un nivel de 4.20% al cierre del año, para después estabilizarse por buena parte del 2010 antes de volver a reputar en previsión de alzas en la tasa de la Fed esperadas para 2011. En tanto, prevemos un ascenso moderado en la percepción de riesgo país durante el año, asociado a la incertidumbre respecto a la viabilidad de una nueva reforma fiscal tras las elecciones del 5 de julio y el incremento en el riesgo de una revisión en la calificación crediticia de México hacia el otoño –aunque en buena medida incorporado en los niveles actuales de riesgo país. Respecto a la perspectiva de la tasa de fondeo a 6 meses, la serie fue extendida con nuestra expectativa de fondeo en la que anticipamos que Banxico mantendrá la tasa de fondeo en 4.50% hasta octubre del 2010, cuando esperamos que iniciará un ciclo de alzas en la tasa de política monetaria a un ritmo de 25pb.

Las implicaciones de ambos escenarios en términos de la dinámica de la tasa a 10 años a nivel local puede ser apreciada en la gráfica 12: en ésta se observa que la

CUADRO 1 ESTIMACIÓN DE CONDICIÓN DE PARIDAD DE INTERÉS

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
$Treasury_t$	1.44 (51.02)	1.30 (24.30)	0.65 (4.74)	0.56 (5.16)
RPt	1.40 (16.22)	1.37 (17.06)	0.63 (3.90)	0.44 (5.15)
$\nabla^{12}TCN_t$	-0.034 (-4.42)	-	-	-
$\nabla^{12}TCN_{t+12}^a$	-	0.22 (4.91)	0.10 (2.38)	-
i_{t+6}^b	-	-	-	0.25 (3.51)
$M10_{t-1}$	-	-	0.51 (4.90)	0.40 (4.32)
R^2	0.42	0.43	0.70	0.74
S.e. Reg.	0.39	0.4	0.3	0.27
Akaike	1.04	1.11	0.52	0.29
Schwarz	1.17	1.25	0.71	0.46
ECM muestral	0.38	0.38	0.34	0.32
Durbin-Watson	0.93	1.52	1.50	1.10
$Q(12)$	41.68 (0.00)	32.99 (0.00)	15.82 (0.20)	16.28 (0.18)

* Estadístico t entre paréntesis, excepto en estadístico Q' donde se presenta su valor p.

Muestra: Enero 2006 -Mayo 2009

FUENTE: BANAMEX estimaciones propias con datos de BLOOMBERG.

CUADRO 2 SUPUESTOS Y PRONÓSTICOS
Fin de periodo

	Actual	2009	2010
Treasury a 10 años (base), %	3.97	3.50	3.70
Treasury a 10 años (alterno), %	-	4.20	4.90
Riesgo País (pb)*	216	250	210
Tasa de Fondeo (%)	5.25	4.50	5.00
Bono M a 10 años (base)(%)	8.26	7.15	7.55
Diferencial BonoM10/Fondeo (pb)	301	265	255
Bono M a 10 años (alterno) (%)	-	7.75	8.60
Diferencial BonoM10/Fondeo (pb)	-	325	360

* Diferencial entre el UMS a 10 años y Treasury de igual plazo.

FUENTE: BANAMEX estimaciones propias con datos de BLOOMBERG.

Determinantes de la tasa de interés de largo plazo en México

direccionalidad de la tasa en el largo plazo es a la baja moderada respecto a su actual nivel de 8.0%. Esto estaría relacionado con la consolidación de la expectativa de que Banxico mantendría su tasa en un nivel bajo por un periodo mayor a un año. En el escenario alterno, el mayor incremento en la tasa externa limitaría el espacio a la baja en la tasa local y condicionaría mayores niveles por lo que resta de este y el próximo año.

Conclusiones

Nuestro ejercicio de determinantes de la tasa gubernamental de largo plazo (10 años) nos permitió confirmar con un mayor grado de rigurosidad que las

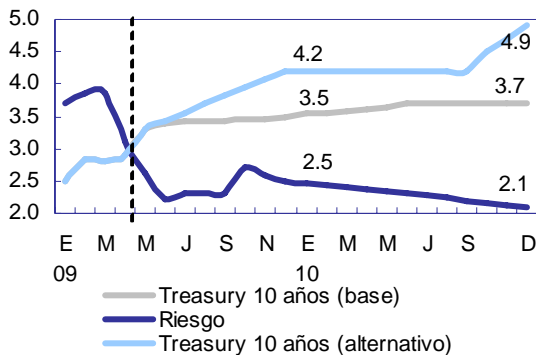
principales presiones actuales sobre la tasa local se derivan del alza en la referencia internacional (Treasury a 10 años). Esto implica que la probabilidad de baja significativa en las tasas locales de largo plazo se vería reforzada ya sea por un ajuste a la baja en la tasa del Treasury a 10 años, por eventos locales favorables que pudieran llevar a un proceso de caída en el riesgo país o por sorpresas favorables en inflación (o mayor pesimismo económico) que pudiera llevar a incrementar el espacio de relajación monetaria en los meses siguientes.

En el caso de los temores fiscales, el comportamiento reciente del riesgo país de México nos ha hecho descartar

que este factor este jugando un papel (significativo) en el mantenimiento de altas tasas de interés de largo plazo. Basta comentar que las distintas medidas disponibles del riesgo país han venido mostrando un descenso significativo en los últimos meses (-77pb en el caso del EMBI+ y -90pb en el caso del CDS a 5 años en el último mes; el primero no muy lejos del comportamiento del EMBI+ para el bloque emergente, -91pb). Más aún, este descenso de hecho se ha mostrado en línea con la tendencia internacional (al menos en el último mes), por lo que no se detecta evidencia de que un factor local esté jugando un papel significativo sobre el riesgo país y por ende sobre las tasas de largo plazo.

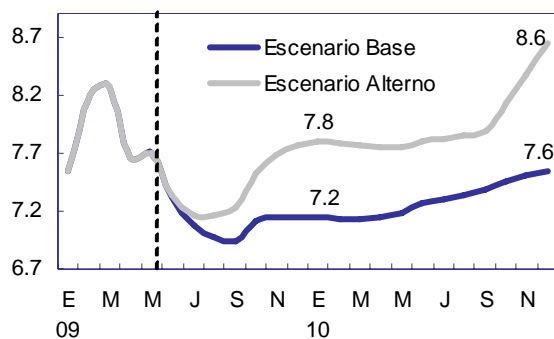
Sergio Kurczyn / Joel Virgen

GRÁFICA 12 SUPUESTOS
Porcentaje



FUENTE: BANAMEX estimaciones propias con datos de BLOOMBERG.

GRÁFICA 13 BONO 10 AÑOS
Porcentaje



FUENTE: BANAMEX estimaciones propias con datos de BLOOMBERG.

Artículos cortos

ACTIVIDAD PRODUCTIVA

Las repercusiones económicas de la influenza¹

Influenza: aunque el choque inicial de demanda fue menor a nuestra estimación preliminar, a mayor plazo impacta sobre todo a actividades relacionadas con el turismo, con un costo total de 0.3% del PIB.

Afortunadamente, el choque inicial de demanda parece haber resultado mejor. Modelamos el impacto inicial del brote como un choque de demanda, cuya magnitud dependía de dos parámetros: a) la duración de la emergencia; y, b) el tamaño de la caída de la demanda. La duración de la emergencia estuvo por debajo de nuestro supuesto de 3 a 6 semanas. Sin embargo, para la caída de la actividad económica, supusimos un descenso en el consumo privado de 8 a 12%, pero sólo afectando al área de la Ciudad de México. La gama de actividades que cerraron temporalmente y el ámbito geográfico de aplicación de estas medidas resultó ser más grande. Consideramos que esta combinación de factores resultó en un impacto probablemente más cercano al límite inferior del rango de 0.1 a 0.3% del PIB. Todavía tenemos que ver los datos de principios de mayo, pero nuestro propio seguimiento de las transacciones bancarias, así como el hecho de que la asociación de minoristas

(ANTAD) informó que las ventas mismas tiendas subieron en abril 5.4% en términos anuales, refuerzan esta opinión.

Sobre un horizonte más largo, los principales impactos del brote involucran a las actividades relacionadas con el turismo; contrariamente a la sabiduría convencional, creemos que el efecto sobre las cuentas externas es manejable. Pasamos ahora a la urgencia. Desde el punto de vista de las cuentas externas, los ingresos brutos relacionados con el turismo ascendieron el año pasado a 13 mil millones de dólares, pero los ingresos netos se ubicaron en 4.8 miles de millones de dólares, ya que el número de turistas mexicanos que viajan al extranjero ha aumentado sustancialmente en los últimos años. Lo que hemos visto en lo que va del año es un descenso en los flujos turísticos tanto receptivo como en los egresos, ya que éste es muy sensible a los niveles de ingreso y de tipo de cambio. Por lo tanto, aunque nuestra estimación del efecto combinado de la recesión mundial con los efectos de la gripe sobre los ingresos brutos del turismo es una pérdida de 4.5 miles de millones de dólares, creemos que la pérdida neta será de unos 1.8 miles de millones de dólares. Si bien son montos considerables, creemos poco probable que modifiquen los fundamentales del tipo de cambio.

Estamos más preocupados por los ingresos perdidos por trabajadores y actividades asociadas al turismo extranjero, tales como transporte y restaurantes. Es importante hacer varias distinciones. Sorprendente como esto puede sonar, el turismo internacional sólo representa el 20% del PIB del sector. Sin embargo, está altamente concentrado en destinos como el corredor Cancún-Riviera Maya, donde el turismo internacional equivale a 72% del total. Además, si bien los titulares se han centrado en los hoteles casi vacíos, el alojamiento representa el 13% del PIB del sector. La difícil situación de transporte (26% del valor agregado en el turismo), servicios de esparcimiento (36%) no debe ser ignorada. Los restaurantes también son importantes en términos de valor agregado (11%), pero en particular para el empleo, ya que casi 4 de cada 10 trabajadores en el sector son empleados de restaurantes. Lo que hemos visto en el caso de Cancún-Riviera Maya es que los trabajadores han logrado conservar su empleo pero a costa de tomar licencia sin goce de sueldo o trabajar menos horas por turno. Por lo tanto, el impacto para las empresas y los empleados ha sido por igual: esencialmente, una pérdida de ingresos.

El ritmo de la recuperación en el sector turismo dependerá en lo fundamental de una combinación de agresivas

¹ Elaborado el 13 de mayo del 2009.

políticas de precios y de comercialización. La zona Cancún-Riviera Maya ha reaccionado en el pasado a acontecimientos como huracanes con una muy agresiva política de precios y creemos que esta vez será también el caso. Sin embargo, debido a la naturaleza de este evento, pensamos que necesita el complemento de una agresiva estrategia de comercialización previa al comienzo de la temporada de verano. Creemos que hay elementos para organizar este tipo de campaña: uno razón por la cual la fase de «emergencia» del brote resultó ser más breve fue la notable reacción del país en términos de lo que el Premio Nobel Amartya Sen ha llamado acción pública. Gobierno, medios de comunicación y la sociedad civil reaccionaron de forma muy decisiva. De hecho, una de las regularidades que destaca Sen – las hambrunas no ocurren en las democracias - podría aplicarse también a eventos como las epidemias. Con el fin de reposicionar la imagen de México entre los posibles turistas, creemos que esta reacción debe ser destacada.

Sobre la base de nuestra evaluación, ahora limitamos el impacto del brote de gripe A H1N1 a 0.3% del PIB y, en consecuencia, modificamos nuestro pronóstico para el PIB de 2009 a -5.2%. Hace poco anunciamos una modificación a nuestras previsiones de

crecimiento del PIB para 2009 a -4.9%, pero advertimos que esta estimación excluía los efectos del brote de gripe. Ahora nos sentimos con suficientes elementos para pensar que el límite superior del rango que habíamos propuesto inicialmente, de -0.1% a -0.3%, captura tanto el choque inicial como la incidencia sobre las actividades relacionadas con el turismo.

Sergio Luna/Lourdes Rocha/
Eduardo González

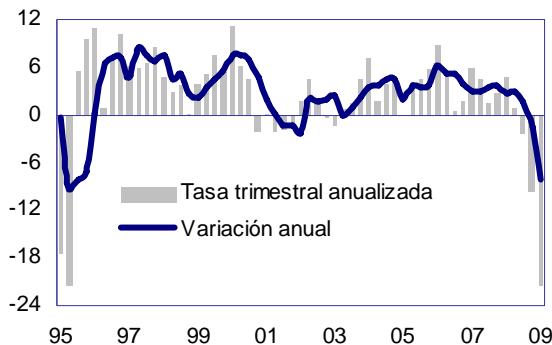
Ahora vemos una contracción económica de 6.2% durante el 2009²

Crecimiento Económico: hemos ajustado nuestro pronóstico para el PIB de 2009, a -6.2% desde -5.2% antes. En contraste, mejora nuestra

perspectiva de crecimiento de 2010, a 3.0% desde 2.6%.

La caída de la actividad económica durante el primer semestre del año será probablemente mayor a lo que preveíamos. La recesión se agudizó en el primer trimestre del año, con un descenso a tasa anual del PIB de 8.2% (esperábamos fuera de 7.7%), y cayendo 21.5% a una tasa trimestral anualizada. Este fue su peor retroceso desde el segundo trimestre de 1995, cuando la disminución trimestral anualizada fue de 21.6%. En contraste con lo sucedido a mediados de la década anterior, esta vez la caída fue impulsada por una recesión mundial, que se refleja en la importante contracción de la demanda de exportaciones (en términos de

GRÁFICA 14 CRECIMIENTO DEL PIB
Variación en porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

² Elaborado el 21 de mayo del 2009.

dólares, las exportaciones de productos manufacturados disminuyeron 23% anual en el primer trimestre). Sin embargo, la demanda interna también está experimentando una contracción significativa - de hecho, los resultados en este frente han sido la principal fuente de sorpresas desagradables en los últimos meses. El principal indicador de este lamentable desempeño es el PIB del sector de servicios, el cual cayó 7.8% anual en el primer trimestre, con actividades como el comercio y los servicios inmobiliarios retrocediendo 17.2% y 10.6%, respectivamente. Para el segundo trimestre, estimamos que la ligera mejora en términos anuales que habíamos previsto ahora es poco probable, debido a una combinación de tres factores: un sesgo negativo del calendario de semana santa, el impacto de la epidemia de gripe A H1N1 y la todavía débil

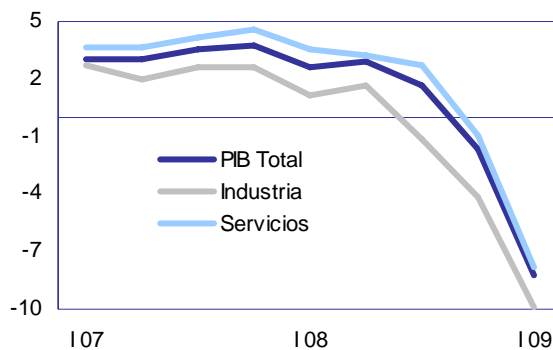
economía de EUA. Por lo tanto, hemos revisado nuestro estimado de crecimiento del PIB para el segundo trimestre a -8.7% desde -7.9%. Dicho esto, estimamos que en comparación con la tasa del primer trimestre el ritmo de deterioro trimestral disminuirá de manera significativa.

Todavía esperamos una recuperación en la segunda mitad, aunque a un ritmo más lento. Consideramos que el decepcionante desempeño de la demanda interna en los primeros meses del año que ha generado una inercia que llevará a una recuperación ligeramente más lenta de lo habíamos previsto durante el segundo semestre de este año. Esto se debe a que el deterioro de las condiciones del mercado laboral - con caídas de los salarios reales y en el empleo del sector formal de -3.4% en abril frente a -2.3% en el primer trimestre- impedirá que la recuperación del

consumo sea más rápida. En tanto, la reducción de la utilización de la capacidad instalada en el sector manufacturero está dando lugar a un aplazamiento de las decisiones de inversión. Aunque las políticas anticíclicas del gobierno están en marcha - estimamos que el gasto de inversión pública creció significativamente durante los primeros meses del año - ha sido claramente insuficiente para compensar la debilidad en el gasto de inversión privada. Por lo tanto, vemos la actividad económica en la segunda mitad del año todavía cayendo en términos anuales, aunque a tasas menores cada trimestre.

Estamos modificando nuestros pronósticos de crecimiento real del PIB para 2009 y 2010, a -6.2% desde -5.2%, y a 3.0% desde 2.6%, respectivamente. Como se señaló anteriormente, nuestra perspectiva de recuperación de la actividad económica durante el segundo semestre del año se mantiene, pero ahora prevemos que ello ocurrirá a un ritmo más moderado. En tanto, pensamos que el repunte en el sector de los servicios podría producirse más rápidamente en el 2010, mientras que la restauración de los inventarios también proporcionará un impulso adicional a partir del segundo semestre de este año. Por lo tanto, estimamos que la mayor contracción que ahora vemos en el 2009 se revertirá parcialmente el año próximo.

GRÁFICA 15 PIB DE INDUSTRIA Y SERVICIOS
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

Eduardo González

COMERCIO EXTERIOR

Cuentas externas reflejan menor crecimiento y apuntalan la paridad³

Sector Externo: la recesión económica más profunda implicará un déficit de la cuenta corriente más moderado, y por lo tanto, anticipamos menores presiones sobre la paridad.

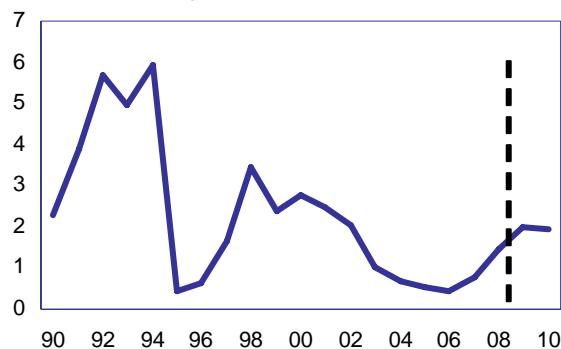
Resultados del 1T de la balanza comercial confirmaron que la desaceleración económica interna y externa continúa afectando negativamente los flujos de comercio exterior. En línea con la tendencia internacional, las importaciones en el primer trimestre se redujeron -27.6% anual. Si bien la caída en el valor de las compras foráneas de combustibles influyó de

manera importante (las importaciones de gasolina cayeron 55% anual), la abrupta pérdida de dinamismo ha sido generalizada en principales rubros de importaciones: bienes de consumo sin gasolina -29%, bienes intermedios -28% y bienes de capital -10.6%. Para este año estimamos que las importaciones de bienes se reduzcan -22.8% y para el 2010 muestren un crecimiento de 9.7%.

La debacle exportadora ha sido generalizada desde finales del año pasado y se acentuó en la primera parte del 2009. Las exportaciones petroleras continuaron cayendo al igual que las no petroleras (en el 1T, -58% anual y -21.8% anual respectivamente). El impacto de la desaceleración a EUA sobre las exportaciones es

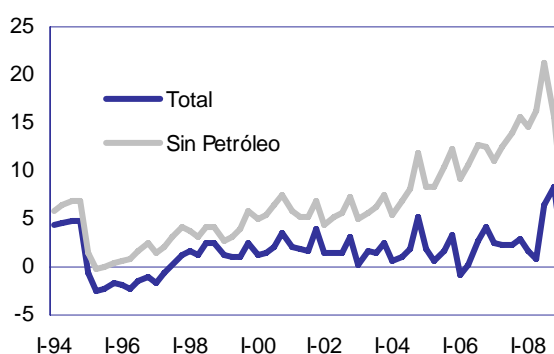
muy significativo (hacia ese país los envíos no petroleros se redujeron -21.7% en el 1T), y también las exportaciones a otros destinos se redujeron severamente (-22.3%), por lo que se confirma que se ha agotado el apoyo que proporcionaba la diversificación regional de exportaciones. Desafortunadamente, la perspectiva continúa pesimista dado que no se espera una pronta reactivación de la demanda externa, que sólo impactará positivamente la dinámica de las exportaciones mexicanas hasta principios del próximo año. Nuestro pronóstico para las exportaciones de manufacturas es de una caída de -19% en todo el 2009, y para el 2010 esperamos una reactivación con un avance anual de 8.4%.

GRÁFICA 16 DÉFICIT DE LA CUENTA CORRIENTE
Porcentaje del PIB



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI y la Reserva Federal de EUA.

GRÁFICA 17 BALANZA COMERCIAL
Miles de millones de dólares



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

³ Elaborado el 05 de mayo del 2009.

A pesar del incremento anual del déficit en el 1T, la tendencia apunta a menores presiones en las cuentas externas. El déficit de la balanza comercial en el 1T del 2009 fue mayor al de un año antes, (-1.9 mmd y -1.6 mmd respectivamente). El incremento anual en el déficit refleja en gran medida la caída en el precio del petróleo. Sin embargo, el déficit sin exportaciones petroleras disminuyó 50% al ubicarse en -7.3 mmd versus -14.7 mmd un año antes. Esta reducción responde principalmente a la caída arriba mencionada de las importaciones. Cabe notar que esta es la primera reducción significativa del déficit sin exportaciones de petróleo desde la crisis de 1995.

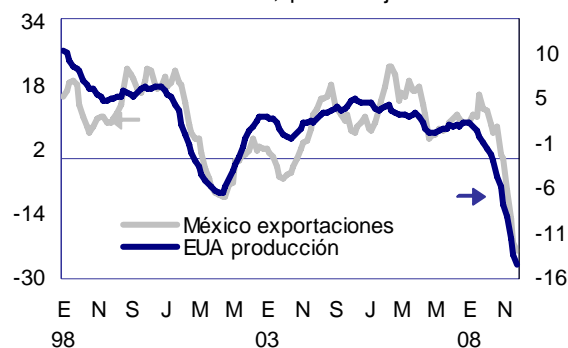
Modificamos nuestro pronóstico de la cuenta corriente para 2009 hasta -17.8 mmd desde -20.9 mmd previo y para 2010 hasta 18.6 mmd desde 20.3 mmd. El nivel del déficit ha sido persistentemente menor lo que habíamos previsto a lo

largo del año debido a la mayor debilidad económica (recientemente hemos modificado nuestro pronóstico del PIB para este año hasta -4.9% desde -3.5%); por tanto el menor crecimiento económico implicará un menor déficit comercial respecto a lo previsto, por efecto de una demanda interna mucho más débil. No modificamos nuestra expectativa de crecimiento de EUA -y por tanto su influencia en exportaciones, turismo y remesas- ni tampoco del precio del petróleo. Nuestra estimación de la balanza comercial se ubica ahora en el 2009 en un déficit de 21.8 mmd; y para 2010 estimamos prácticamente el mismo nivel, -21.7 mmd. Con ello, la cuenta corriente será este año equivalente a 2.0% del PIB y en el 2010 a 1.9% del PIB. La mejora marginal en el nivel relativo de la cuenta corriente tiene que ver con el hecho de que estimamos en el 2010 un mayor precio del petróleo (60 dólares por barril en 2010

versus 40 dólares en el 2009). Una observación importante radica en el hecho de que nuestras proyecciones no incluyen un estimado de los efectos económicos del brote de influenza H1N1.

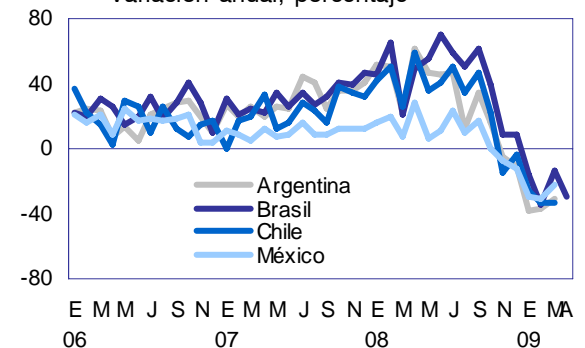
El bajo nivel del déficit en cuenta corriente en este año, sumado a la entrada de recursos por las coberturas petroleras anticipan que no habrá presiones sobre el tipo de cambio por el lado de las cuentas externas. Nuestros estimados de las cuentas externas para 2009 se basan en un precio del petróleo para este año de 30 dólares por debajo del presupuestado por el gobierno, lo que implica que las coberturas petroleras podrían alcanzar cerca de 9 mmd, que ingresarán al país hacia el último trimestre (vía la cuenta de capital). Por lo tanto, ajustando el déficit de la cuenta corriente por la entrada de estos recursos, se tiene un déficit *de facto* equivalente a sólo 1.0% del PIB. Muy por debajo del nivel promedio de

GRÁFICA 18 MANUFACTURAS
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI y la Reserva Federal de EUA.

GRÁFICA 19 IMPORTACIONES
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI y la Reserva Federal de EUA.

los últimos 15 años (1.8% del PIB). En consecuencia, mantenemos nuestra expectativa de que la paridad termine el año en un nivel de USD/MXN 13.50.

Arturo Vieyra

MACROECONOMÍA Y PRONÓSTICOS

Menores presiones inflacionarias⁴

México: la inflación de abril en línea con el consenso; aunque prevalecen las presiones derivadas de la depreciación, consideramos que se están mitigando y que en abril se alcanzó el pico. Modificamos nuestra expectativa de inflación general para fines de este año hasta 4.1% desde 3.9% previo.

El reporte de precios de abril registró un aumento de la inflación anual, aunque corroboró menores presiones inflacionarias. En abril, los resultados de la inflación general y subyacente estuvieron en línea con el consenso de nuestra Encuesta Banamex de expectativas. En términos anuales la inflación general se incrementó hasta 6.2% desde 6.0% en marzo; mientras que la subyacente se mantuvo sin cambios en 5.8%. La inflación subyacente no se incrementó –ello fue una de las principales preocupaciones en el 1T-, lo que posiblemente obedece a que están disminuyendo los impactos de la mayor depreciación sobre

los precios de las mercancías; a la vez que la inflación de servicios consolida de manera más clara su tendencia a la baja. Por lo tanto, estimamos que la inflación en abril alcanzó su pico, después del cual comenzará a registrar una baja en las tasas anuales en la inflación general y en la subyacente.

La debilidad de la demanda interna y la contención de los precios públicos continuarán como los principales promotores de la reducción de la inflación anual. La fragilidad del consumo ya es evidente en algunos segmentos de la inflación como los servicios, cuya tasa de crecimiento anual ha descendido en este año desde 5.1% hasta 4.5%. Asimismo, la política pública de mantener los precios de la gasolina y reducir los costos de la energía eléctrica para las empresas, muestra resultados favorables en materia de una menor inflación, además de que los precios de las gasolinas fronterizas muestran un descenso importante; así, la tasa anual de los bienes administrados (gas doméstico, electricidad y gasolina) ha descendido desde niveles de 8.0% anual a finales del año pasado hasta 4.0% en abril.

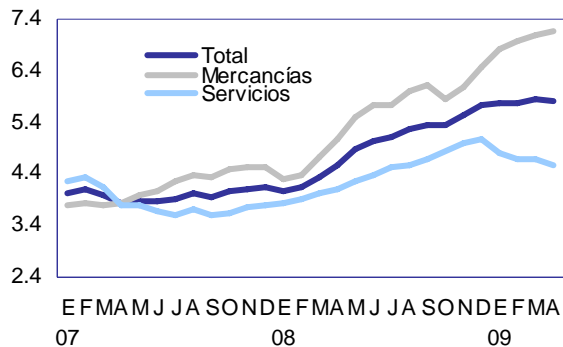
Se mitiga paulatinamente el impacto de la depreciación y continúa predominando la caída en los precios internacionales de los commodities. Sin duda el elemento de mayor preocupación en la inflación ha

sido el impacto inflacionario de la mayor depreciación cambiaria (30.5% de agosto a la fecha), que ha impulsado un aumento en la inflación anual de mercancías distintas de alimentos hasta 5.6% en abril desde 4.1% a finales del año pasado. No obstante, el impacto de este incremento sobre la inflación general ha venido reduciéndose paulatinamente, tanto por el hecho de que se ha mitigado la volatilidad del tipo de cambio, como porque consideramos que gran parte de los ajustes en precios ya han sido realizados. Si bien también influye el mayor nivel del tipo de cambio en la inflación de alimentos procesados, este subíndice de la inflación subyacente ha mostrado un mejor desempeño –descendió hasta 8.8% en la 2ª mitad de abril desde 9.7% principios del año– debido a que la caída de los precios internacionales de *commodities* más que compensó la depreciación cambiaria, lo que ha generado un abaratamiento de los precios de las materias primas.

Modificamos nuestra expectativa de inflación general para este año hasta 4.1% desde 3.9% previo. A pesar de que estimamos que el impacto de la mayor debilidad de la paridad se ha reducido y anticipamos un descenso de la inflación, nuestras estimaciones apuntan a que el descenso será ligeramente más lento durante el 2009 respecto a lo

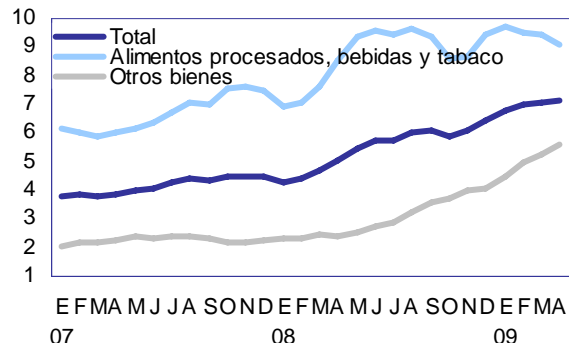
⁴ Elaborado el 7 de mayo del 2009.

GRÁFICA 20 INFLACIÓN SUBYACENTE ANUAL
Variación anual, porcentaje



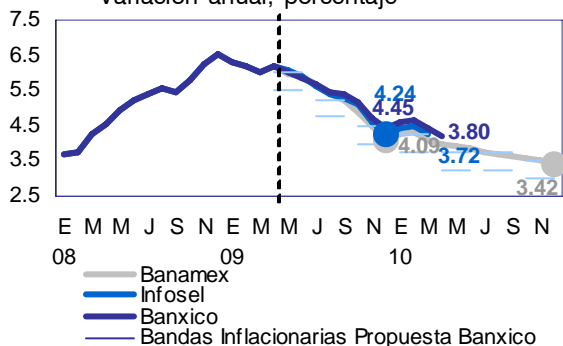
FUENTE: BANXICO.

GRÁFICA 22 INFLACIÓN ANUAL EN MERCANCÍAS
Variación anual, porcentaje



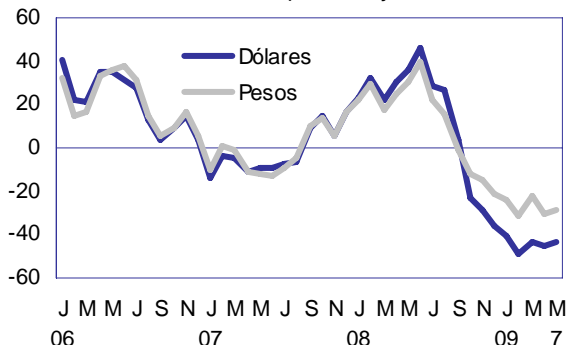
FUENTE: BANXICO.

GRÁFICA 21 INFLACIÓN ANUAL
Variación anual, porcentaje



FUENTE: Estimaciones propias con datos de BANXICO e INFOSEL.

GRÁFICA 23 COMMODITIES. ÍNDICE GENERAL
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de BANXICO y BLOOMBERG.

CUADRO 3 INFLACIÓN. ABRIL 2009, %

Concepto	Mensual			Anual observado	
	Pronóstico	Observada	Incidencia	Abr-09	Mar-09
INPC	0.39	0.35	0.35	6.17	6.04
Subyacente	0.40	0.38	0.28	5.81	5.83
Mercancías	0.67	0.66	0.24	7.17	7.10
Alimentos	0.80	0.72	0.12	9.07	9.41
Resto	0.56	0.62	0.12	5.63	5.24
Servicios	0.14	0.12	0.04	4.55	4.67
Vivienda	0.12	0.11	0.02	3.66	3.95
Educación	0.04	0.06	0.00	5.76	5.83
Resto	0.20	0.16	0.02	5.08	5.02
No Subyacente	0.36	0.26	0.07	7.18	6.62
Agropecuarios	3.12	2.80	0.26	11.97	10.62
Frutas y verduras	7.00	6.66	0.23	8.39	4.35
Pecuarios	0.82	0.51	0.03	14.34	14.70
Administrados y concertados	-1.06	-1.06	-0.19	4.77	4.66
Administrados	-2.68	-2.60	-0.24	4.04	4.15
Concertados	0.66	0.58	0.05	5.53	5.22

FUENTE: BANAMEX con datos de BANXICO y estimaciones propias.

que pensábamos, por lo que también modificamos al alza nuestra expectativa de inflación subyacente hasta 4.1% desde 3.9% previo.

Arturo Vieyra

La postura de Banxico debería ser congruente con un recorte de al menos 75pb el 15 de mayo⁵

Política Monetaria: confiamos en que el deterioro en la actividad económica, además de los costos económicos de la epidemia, el debilitamiento de las presiones inflacionarias y el comportamiento del tipo de cambio, llevarán a Banxico a recortar su tasa en al menos 75pb el 15 de mayo.

El reciente desempeño de la actividad económica, la inflación y los mercados financieros podrían llevar a Banxico a recortar de nueva cuenta en 75pb, a pesar de señales previas respecto a la desaceleración en el ritmo de relajamiento. En su comunicado de política monetaria de abril, Banxico incluyó la frase «por esta ocasión» precediendo a su decisión de recortar la tasa de fondeo en 75pb. En aquel momento, consideramos que el mensaje de Banxico era congruente con la continuidad de su ciclo de relajación, aunque no necesariamente a un ritmo de 75pb. Sin embargo, las cifras recientes de actividad confirman un deterioro superior a lo anticipado, al tiempo que el reciente brote de influenza A

H1N1 ha incrementado los riesgos a la baja del crecimiento económico. Más aún, cifras recientes de inflación han confirmado menores presiones inflacionarias en un contexto de señales alentadoras por el lado de las expectativas de inflación. Confiamos también en que el favorable comportamiento del tipo de cambio (peso/dólar) será también un factor determinante en la decisión de Banxico. Por tanto, consideramos que hay suficientes razones para que Banxico decida repetir la dosis de -75pb, llevando a la tasa de referencia a 5.25% el 15 de mayo. Confirmamos también nuestra expectativa de un nivel mínimo para dicha tasa en 4.50%, mientras el consenso de nuestra encuesta y la expectativa implícita en el mercado lo señalan en un nivel de 4.75%.

Las implicaciones económicas negativas del brote de A H1N1 se sumarían a la preocupación de Banxico por la actividad económica, incrementando así el espacio para una relajación monetaria concentrada en el corto plazo. Recientemente, el 29 de abril, Banxico decidió degradar su pronóstico de crecimiento del PIB de 2009 a [-3.8%, -4.8%] desde [-0.8%, -1.8%], unos días antes de que el gobierno decidiera hacer un paro de actividades por una semana ante la contingencia sanitaria. En aquel momento, la incertidumbre respecto a la duración e intensidad de la

epidemia llevó a que este factor fuera dejado de lado en cuanto a su impacto en el crecimiento, inflación y tipo de cambio. Ahora estimamos que los costos sobre el PIB más que compensará los relacionados con la inflación y el debilitamiento del peso (que resultó temporal). El consenso ya estaría reflejando este sentir: los resultados de la última encuesta semanal de Infosel (publicada el 8 de mayo) muestran un ajuste significativo en las perspectivas de crecimiento para este año a -4.9% desde -4.5% (estimado previo a la semana de suspensión de labores). Por consiguiente, consideramos que el balance de riesgos de Banxico se habría inclinado aún más hacia las preocupaciones por el crecimiento, alejándose de las respectivas a la inflación, dejando así las condiciones listas para otro movimiento «audaz» por parte de Banxico el 15 de mayo.

*El debilitamiento de las presiones inflacionarias y el alentador desempeño de las expectativas de inflación podrían también incrementar la probabilidad de un recorte de la menos 75pb. Tal como planteamos en nuestro artículo principal del *Reporte Económico Diario: México, Mayo 8, 2009*, aunque la inflación en abril registró un incremento en términos anuales, observamos un debilitamiento en las presiones inflacionarias: la inflación anual subyacente ya no se elevó, y buena parte del*

⁵ Elaborado el 12 de mayo del 2009.

repunte en la general estuvo impulsado por los precios agrícolas (uno de los componentes más volátiles de la inflación no-subyacente). Consideramos que la inflación alcanzó su pico en abril. En este contexto, algunas medidas de expectativas de inflación han mostrado señales alentadoras: (1) las de corto plazo (cierre de 2009 y 2010) han moderado su alza y en algunas encuestas ya se han ajustado a la baja; (2) la expectativa de inflación de largo plazo implícita en la curva de swaps de TIE se ubica en 3.8%, cerca de su mínimo histórico (desde que están disponibles el bono M y el Udibono a 10 años, 2001); (3) la expectativa de largo plazo extraída de la encuesta de Infosel ha disminuido, situándose en 3.46%, su mínimo en 11 meses; y (4) los salarios contractuales se mantienen estables a pesar de las pasadas presiones inflacionarias, promediando 4.5% in los últimos 12 meses (con una desviación estándar de solo 0.2 puntos porcentuales).

La estabilización de los mercados financieros también podría favorecer un movimiento «audaz» de Banxico en el corto plazo. El fortalecimiento del peso frente al dólar tras lo que parece haber sido lo peor de la contingencia sanitaria ha sido importante. Después de depreciarse 4.3% entre el 23 de abril y el 5 de mayo, el peso se recuperó 5.8% hasta el 8 de

mayo. Más aún, la cotización spot del tipo de cambio ha llegado a cerrar ligeramente por debajo de 13.00, un nivel no visto desde diciembre del 2008. Es cierto que el riesgo de un recorte en la calificación crediticia de México no puede ser descartada en el corto plazo, temores que han llevado al peso a depreciarse 2% entre el 11 y el 12 de mayo, aunque consideramos que los niveles actuales de tipo de cambio no están lejos de descontar tal posibilidad. Desde comienzos del año, los niveles de riesgo país de México han llegado a operar por arriba del de otros países con similar o menor calificación crediticia. Por tanto, estimamos que el espacio para mayor debilitamiento del peso derivado del tema de cambio en calificación crediticia podría estar acotado. Por esto anticipamos que los efectos inflacionarios de la depreciación cambiaria seguirán desvaneciéndose en los siguientes meses.

Joel Virgen

Se complica el panorama de las finanzas públicas⁶

Finanzas Públicas: nuestra evaluación para este año y el siguiente apunta a niveles de déficit presupuestal de 2.1% y 2.9% del PIB respectivamente; en general, el panorama fiscal es complicado y podría requerir de modificaciones estructurales al sistema recaudatorio.

La abrupta caída en las expectativas de crecimiento, del precio del petróleo y el impacto económico de la contingencia sanitaria modificaron radicalmente el marco macroeconómico de las finanzas públicas para este año. Desde que se aprobó el presupuesto 2009 en noviembre del año pasado hasta ahora, el cambio en el escenario económico oficial ha sido ajustado drásticamente a la baja; principalmente la perspectiva inicial de un crecimiento del PIB de 1.8% cambió hasta un pronóstico actual de -4.1% y el precio del petróleo se modificó desde 70 dólares por barril hasta 42 dólares. Este cambio de supuestos tiene un impacto mayor en la perspectiva de ingresos públicos para este año, que en las estimaciones oficiales, implica una pérdida de ingresos petroleros y tributarios no petroleros por 235 mmp, equivalentes a 1.9% del PIB, a los que se suma una pérdida de 10 mmp por efecto de la actual crisis sanitaria.

A pesar de la enorme caída en la perspectiva de ingresos para 2009, el déficit aumentará marginalmente debido a varios mecanismos de compensación. Para el cálculo de la posición fiscal para el periodo 2009-10 incorporamos nuestros supuestos macroeconómicos, que particularmente en crecimiento 2009 es más negativo que el anunciado recientemente por

⁶ Elaborado el 14 de mayo del 2009.

Artículos cortos

el Secretario de Hacienda (-5.2% versus -4.1%) y ligeramente más positivo en los precios del petróleo (48 dólares el barril versus 42 dólares). Así, nuestros cálculos indican que respecto al programa inicial (Ley de Ingresos), los ingresos petroleros serán menores en 117 mmp y los tributarios no

petroleros en 99 mmd, a lo que sumamos las mayores erogaciones que el gobierno se comprometió a hacer para contrarrestar los efectos de la contingencia sanitaria. Los menores recursos y mayores erogaciones que impulsan un mayor déficit para este año suman 224 mmp; los cuales serán casi totalmente

compensados por las coberturas petroleras, la mayor depreciación del peso, el remanente de operación de Banxico y un menor gasto no programable y otras fuentes de ingreso. Como resultado, el déficit sólo se incrementará marginalmente, a 2.1% del PIB o 26.8 mmp más respecto al programado. El déficit amplio

CUADRO 4 MARCO MACROECONÓMICO, 2009

	2009			2010		
	Criterios	Revisión Criterios	Última estimación SHCP	Banamex	Última estimación SHCP	Banamex
PIB (var. real anual, %)	3.0	1.8	-2.8	-5.2	2.0	2.6
Inflación (fin de periodo)	3.8	3.8	3.8	4.1	3.0	3.4
Tipo de cambio (promedio)	10.6	11.2	14.5	13.5	14.6	13.1
Tasas de interés (CETES 28 días, fp)	8.0	-	6.2	4.5	6.3	5.0
PIB EUA (Var. real anual, %)	1.5	0.0	-2.6	-2.7	1.9	1.4
Petróleo						
Precio promedio (dls. / barril)	80.3	75.0	42.0	48.0	48.3	55.0
Plataforma de exportación promedio (mbd)	1,336.0	-	1,370.6	1,199.6	1,125.0	1,100.0

1 Información relativa a las disposiciones contenidas en el Artículo 42, Fracción I, de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria.

FUENTE: BANAMEX con datos de SHCP.

CUADRO 5 MARCO REQUERIMIENTOS FINANCIEROS DEL SECTOR PÚBLICO
Porcentaje del PIB estimado Banamex

	2008	2009		Banamex	2010 Banamex
		Aprobado SHCP	Revisado SHCP ¹		
I. Déficit público tradicional	-0.1	-1.8	-2.0	-2.1	-2.9
A. Ingresos presupuestarios	23.6	22.6	22.3	22.9	22.0
Petroleros	8.7	8.2	7.1	7.5	7.3
No petroleros	14.9	14.4	15.3	15.4	14.7
Tributarios	10.0	10.2	9.5	9.7	9.7
No tributarios	1.2	0.4	2.1	1.9	1.7
Organismos y empresas	3.7	3.7	3.7	3.8	3.3
B. Gasto neto presupuestario	23.7	24.5	24.3	25.0	24.8
Programable pagado	18.3	18.6	18.7	19.2	18.6
No programable	5.5	5.9	5.7	5.8	6.3
II. Déficit público amplio	-2.1	-3.0	-3.2	-3.2	-3.9

1 Información relativa a las disposiciones contenidas en el Artículo 42, Fracción I, de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria.

FUENTE: SHCP.

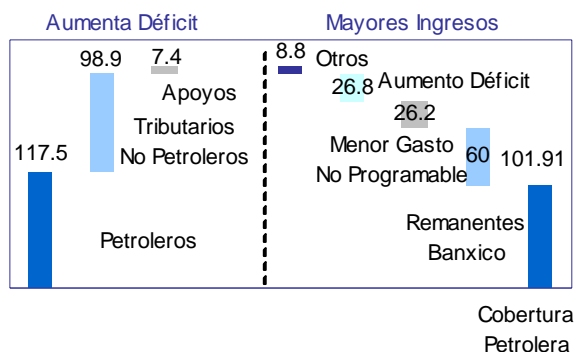
(incluye PIDIREGAS de la CFE y Banca de desarrollo) alcanzaría un nivel de 3.2% del PIB.

Para 2010 anticipamos un mayor déficit a pesar de una perspectiva de mayor crecimiento económico y el

uso de los fondos de estabilización provenientes de los recursos petroleros. Según nuestras estimaciones, para que el gobierno mantenga el nivel real del gasto en 2010, respecto al del año previo, deberá incurrir en un déficit equivalente al 2.9% del PIB (y

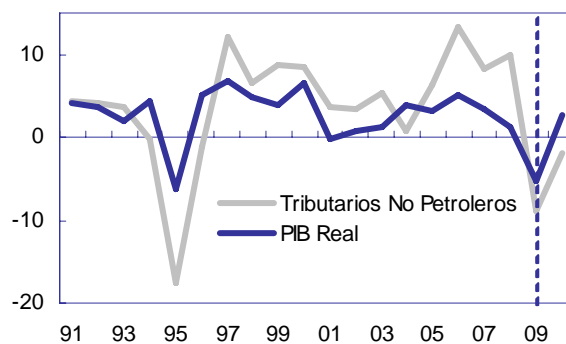
el ampliado equivaldría a 3.9% del PIB). Ello basado en que estimamos un incremento real de 2.9% en los ingresos no tributarios no petroleros, un mayor precio del petróleo; y, recursos no recurrentes por 167.4 mmp asociados a los fondos de estabilización y al remanente de operación de

GRÁFICA 24 INGRESOS FALTANTES
Variación anual, porcentaje



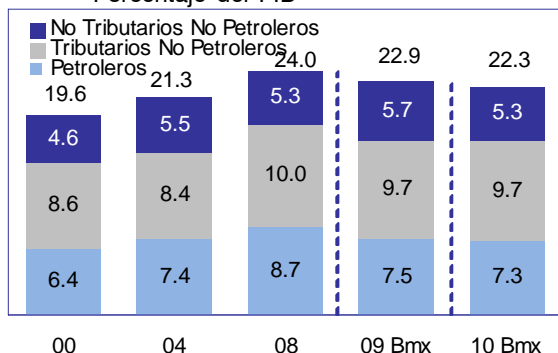
FUENTE: BANAMEX con estimaciones propias.

GRÁFICA 26 INGRESO Y PIB
Variación real anual, porcentaje



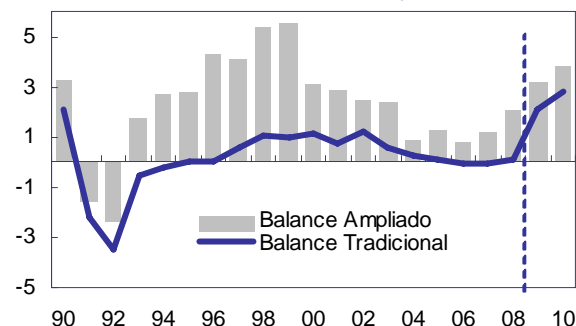
FUENTE: BANAMEX con datos de SHCP y estimaciones propias.

GRÁFICA 25 INGRESOS DEL SECTOR PÚBLICO
Porcentaje del PIB



FUENTE: BANAMEX con datos de SHCP y estimaciones propias.

GRÁFICA 27 DÉFICIT PÚBLICO
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de SHCP y estimaciones propias.

Banxico (131 mmp y 36.4 mmp respectivamente). En contra posición no se tendrá la cobertura del petróleo ni el efecto benéfico cambiario sobre las cuentas fiscales, de acuerdo a nuestros pronósticos de tipo de cambio (el remanente de operación de Banxico que se estima es resultado del 2009), además de que estimamos una caída de 8.3% en la producción de petróleo de exportación.

En general, el panorama fiscal es más complicado y podría requerir de modificaciones estructurales al sistema recaudatorio. Como lo declaró el Secretario de Hacienda, para el caso del 2010, se presentan dilemas que habrá que resolver; aunque dada nuestra perspectiva más negativa sobre los ingresos tributarios, estimamos que esos dilemas se comenzarán a plantear también para este año. Implica

que se requerirá de un ajuste de las finanzas públicas. El Secretario abrió el abanico de posibilidades, y no sólo planteó la reducción del gasto o el aumento del déficit, sino también la posibilidad de incrementar los ingresos fiscales a través de una nueva reforma fiscal. Además del tema político-social que involucran tales dilemas fiscales, está también el delicado equilibrio que se debe perseguir entre la credibilidad y confianza que debe inspirar la política fiscal en los mercados de la deuda pública (en un contexto donde esta última habrá crecido casi diez puntos porcentuales en el primer trimestre de 2009 respecto al 2007 como proporción del PIB por efectos de los déficit, pero también por la depreciación cambiaria y la caída del PIB), con la inconveniencia de establecer una política que sea menos

expansiva que la actual (al restringirla en el margen) en un contexto de debilidad económica. Para el término del 2009 estimamos que la deuda ampliada del gobierno alcance 38% del PIB y para el 2010 se incremente hasta 39.7%.

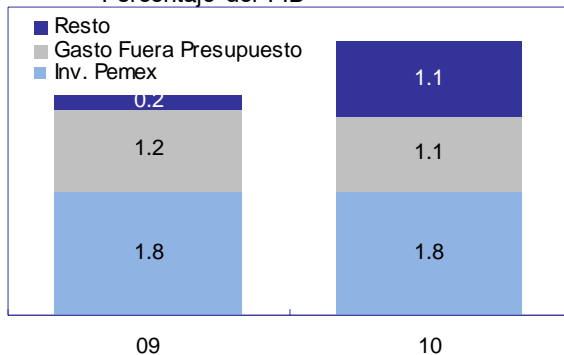
Arturo Vieyra/ Sergio Kurczyn

Menor ritmo de relajación monetaria a pesar de mayor deterioro económico⁷

Política Monetaria: tras optar por un nuevo recorte de 75pb, Banxico señaló un menor ritmo de relajación monetaria a futuro, a pesar de un claro deterioro en su escenario de crecimiento económico local.

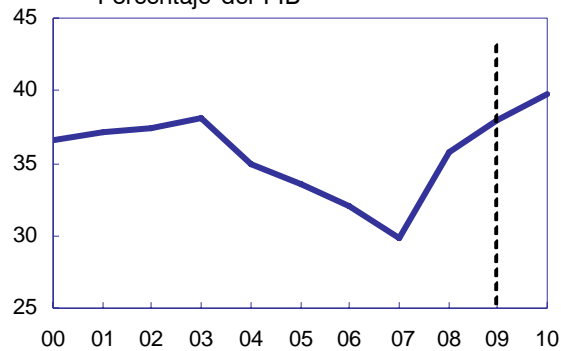
Banxico decidió recortar nuevamente en 75pb en el contexto de un mayor deterioro económico, mientras que se percibe un menor sentido de

GRÁFICA 28 DÉFICIT AMPLIADO
Porcentaje del PIB



FUENTE: BANAMEX con datos de SHCP y estimaciones propias.

GRÁFICA 29 DEUDA PÚBLICA AMPLIADA
Porcentaje del PIB



FUENTE: BANAMEX con datos de SHCP y estimaciones propias

⁷ Elaborado el 18 de mayo del 2009.

urgencia en las acciones de política. Mientras Banxico optó por repetir la misma dosis que en abril, reiteró la cláusula «por esta ocasión» antecediendo su decisión de recortar en 75pb la tasa de fondeo bancario, a 5.25% desde 6.00%. En adición, estableció de manera explícita que las futuras acciones de política monetaria «serán de menor magnitud». Así, el balance de riesgos de Banxico se inclinó aún más hacia las preocupaciones por la actividad económica debido a los costos económicos del brote de influenza humana. De hecho, por la anterior razón, Banxico decidió ajustar su pronóstico de crecimiento económico para el 2009 a [-4.3%, -5.3%] desde [-3.8%, -4.8] –cambio anunciado por el gobernador Ortiz el 18 de mayo en el marco de la XIX Convención Nacional de Aseguradores. Considerando todo lo anterior, observamos como inusual que mientras se exacerban los riesgos sobre el crecimiento, el sentido de urgencia sobre las acciones de política monetaria parezca relajarse (considerando el retraso con que actúan las acciones de política monetaria sobre la actividad real).

Esto podría ser congruente con un Banxico que tomara ventaja de las circunstancias actuales en la actividad económica para conseguir que la inflación se aproxime a su objetivo de largo plazo. Consideramos que el escenario de Banxico de mayor

deterioro económico podría ser compatible con una desaceleración en su ciclo de relajamiento, tomando en cuenta un escenario benigno para la inflación, si el banco central está evaluando una buena oportunidad para que la inflación finalmente converja hacia su objetivo de 3.0% en el futuro cercano –evento que nunca ha sido descontado por el consenso, ni para fines del 2010 ni en las previsiones de largo plazo de inflación, las cuales se han mantenido por arriba de 3.5%. Esta interpretación nos lleva a confirmar nuestra expectativa de que la tasa de política monetaria tocaría su menor nivel en el ciclo en 4.5% en julio.

En tanto, el lenguaje de Banxico llevó a que el mercado y los analistas asignaran distintas interpretaciones al comunicado de política monetaria. Tras el anuncio del viernes 15 de mayo, las expectativas de política monetaria implícitas en la curva de swaps de TIE apuntaron hacia un mayor nivel para la tasa de política monetaria al cierre del año, al pasar a 4.75% desde 4.5% (nivel anterior a la decisión de Banxico). Por otra parte, el consenso de la encuesta semanal de Infosel mostró un ajuste a la baja en la previsión del consenso de los analistas tras el recorte de 75pb de Banxico, llevando a la previsión de cierre de año a 4.5% desde 5.0% una semana antes. Pensamos que nuestra

Encuesta de Expectativas (a publicarse el 19 de mayo) proveerá de importantes conclusiones respecto a la lectura del consenso –teniendo como principal ventaja que algunos agentes pudieron haber contado con más tiempo para revisar sus pronósticos.

Joel Virgen

Baja probabilidad para un peso más apreciado frente al dólar⁸

Tipo de Cambio: los fundamentales macroeconómicos y fiscales podrían haber reemplazado a los requerimientos de divisas como las principales fuentes de preocupación en el mercado, impidiendo así un mayor fortalecimiento del peso frente al dólar.

Recientemente, el peso no ha observado un proceso de fortalecimiento frente al dólar en contraste con otras monedas. Indicios de recuperación económica en algunos países, menor incertidumbre financiera y una moderación en los niveles de aversión al riesgo han estado detrás del proceso de fortalecimiento de varias monedas frente al dólar. El peso había seguido tal tendencia desde principios de marzo hasta que el brote de influenza A H1N1 interrumpió tal proceso de fortalecimiento –llevando a una depreciación de 6.2% del peso entre el 23 y el 27 de abril. Posteriormente,

⁸ Elaborado el 27 de mayo del 2009.

el peso regreso a los niveles previos a la contingencia de manera rápida. Sin embargo, el proceso de fortalecimiento no se extendió como en el caso de otras monedas, y de hecho el peso se ubicó como una de las divisas con peor desempeño entre las más operadas en el mercado entre el 4 y el 27 de mayo – mostrando una ligera apreciación de 0.26%. Mientras que los temores relacionados con los requerimientos de divisas del sector privado han quedado atrás, han emergido nuevas preocupaciones de manera reciente. Consideramos que estas últimas podrían estar detrás del comportamiento reciente en el tipo de cambio. En nuestro caso, confirmamos el pronóstico para cierre de año de 13.50 pesos por dólar.

Los fundamentales macroeconómicos y fiscales podrían haber reemplazado a los requerimientos de divisas como la principal fuente de preocupación en el mercado, previniendo así un mayor fortalecimiento del peso frente al dólar. La recesión local en marcha –una de las más severas a nivel mundial–, agravada por el episodio de influenza, ha intensificado los retos para las finanzas públicas en el corto plazo (ver Reporte Económico Diario – México, 15 de mayo). Más aún, la alta incertidumbre respecto a si el contexto político post-electoral pudiera ser congruente con una salida constructiva en el plano fiscal seguramente estará en la mente de los inversionistas. Otros factores relacionados con la recesión podrían

también obstaculizar un proceso de fortalecimiento del peso. Por ejemplo, mientras que anticipamos que la recesión actual lleve a un menor déficit en cuenta corriente (ver Reporte Económico Diario – México, 6 de mayo), las cifras de inversión extranjera directa (en su menor nivel en once años) podrían atemperar las implicaciones de fortalecimiento para el tipo de cambio. Además, en el contexto de recesión mundial, no esperamos un ensanchamiento del diferencial de tasas de corto plazo México-EUA en el futuro cercano. Finalmente, la recuperación en los precios de las materias primas a nivel internacional podría continuar apoyando a las monedas de economías exportadoras, sin embargo el impacto sobre el peso sería limitado; dada la baja proporción de las materias primas en las exportaciones locales y la caída sistemática en la producción de crudo a nivel local.

Dicho esto, la renovación parcial del esquema de intervención en el mercado cambiario por Banxico, junto con los apoyos del FMI y la Fed, implican un riesgo limitado para el debilitamiento del peso. Mientras que los esquemas de apoyos del FMI y la Fed podrían mantenerse por el resto del año (el de la Fed probablemente sea renovado en octubre), la vigencia del mecanismo de intervención de Banxico estaría vigente hasta el 8 de junio. De hecho, la comisión de cambios estaría por hacer un anuncio

en los siguientes días. Consideramos que no es claro si este esquema debería permanecer sin cambios. Pensamos que hay por lo menos dos factores a tomar en cuenta en la decisión. Primero, es evidente que el funcionamiento de los mercados locales ha mejorado considerablemente desde el otoño pasado. Por tanto, Banxico podría validar esta percepción y decidir dismantelar la subasta diaria sin precio mínimo (100 md) y reducir el monto de la restringida (actualmente de 300 md). Además, tenemos la impresión que Banxico se siente razonablemente confortable con los niveles actuales de tipo de cambio y por lo mismo no necesariamente favorecería un peso más fuerte. En contraste, es importante recordar que las subastas, en particular la no-restringida, también tiene la finalidad de proveer de liquidez al sector privado. Entonces, aunque las condiciones de liquidez en moneda extranjera por parte de corporativos mexicanos han mejorado, sería conveniente mantener el esquema vigente. Por lo tanto, anticipamos un resultado intermedio: una reducción en el monto de ambos esquemas de subastas diarias, en conjunto con el renovado compromiso por parte de Banxico de mantenerse alerta al comportamiento del mercado cambiario y su consistencia con los fundamentales macroeconómicos.

Joel Virgen

Continúa descenso en expectativas de inflación 2009⁹

Encuesta Banamex de Expectativas: el consenso continuó ajustando a la baja sus expectativas de inflación para el cierre del 2009. Anticipa que Banxico recortará su tasa de política en 50pb el 19 de junio, a 4.75%, y para el término del año la pronostica en 4.50%.

Disminuyen las expectativas de inflación general y subyacente para 2009. El consenso de nuestra «Encuesta Banamex de Expectativas de Inflación y de Política Monetaria» estima una tasa anual de la inflación general de fin de año en 4.15%, ligeramente por debajo del dato en nuestra encuesta anterior (4.24%). Este cambio es relevante porque constituye el primer descenso en expectativas desde enero pasado. También el pronóstico de inflación subyacente de cierre para 2009, 4.36% anual, apunta un descenso respecto a la estimación de la encuesta previa (4.42%). Creemos que esta tendencia en las expectativas podría consolidarse en el futuro inmediato debido a la mayor estabilidad del tipo de cambio

y a la aguda recesión económica. La perspectiva de inflación para el 2010 se ubicó en 3.6% anual, aunque ligeramente por arriba del 3.5% de nuestra encuesta anterior, está en línea con el promedio de la expectativa que hubo en todo el año para 2010 (3.58%).

El consenso anticipa que después de la pausa de abril, continúe la tendencia a la baja de la inflación en mayo y junio; esperando también descensos anuales en la inflación subyacente. Ya conocidos los datos de la primera mitad de mayo, el consenso estima que la inflación general presentará una variación mensual de -0.26%; lo que implica una tasa anual de 6.0%, por debajo del 6.2% registrado en abril. Asimismo, el pronóstico mensual de 0.26% en la subyacente se traduce en una tasa anual de 5.56%, por debajo del 5.81% de abril. Para junio, la estimación del consenso de un incremento mensual de 0.25% en la inflación general, implica nuevamente una baja en la tasa anual a 5.84%.

También confirma su expectativa con respecto a que el ciclo de relajación de Banxico está por llegar a su

término. Como en la encuesta anterior, el consenso espera que Banxico recorte la tasa de fondeo en 50pb el 19 de junio. Más aún, el consenso reiteró su expectativa de que la tasa de política tocará su punto mínimo en 4.50% (en línea con nuestra visión) antes de que finalice el año. Esta expectativa todavía difiere de la implícita en la curva de swaps de TIE, que anticipa un nivel mínimo de 4.75%. En referencia a la política monetaria para el 2010, el consenso espera el inicio de un ciclo de alzas en su tasa de política, ubicándola en 5.25% al cierre de ese año –igual que en nuestra encuesta anterior. De nuestra parte anticipamos tan solo dos incrementos de 25pb en octubre y noviembre del 2010. En el caso de la política monetaria en EUA, el consenso continúa esperando que la tasa de política concluya el año dentro del rango 0-0.25%. Para 2010, prevén que la tasa concluya 2009 en un nivel de 1%.

En línea con la reciente estabilidad en la cotización del peso frente al dólar, el consenso mantuvo sin cambio sus pronósticos. Similar a nuestra previsión, el consenso anticipa un nivel de cierre de 13.50 en 2009. En tanto, para terminar 2010 pronostica un tipo de cambio de 13.23 pesos por dólar.

Joel Virgen/ Arturo Vieyra

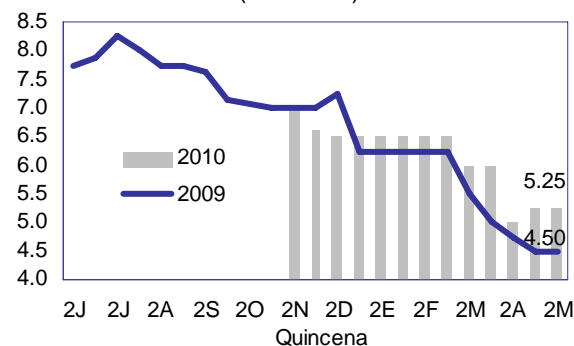
⁹ Elaborado el 4 de junio del 2009.

Artículos cortos

CUADRO 6 EXPECTATIVAS VARIABLES FINANCIERAS

Participantes	Tasa de Fondeo Bancario 2009				Tasa de Fondeo Bancario 2010	Nivel de la tasa de Fondos Federales a finales de 2009	Nivel de la tasa de Fondos Federales a finales de 2010	Nivel del Tipo de Cambio al cierre en 2009	Nivel del Tipo de Cambio al cierre en 2010
	Estimas Movimiento	Mes	Magnitud y Dirección	Cierre	Cierre				
Banamex	SI	jun-09	-0.50	4.50	5.00	0.13	0.13	13.50	13.10
BAS-ML	SI	jun-09	-	4.75	5.75	0.13	0.13	13.25	12.50
Banorte	SI	Jun-09	-0.50	4.75	5.75	0.0-0.25	1.00	13.35	13.10
Barclays Capital	SI	jun-09	-0.50	4.00	5.00	0.0-0.25	-	12.75	13.25
BBVA Bancomer	SI	jun-09	-0.50	4.50	5.25	0.0-0.25	0.0-0.25	13.00	12.40
BNP-Paribas	SI	jun-09	-0.50	4.50	4.50	0.25	0.25	12.75	12.00
Credit Suisse	SI	jun-09	-0.50	4.50	5.50	0.25	1.00	13.30	13.00
Deutsche Bank	SI	jun-09	-0.50	4.00	4.50	0.00	0.00	13.60	14.00
Goldman Sachs	SI	jun-09	-0.50	4.00	4.00	0.15	0.15	12.95	12.70
HSBC	SI	jun-09	-0.50	4.50	5.50	0.0-0.25	0.0-0.25	14.00	13.75
ING Bank	SI	jun-09	-0.50	4.50	5.25	0.00	0.00	13.82	14.10
Invex	SI	-	-0.25	4.50	-	0.0-0.25	-	14.25	-
IXE	SI	jun-09	-0.50	4.50	4.50	0.25	0.25	13.29	12.99
JP Morgan	SI	jun-09	-0.50	4.00	4.00	0.13	0.13	13.00	13.00
MONEX	SI	jun-09	-0.50	4.25	-	0.50	-	15.30	-
Morgan Stanley	SI	jun-09	-0.50	4.00	6.00	0.13	1.50	13.50	13.80
Multiva	SI	jun-09	-0.25	5.00	6.00	1.00	3.00	13.00	13.40
NAFIN	SI	-	-	4.75	-	1.00	-	13.60	-
Prognosis	SI	jun-09	-0.50	4.50	5.00	0.0-0.25	1.25	13.50	13.25
Royal Bank of Scotland	SI	jun-09	-0.50	4.50	6.00	0.25	3.50	14.10	12.00
Santander	SI	jun-09	-0.50	4.50	5.00	0.0-0.25	0.75	13.00	13.20
Scotiabank	SI	jun-09	-0.50	5.50	8.50	0.25	-	13.93	14.04
UBS	SI	jun-09	-0.50	4.50	6.00	0.0-0.25	1.00	16.00	15.50
Valmex	SI	jun-09	-0.50	4.50	4.75	0.0-0.25	1.00	13.22	13.70
Vector	SI	jun-09	-0.25	5.00	6.50	0.25	1.00	13.85	13.90
Promedio	SI	jun-09	-0.47	4.50	5.38	0.0-0.25	0.89	13.59	13.30
Mediana	SI	jun-09	-0.50	4.50	5.25	0.0-0.25	0.88	13.50	13.23
Dispersión			0.09	0.35	0.98	0.30	0.99	0.75	0.79
Anterior Promedio	SI	jun-09	-0.46	4.59	5.43	0.0-0.25	1.02	13.68	13.34
Anterior Mediana	SI	jun-09	-0.50	4.50	5.25	0.0-0.25	1.00	13.50	13.25
Máximo			-0.25	5.50	8.50	1.00	3.50	16.00	15.50
Mínimo			Invex / Multiva / Vector	Scotiabank	Scotiabank	Multiva / NAFIN	Royal Bank of Scotland	UBS	UBS
			-0.50	4.00	4.00	0.00	0.00	12.75	12.00
				Barclays Capital/ Deutsche Bank/ Goldman Sachs / JP Morgan / Morgan Stanley	Goldman Sachs/ JP Morgan	Deutsche Bank / ING Bank	Deutsche Bank / ING Bank	Barclays Capital / BNP-Paribas	BNP-Paribas / Royal Bank of Scotland

GRÁFICA 30 EXPECTATIVAS TASA DE FONDEO BANCARIO (MEDIANA)



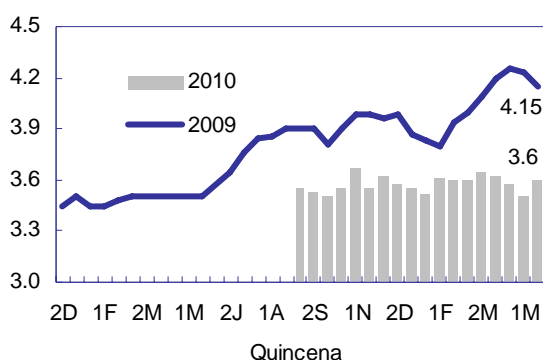
FUENTE: BANAMEX.

CUADRO 7 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Participantes	Subyacente		Junio	Subyacente		Subyacente	Próximos 12 meses	Subyacente	
	Mayo 2009	Mayo 2009	2009	Junio 2009	2009			2010	2010
Banamex	-0.29	0.26	0.32	0.38	4.07	4.06	3.90	3.42	3.38
BAS-ML	-0.25	0.28	0.29	0.31	3.92	4.26	3.23	3.27	3.55
Banorte	-0.27	0.27	0.23	0.32	4.25	4.31	3.91	3.85	-
Barclays Capital	-0.29	0.24	0.15	0.25	3.79	4.08	3.00	3.01	3.01
BBVA Bancomer	-0.25	0.23	0.10	0.29	3.77	3.63	3.31	3.37	3.35
BNP-Paribas	-0.26	0.24	0.28	0.31	4.05	4.35	3.25	3.20	2.99
Credit Suisse	-0.31	0.29	0.15	0.37	4.40	4.50	4.10	3.50	3.50
Deutsche Bank	-0.30	0.25	0.22	0.28	4.20	4.30	3.90	3.60	3.60
Goldman Sachs	-0.30	0.20	0.18	0.23	4.00	4.07	3.52	3.75	3.87
HSBC	-0.22	0.25	0.27	0.25	4.10	4.38	3.67	3.64	3.79
ING Bank	-0.24	0.26	0.31	0.33	5.00	5.40	4.54	4.29	4.32
Invex	-0.29	0.26	0.10	0.29	4.28	4.52	3.81	3.77	3.57
IXE	-0.27	0.33	0.20	0.33	4.13	4.50	3.66	3.27	3.10
JP Morgan	-0.28	0.26	0.23	0.27	3.74	4.31	3.28	3.43	3.30
MONEX	-0.19	0.24	0.49	0.45	4.85	4.81	4.72	4.34	4.88
Morgan Stanley	-0.29	0.23	0.09	0.26	3.60	-	3.20	3.30	-
Multiva	-0.24	0.25	0.28	0.29	4.33	4.36	3.98	3.60	3.70
NAFIN	-0.24	0.26	0.27	0.28	4.17	4.36	4.08	3.95	3.84
Prognosis	-0.28	0.26	0.25	0.26	4.10	4.30	3.75	3.60	3.50
Royal Bank of Scotland	-0.35	0.18	0.25	0.35	4.00	4.10	3.80	3.30	3.00
Santander	-0.26	0.27	0.23	0.36	4.30	5.00	4.12	3.90	3.80
Scotiabank	-0.21	0.29	0.31	0.39	4.91	4.86	5.05	4.84	4.76
UBS	-0.24	0.26	0.25	0.35	4.80	5.00	4.14	3.80	4.30
Valmex	-0.25	0.26	0.24	0.28	4.15	4.08	4.07	3.61	3.47
Vector	-0.26	0.31	0.26	0.38	4.48	4.85	4.33	3.80	4.13
Promedio	-0.27	0.26	0.24	0.31	4.22	4.43	3.85	3.66	3.68
Mediana	-0.26	0.26	0.25	0.31	4.15	4.36	3.90	3.60	3.57
Dispersión	0.03	0.03	0.08	0.05	0.37	0.39	0.50	0.40	0.52
Anterior Promedio	-0.21	0.30			4.27	4.49	3.91	3.66	3.69
Anterior Mediana	-0.20	0.29			4.24	4.42	3.89	3.50	3.59
Máximo	-0.19	0.33	0.49	0.45	5.00	5.40	5.05	4.84	4.88
	MONEX	IXE	MONEX	MONEX	ING Bank	ING Bank	Scotiabank	Scotiabank	MONEX
Mínimo	-0.35	0.18	0.09	0.23	3.60	3.63	3.00	3.01	2.99
	Royal Bank of Scotland	Royal Bank of Scotland	Morgan Stanley	Goldman Sachs	Morgan Stanley	BBVA Bancomer	Barclays Capital	Barclays Capital	BNP-Paribas

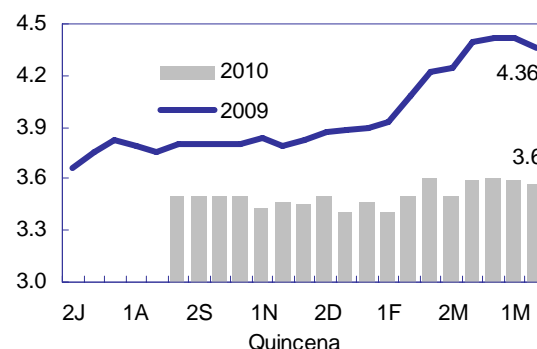
FUENTE: BANAMEX.

GRÁFICA 31 INFLACIÓN GENERAL (MEDIANA)



FUENTE: BANAMEX.

GRÁFICA 32 INFLACIÓN SUBYACENTE (MEDIANA)



FUENTE: BANAMEX.

Notas breves

ACTIVIDAD PRODUCTIVA

Comportamiento mixto en abril¹

En abril, caen 67.4% las ventas y 46.9% la producción de vehículos pesados con relación al mismo mes de 2008. La Asociación Nacional de Productores de Autobuses, Camiones y Tractocamiones (ANPACT) resaltó que en abril se ensambló la mejor cifra del año, no obstante es casi la mitad de hace un año, mientras que las ventas internas reafirman su tendencia a caer. Las ventas al exterior, por su parte, aumentan marginalmente en abril a una tasa anual de 1.5%, luego de un largo período de descensos (más de dos años), y promedian -14.7 % en el primer cuatrimestre del año.

El mercado interno permanece fuertemente contraído, y aún cuando las exportaciones pudieran haber dejado de caer, la fuerte reducción de las

ventas internas hace difícil que la producción deje de observar descensos entre 40 y 50% en términos anuales. (*Lourdes Rocha*)

Condiciones muy débiles en el mercado laboral²

En abril, el empleo formal (medido por el número de trabajadores permanentes más eventuales urbanos registrados en el IMSS) disminuyó en 30 mil plazas; ello significó una contracción anual de 3.4%. Este desplome anual es el más severo desde febrero de 1996, cuando cayó 4.9%; en febrero y marzo; la caída fue de 2.6% en ambos meses durante este año. También se dio a conocer el salario promedio de cotización al IMSS de marzo,

en 228.6 pesos diarios; siendo 1.6% la contracción anual del salario real, también la peor desde noviembre de 1997 (-3.4%). Así, la masa salarial disminuyó 4.2% anual en términos reales en marzo.

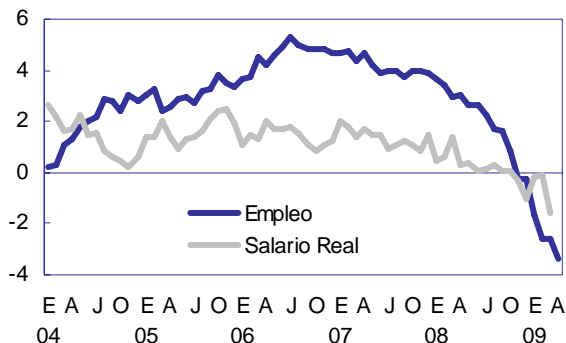
Aunque la pérdida de empleos es menos severa que entre noviembre y febrero, el deterioro de las condiciones laborales en el sector formal continúa. Así, de enero a abril la pérdida de empleos fue de 213 mil, cifra desfavorable al compararse con el incremento de 235 mil plazas de similar período del 2008. La situación en el mercado laboral apunta hacia una demanda doméstica aún muy débil durante el segundo trimestre del año (*Eduardo González*).

CUADRO 8 VEHÍCULOS PESADOS 2009

	Abril		Enero-Abril	
	Unidades	Variación anual %	Unidades	Variación anual %
Ventas Internas	1,555	-67.4	6,307	-61.9
Exportaciones	2,920	1.5	10,584	-14.7
Producción	3,947	-46.9	14,425	-46.4

FUENTE: ANPACT, TOMADOS DE INFOSEL.

GRÁFICA 33 EMPLEO Y SALARIO REAL
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de la STyPS:

¹ Elaborado el 12 de mayo del 2009.

² Elaborado el 12 de mayo del 2009.

La enorme contracción de la inversión, en línea con lo esperado³

El resultado de febrero estuvo en línea con nuestra expectativa. La caída en las compras de bienes de capital, importados y locales, está en consonancia con nuestra perspectiva de disminución de

los niveles de utilización de la capacidad instalada. Creemos que por ello es poco probable un repunte sustancial de la inversión en los próximos meses, ya que la demanda total y la confianza de los productores seguramente continuarán débiles. En tanto, la caída de la construcción, aunque severa, ha sido de

alguna manera mitigada por el gasto público en infraestructura. En suma, reiteramos nuestra previsión de una contracción de 8% para la inversión bruta fija durante todo el 2009.

Ajustada por estacionalidad, la inversión fija bruta total cayó 1.5% a tasa mensual en febrero, luego de resultados también negativos en los tres meses previos.

En términos anuales, las compras de bienes de capital importados y locales cayeron más que lo que anticipamos; aunque la diferencia fue compensada por una caída menor en la actividad de la construcción.

Durante enero-febrero, la inversión total se contrajo a una tasa promedio anual de 10.1% contra un incremento anual de 7.3% durante en el mismo periodo del 2008 (Eduardo González).

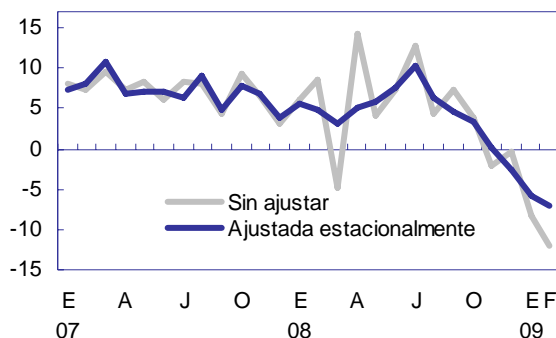
CUADRO 9 INVERSIÓN FIJA BRUTA. FEBRERO 2008
Variación, porcentaje

Estimado	Anual		Ene-Feb	Acumulado
	Observada	Mensual ¹		
Inversión Fija Bruta	-12.0	-12.1	-1.5	-10.1
Maquinaria y Equipo	-13.2	-15.0	-4.3	-12.3
Importado	-14.0	-14.8	-3.2	-12.1
Nacional	-11.2	-15.4	-1.5	-12.7
Construcción	-11.3	-10.3	0.1	-8.6

*. Serie desestacionalizada.

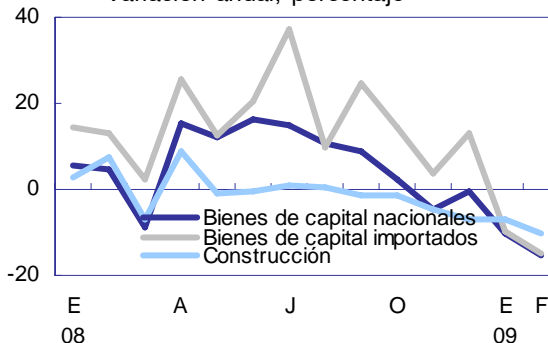
FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

GRÁFICA 34 INVERSIÓN FIJA BRUTA
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

GRÁFICA 35 INVERSIÓN FIJA BRUTA
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

³ Elaborado el 11 de mayo del 2009.

Producción y ventas de autos se desploman en abril⁴

La Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA) informó que la producción de vehículos ligeros, las exportaciones y ventas domésticas cayeron con respecto a abril de 2008 (cuadro 10). A la crisis económica mundial, se sumó el virus de la influenza que mantuvo cerradas las operaciones de esta industria por unos días. Al primer cuatrimestre de 2009, la producción, las exportaciones, y ventas internas promedian descensos inferiores a los observados en abril.

En estos resultados estuvieron presentes efectos temporales y estacionales como el virus de la influenza y la semana santa respectivamente, que profundizan las caídas. Por tanto, consideramos que quedarán entre los peores números del año; y en adelante será observada una tendencia a mejorar: nuestras estimaciones están también dentro del rango de 20% a 25% de caída anual que visualiza la AMIA para dichas variables en este año (Lourdes Rocha).

Las ventas ANTAD mejoran temporalmente su desempeño⁵

Las ventas totales de los miembros de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD) aumentaron nominalmente

13% en abril y las de mismas tiendas 5.4% en términos anuales. Esto fue después de que ambas cayeran en marzo. El mejor desempeño fue favorecido por la semana santa y por compras preventivas del consumidor ante el brote de la epidemia.

Aunque ambas aumentaron en términos nominales,

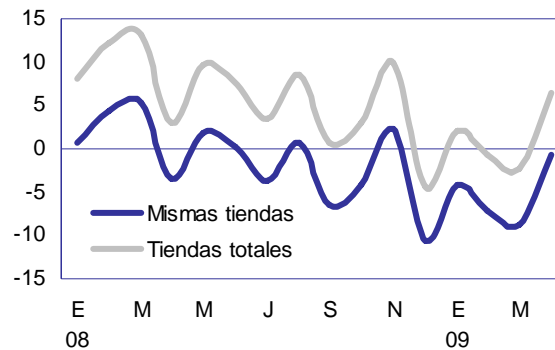
eliminada la inflación sólo crecen las totales, las realizadas en mismas tiendas caen. Asimismo, las ventas totales regresarán también a la tendencia descendente en términos reales observada en febrero y marzo cuando no se repitan más los factores que las impulsaron (Lourdes Rocha).

CUADRO 10 INDUSTRIA AUTOMOVILÍSTICA EN MÉXICO, 2009
Miles de unidades

	Abril	Variación anual, %	Enero-Abril	Variación anual, %
Exportaciones	85.1	-41.0	315.8	-40.7
Mercado interno	51.4	-38.2	246.9	-28.9
Producción	100.4	-46.6	392.2	-42.3
Consumo en EU				
Total	819.2	-34.2	3021.8	-37.3
De vehículos domésticos	609.6	-33.3	2197.4	-39.3

FUENTE: BANAMEX con datos de la AMIA y BLOOMBERG.

GRÁFICA 36 VENTAS ANTAD
Variación real anual, porcentaje



FUENTE: ANTAD.

⁴ Elaborado el 13 de mayo del 2009.

⁵ Elaborado el 14 de mayo del 2009.

Producción industrial: persistió su debilidad en marzo⁶

Si bien la tasa de variación anual de la producción industrial (PI) en marzo resultó mucho mejor que lo previsto por el consenso, el resultado no es positivo. Ello se debe a que dicha tasa anual se vio favorecida por el efecto calendario de semana santa implicando un mayor número

de días trabajados en marzo de 2009, que en marzo de 2008. Al ajustar por este factor, utilizando la serie desestacionalizada, la PI se contrajo a una tasa anual de 11.5% (versus 9.2% en febrero). En tanto, la tasa mensual de variación fue negativa, lo que dio lugar a cuatro lecturas mensuales negativas en los últimos cinco meses. Sobre la base de estos resultados, la contracción anual del PIB en

el primer trimestre podría resultar ligeramente mayor a la de nuestro pronóstico, de -7.7% anual (las cifras del PIB se dieron a conocer el 20 de mayo).

Ajustada por estacionalidad, la PI descendió 2.0% a tasa mensual. Destacan las caídas mensuales en manufacturas (-2.6%) y en construcción (-2.1%).

En términos anuales, los dos principales segmentos, producción manufacturera y construcción cayeron 9.9% y 4.6%, respectivamente, esto es, caídas mayores a las de 7.8% y de 1.8% que habíamos previsto para cada uno de estos segmentos en el mismo orden.

Durante enero-marzo, la PI se contrajo a una tasa promedio anual de 9.9%, lo cual contrasta con el incremento de 1.2% que registró durante el mismo período de 2008 (Eduardo González).

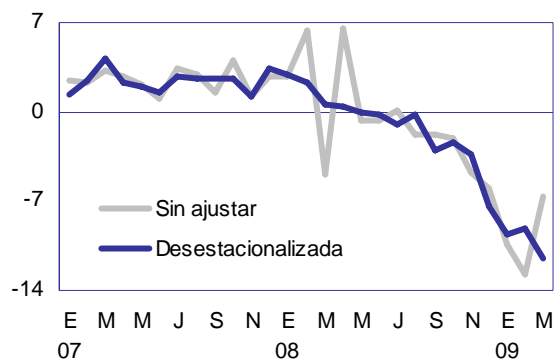
CUADRO 11 PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. MARZO 2009

	Observado		Pronóstico*	Acumulado 2009
	Variación mensual, %	Variación anual, %		
Total	-2.0	-6.7	-5.4	-9.9
Construcción	-2.1	-4.6	-1.8	-7.7
Minería	-0.1	0.3	-3.2	-1.1
Electricidad, agua y gas	1.8	0.1	-0.9	-3.0
Manufacturas	-2.6	-9.9	-7.8	-13.8

*. Banamex.

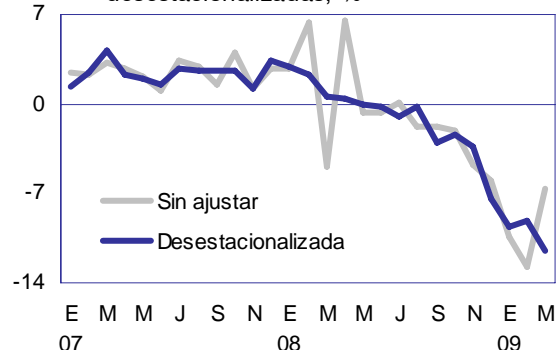
FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

GRÁFICA 37 PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

GRÁFICA 38 MANUFACTURAS Y CONSTRUCCIÓN
Variación anual, s/series desestacionalizadas, %



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

⁶ Elaborado el 18 de mayo del 2009.

La contracción anual del PIB superó las expectativas⁷

Los datos confirmaron la drástica contracción de la actividad económica durante el primer trimestre del año, cayendo el PIB en 21.5% a tasa trimestral anualizada (su peor caída desde el segundo trimestre de 1995, cuando disminuyó 21.6%); luego de descender 2.3% y 9.8% en el tercero y cuarto trimestres de 2008, respectivamente. Los datos entonces confirman que la economía entró en recesión en la segunda mitad del año pasado. El desplome del PIB ha sido resultado del desplome de la demanda de exportaciones y de una severa contracción del mercado interno.

Las cifras también revelan que la actividad económica en marzo disminuyó a una tasa anual menor que en los dos meses anteriores. Pero ello obedeció al efecto positivo del calendario de semana santa, ya que en términos ajustados estacionalmente, calculamos que la actividad en marzo fue inferior a la de febrero.

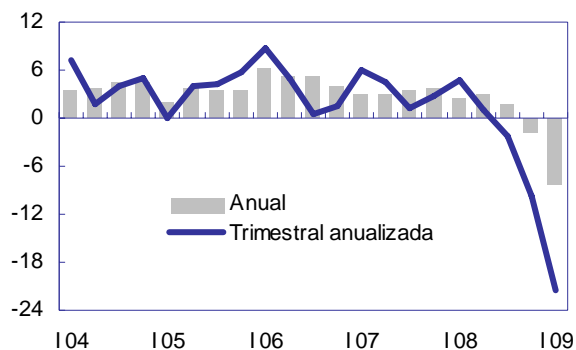
Pensamos que la contracción de actividad económica está ya tocando fondo; estimamos que el PIB en el segundo trimestre registre probablemente una caída anual casi similar a la del primero, afectado por los efectos negativos del calendario de semana santa y de la epidemia de gripe A/H1N1.

CUADRO 12 PRODUCTO INTERNO BRUTO
Variación real anual, porcentaje

	Trimestres 2008				Anual	2009
	I	II	III	IV	2008	I
Producto Interno Bruto	2.6	2.9	1.7	-1.6	1.3	-8.2
Agropecuario, silvicultura y pesca	-1.1	6.5	3.9	3.3	3.2	1.4
Industria	1.2	1.6	-1.2	-4.2	-0.7	-9.9
Servicios	3.6	3.3	2.7	-0.9	2.1	-7.8
Servicios Intermediación Financiera						
Medidos indirectamente	5.2	0.8	-5.0	-7.4	-1.7	-6.1

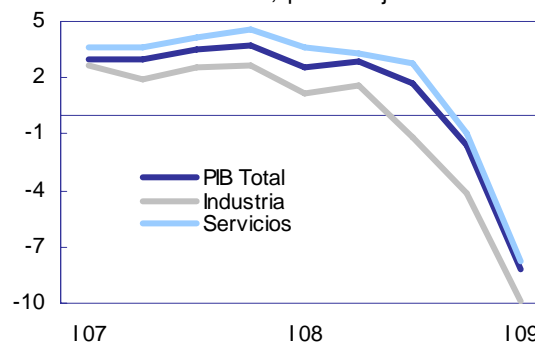
FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI

GRÁFICA 39 PRODUCTO INTERNO BRUTO
Variación anual y trimestral anualizada, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

GRÁFICA 40 PIB: INDUSTRIA Y SERVICIOS
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

⁷ Elaborado el 20 de mayo del 2009.

Para la segunda mitad del año, esperamos el inicio de una recuperación moderada de la actividad económica, sobre el respaldo de una mejora gradual tanto en la demanda mundial cuanto en la confianza de los consumidores y productores

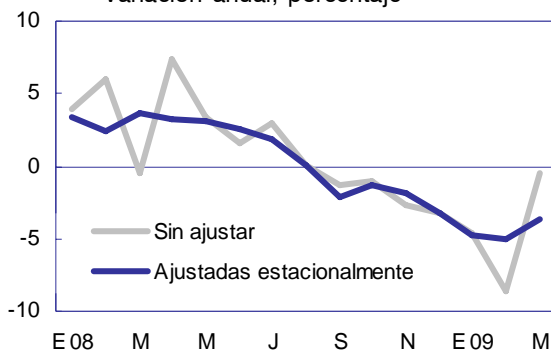
locales. Sin embargo, en términos anuales esperamos que las tasas de crecimiento continúen siendo negativas, aunque mejorando cada trimestre.

Por sector, el PIB industrial y el de servicios registraron caídas

anuales de 9.9% y 7.8%, respectivamente en el primer trimestre del año. En tanto, el PIB de las actividades primarias creció 1.4% anual.

En términos ajustados por estacionalidad, a tasa trimestral anualizada el PIB industrial cayó 21.5, el de servicios cayó 20.5%, mientras que la disminución en el primario fue de sólo 2.3% (Eduardo González).

GRÁFICA 41 VENTAS AL MENEDEO
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

Las ventas al menudeo con un inesperado repunte en marzo⁸

Sorpresivo repunte de las ventas al menudeo en marzo, con una variación anual mucho mejor a la esperada por el consenso y nosotros. Aunque influyó el efecto positivo del calendario de semana santa, sobre la serie ajustada por estacionalidad se observa un avance mensual de 1.3%, mientras la variación

CUADRO 13 VENTAS AL MENEDEO
Variación anual, porcentaje

Concepto	2008	4T08	ene-09	feb-09	mar-09	1T09
Total	1.2	(2.4)	(4.6)	(8.6)	(0.5)	(4.6)
Alimentos, bebidas y tabaco	0.4	3.4	3.7	1.0	9.8	4.8
Alimentos	1.7	5.8	5.7	4.0	12.5	7.4
Comercio de bebidas y tabaco	(11.3)	(17.8)	(18.0)	(28.1)	(18.8)	(21.8)
Tiendas de autoservicio y departamentales	3.0	(0.1)	3.6	(1.6)	1.3	1.2
Productos textiles, accesorios de vestir y calzado	0.0	(2.3)	(4.4)	(8.6)	(2.7)	(5.1)
Productos textiles, excepto ropa	(1.7)	(1.6)	(14.8)	2.2	10.9	(1.7)
Artículos para cuidado de la salud	9.5	9.9	8.4	8.5	11.6	9.5
Arts. de papelería, esparcimiento y otros de uso personal	(4.1)	(3.8)	(6.3)	(9.2)	1.4	(4.8)
Artículos de papelería, libros y periódicos	1.7	5.9	(5.1)	(1.4)	12.6	1.8
Enseres domésticos, computadoras y arts. para decoración de interiores	(3.4)	(10.7)	(17.1)	(21.5)	(15.0)	(17.8)
Artículos de ferretería, tlapalería y vidrios	0.7	(2.1)	(8.0)	(13.1)	(1.6)	(7.6)
Vehículos de motor, refacciones, combustibles y lubricantes	0.6	(6.6)	(12.8)	(16.9)	(5.1)	(11.8)

FUENTE: Banamex con datos de INEGI.

⁸ Elaborado el 21 de mayo del 2009.

anual se ubicó en -3.6% contra -5.0% en febrero. En una primera impresión, el desglose por rubro de ventas minoristas sugiere que el deterioro continúa siendo severo en segmentos de bienes de consumo duradero, pero hay un importante rebote en varios segmentos de bienes de consumo no duradero. Sin embargo, consideramos que es prematuro creer que esto significa que el punto de inflexión hacia una trayectoria de recuperación se ha alcanzado, ya que aún prevalece una tendencia de deterioro en el empleo, los salarios reales y el crédito.

Importantes segmentos minoristas registraron un fuerte repunte en términos anuales en sus ventas durante marzo, como son: alimentos creciendo 12.5%; productos textiles excluyendo ropa 10.9%; y, artículos de papelería, libros y periódicos 12.6%. Además, las ventas de artículos para el cuidado de la salud mejoraron su ya buen ritmo de crecimiento en meses previos, al subir 11.6%.

Durante enero-marzo, las ventas al menudeo disminuyeron a una tasa promedio anual de 4.6% contra un incremento de 3.1% en igual período del 2008 (Eduardo González).

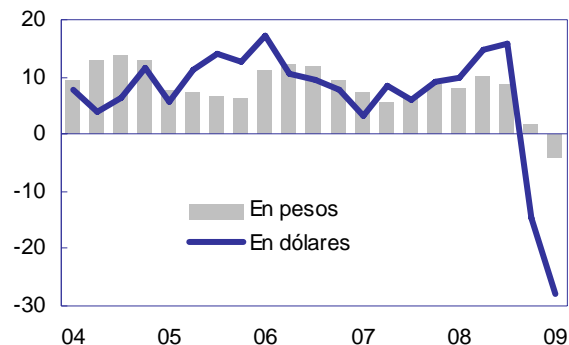
Cae el PIB nominal 3.3% anual en el primer trimestre⁹

El PIB nominal se ubicó en 11.2 billones de pesos en el primer trimestre (anualizado —

multiplicado por 4), con una contracción anual de 3.3%, como resultado del desplome de 8.2% anual del PIB real y un alza de 5.3% en el deflactor de precios implícito. En dólares, el PIB bajó a 779 mil millones, 27.2% menos que un año antes, afectado por la

depreciación significativa del peso frente al dólar (32.8% anual en el trimestre). Así, el PIB per cápita fue de 104,407 pesos (anualizado), o su equivalente de 7,269 en dólares, esto es, 4.1% y 27.8% por debajo de los valores del igual trimestre de 2008, respectivamente.

GRÁFICA 42 PIB PER CÁPITA
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

CUADRO 14 BALANZA COMERCIAL

	Millones de dólares	Observado	Estimado	Acumulado (Millones US\$)	Variación anual, %
Balanza Comercial (md)	160		-688	-1,890	
Exportaciones Totales	18,714	-25.1	-26.6	50,067	-28.6
Petroleras	1,896	-62.4	-63.8	5,463	-58.1
No-petroleras	16,818	-15.7	-17.2	44,604	-21.8
Agropecuarias	944	15.7	2.0	2,393	0.6
Extractivas	92	-27.9	-15.0	321	-26.9
Manufactureras	15,782	-17.0	-18.0	41,891	-22.8
Importaciones Totales	18,555	-21.9	-19.8	51,957	-27.6
Bienes de Consumo	2,460	-27.7	-25.4	7,021	-37.6
Bienes Intermedios	13,556	-23.0	-20.0	37,575	-28.1
Bienes de Capital	2,538	-7.5	-12.0	7,362	-10.6

FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

⁹ Elaborado el 25 de mayo del 2009.

El desplome del PIB nominal en términos per cápita, sobre todo en dólares, refleja los problemas que está enfrentando la economía, en particular en el primer trimestre:

una fuerte recesión y una importante depreciación cambiaria (Eduardo González).

COMERCIO EXTERIOR

Exportaciones manufactureras mexicanas a EUA: registran ganancia de mercado al 1T¹⁰

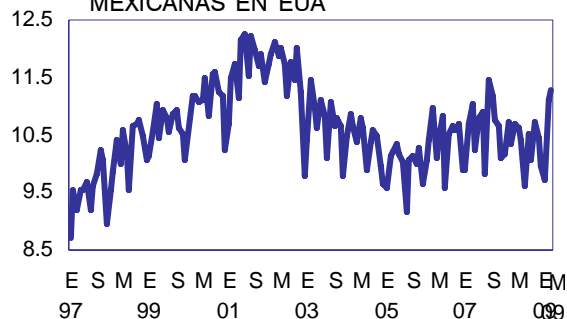
En el 1er. trimestre de 2009, las exportaciones mexicanas de

CUADRO 15 EXPORTACIONES DE MEXICO HACIA EUA

	Crecimiento anual, %		Participación de Mercado		Ganancia/ Pérdida	
	Mar-09	Ene -Mar 09	Mar-09	Ene -Mar 09	Mar-09	Ene -Mar 09
Vestido y Calzado	-18.0	-24.2	5.6	4.8	-0.5	-0.7
Eléctricos y Electrónicos	-13.7	-16.1	17.2	17.5	1.3	1.0
Equipos de audio y video	-12.4	-8.0	40.2	44.0	3.4	6.1
Radio y Televisiones	-9.0	-11.1	16.9	17.6	-1.4	-2.3
Computadores y sus partes	10.5	0.5	10.1	9.4	2.8	2.3
Mototres y generadores	-24.5	-25.1	27.0	25.4	0.1	-3.3
Industria Automotriz	-29.1	-40.7	26.6	23.3	7.5	4.2
Vehículos automóviles	-25.2	-38.0	22.9	18.8	8.4	4.9
Carrocerías motores y partes automotrices	-33.2	-43.2	32.7	30.6	4.2	1.3
Otras	-11.4	-17.5	6.6	6.4	0.7	0.4
Industria Manufacturera	-17.5	-23.7	11.3	10.7	1.0	0.3
Total	-21.3	-26.0	11.5	6.1	1.1	-4.4

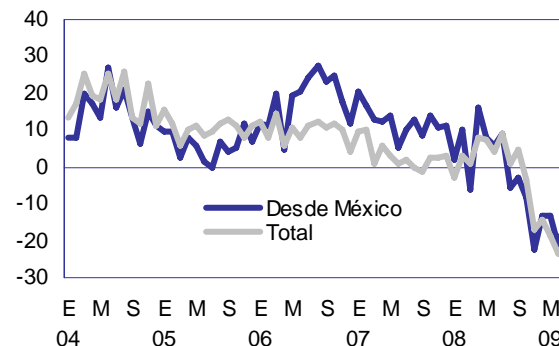
FUENTE: Departamento de Comercio Exterior de EUA.

GRÁFICA 43 EUA: PARTICIPACIÓN DE LAS EXPORTACIONES MANUFACTURERAS MEXICANAS EN EUA



FUENTE: Departamento de Comercio Exterior de EUA.

GRÁFICA 44 EUA: IMPORTACIONES DE AUTOS Variación anual, porcentaje



FUENTE: Departamento de Comercio Exterior de EUA.

¹⁰ Elaborado el 13 de mayo del 2009.

manufacturas registraron una ganancia anual de mercado de 0.3 puntos porcentuales en el mercado de importaciones de EUA. La mayor solidez de los envíos mexicanos se aprecia en el bimestre febrero – marzo cuando la participación reveló un incremento de 0.7pp. A nivel sectorial la ganancia de mercado resultó casi generalizada, pero se explica principalmente por el incremento en la participación de los sectores automotriz (autos y autopartes) y de eléctricos y electrónicos (especialmente equipos de audio y video y computadoras).

Cabe notar que a pesar de que la dinámica está influida favorablemente por el efecto calendario de la semana santa (este año tuvo más días hábiles en el 1T de este año que en igual periodo del año anterior,

y por tanto, mayor crecimiento anual), según nuestras estimaciones, ajustando por este efecto, aún se registra una ganancia de mercado en el 1T de 0.12 puntos porcentuales.

La recesión en EUA continúa golpeando severamente el ritmo de crecimiento de las importaciones de EUA; los envíos mexicanos de manufacturas a ese país se redujeron -17.5%, aún con el efecto favorable de la semana santa. En el 1T cayeron 23.7% anual (Arturo Vieyra).

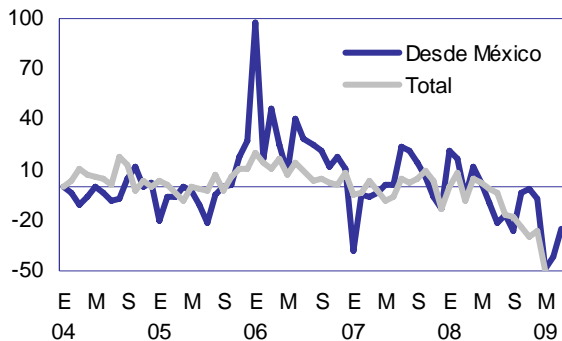
Turismo: mantiene su cadencia descendente el excedente en marzo¹¹

Durante el mes los ingresos y egresos turísticos ampliaron su caída. El descenso de los egresos siguió siendo mayor que el de los ingresos (gráfica 47). Esto último fue resultado

de una mayor contracción en visitantes más que en gasto medio. Ello arrojó un saldo de 696.8 millones de dólares, — no muy lejano al registrado un año antes (-4.3%)— y se compara de manera favorable con el nivel de los primeros dos meses del año. Al primer trimestre la balanza turística asciende a 1,945 millones de dólares, 5% inferior a la del mismo período en 2008.

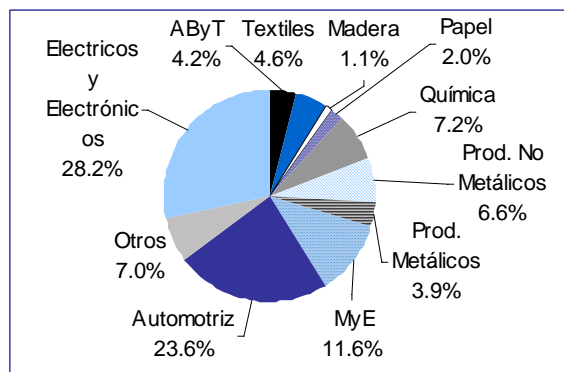
Consideramos que pese a la situación económica mundial, el saldo turístico no se ha deteriorado significativamente. También observamos que mientras que por el lado de los egresos todos son resultados negativos, por el lado de los ingresos destacan dos rubros favorables: 1) el aumento anual del gasto medio (1.8%) del turista no fronterizo, y 2) mantiene su crecimiento el turismo fronterizo, aún cuando

GRÁFICA 45 EUA: IMPORTACIONES DE AUTOS
Variación anual, porcentaje



FUENTE: Departamento de Comercio Exterior de EUA.

GRÁFICA 46 IMPORTACIONES POR SECTOR A EUA
Variación anual, porcentaje



FUENTE: Departamento de Comercio Exterior de EUA.

¹¹ Elaborado el 20 de mayo del 2009.

este sólo representa la cuarta parte del ingreso total de los visitantes fronterizos. Por supuesto, estos resultados se modificarán de forma sustancial en los meses siguientes debido a los efectos de la epidemia.

La producción y las exportaciones de crudo siguen bajando¹²

En abril se produjeron 2.642 millones de barriles diarios (mbd), 4.2% menos que en igual mes de 2008, el nivel más bajo de este año. El volumen exportado, 1.177 mbd, también se redujo, pero a un ritmo mayor (-18.2% anual). Al mal desempeño operativo se sumó un mercado débil, en el que el precio de la mezcla mexicana de abril de 46.35 dólares por barril perdió más de la mitad de su nivel de un año antes. El saldo comercial para la empresa es todavía

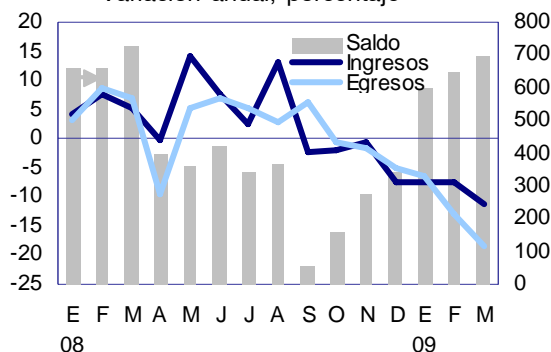
superavitario (1,142.5 millones de dólares), aunque sólo sea un tercio del observado hace un año, el que sería menor si las compras externas de petrolíferos no hubieran disminuido a tasa anual de 45%.

La producción seguirá declinando mientras no se desarrollen nuevos campos que incrementen la producción e incorporen más reservas a los actuales campos Ku-Maloob-Zaap y Cantarell, que a la fecha aportan 59% de la extracción del país. Se espera que Ku-Maloob-Zaap alcance una producción tope de 820,000 barriles diarios este año y comience a declinar en 2010, mientras que la de Cantarell continuará su tendencia a descender. Lo anterior hace difícil alcanzar la meta de 2.75 mbd en este año (Ma. de Lourdes Rocha).

Balanza comercial refleja debilidad productiva y menores presiones sobre la paridad¹³

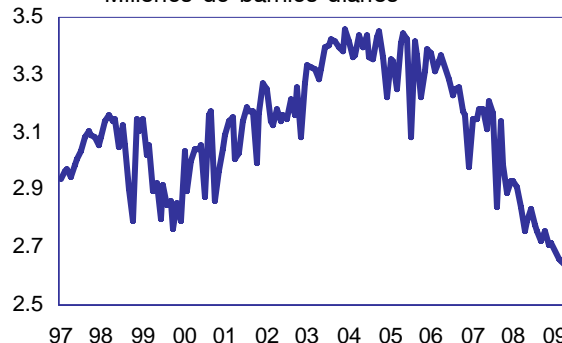
Continúan los resultados negativos. Se registra una severa disminución de los flujos de comercio exterior (-35.6% exportaciones y -38.8% importaciones), en línea con nuestros estimados (-38.9% y -37.9% respectivamente). La profunda desaceleración externa e interna continúa golpeando los flujos de comercio exterior. La caída en las exportaciones no petroleras de 30.4% anual se originó por la reducción de 32% de los envíos de la industria automotriz y de -28% del resto de las exportaciones. A ello se suma el fuerte deterioro en los ingresos petroleros (-60%) provocado por la disminución de los precios del petróleo. Asimismo, la reducción en las importaciones, además de

GRÁFICA 47 BALANZA TURISTICA
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de BLOOMBERG.

GRÁFICA 48 PRODUCCIÓN DEL CRUDO
Millones de barriles diarios



FUENTE: BANAMEX con datos de PEMEX.

¹² Elaborado el 22 de mayo del 2009.

¹³ Elaborado el 24 de mayo del 2009.

responder a menores exportaciones, reflejó la fuerte debilidad de la demanda local vía menores compras foráneas de bienes de consumo y de capital.

El bajo nivel del déficit en el año refrenda menores presiones sobre la paridad. El superávit comercial de abril de 210 millones de dólares, contrastó con las expectativas déficit anticipados por el consenso y por nosotros. En los primeros cuatro meses del año, el déficit de la balanza comercial acumulada fue de 1.7 mmd por debajo del acumulado del año pasado, -2.5 mmd. Incluso, el déficit sin considerar las exportaciones petroleras fue de 9.1 mmd, 55% por debajo de un año antes.

Aun cuando los resultados de abril registraron un mayor deterioro respecto de los observados en el primer trimestre del año (28.6% exportaciones y 27.6%

importaciones); ello parcialmente se debió al efecto de la alta base de comparación anual generada por el movimiento de la Semana Santa (un menor número de días laborales este año). Estimamos que el efecto de la semana santa sobre los

crecimientos anuales es de 6 puntos porcentuales.

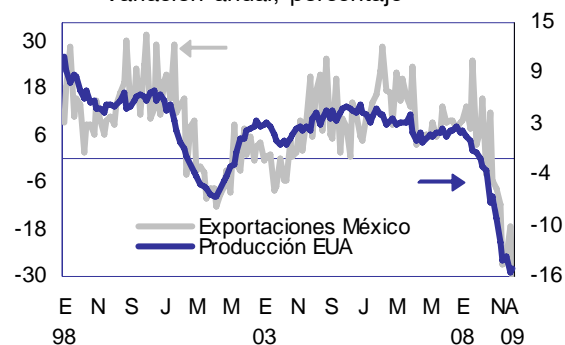
Conforme a cifras ajustadas por estacionalidad del INEGI, en abril las exportaciones manufactureras se redujeron 2.2% mensual y las importaciones -1.5% (Arturo Vieyra).

CUADRO 16 BALANZA COMERCIAL. ABRIL 2009

	Millones de dólares		Acumulado	Variación
	Observado	Estimado	(Millones US\$)	anual, %
Balanza Comercial (md)	210	-933	-1,681	
Exportaciones Totales	17,413	-35.6	7,480	-30.5
Petroleras	1,936	-59.6	7,399	-58.5
No-petroleras	15,478	-30.4	60,081	-24.2
Agropecuarias	780	4.7	3,172	1.6
Extractivas	126	-32.7	447	-28.6
Manufactureras	14,572	-31.6	56,462	-25.3
Importaciones Totales	17,204	-38.8	69,161	-30.7
Bienes de Consumo	2,378	-43.7	9,399	-39.3
Bienes Intermedios	12,549	-38.9	50,124	-31.1
Bienes de Capital	2,277	-32.3	9,638	-16.9

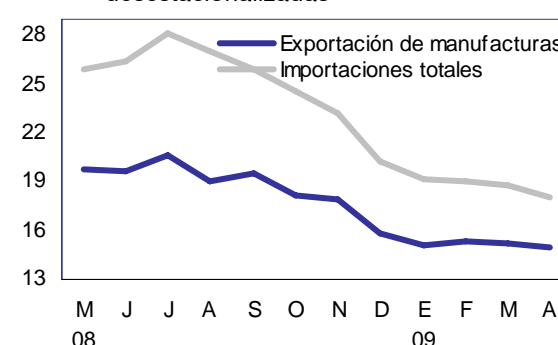
FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI.

GRÁFICA 49 MANUFACTURAS
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI y la Reserva Federal de EUA.

GRÁFICA 50 COMERCIO EXTERIOR
Miles de millones de dólares. Cifras desestacionalizadas



FUENTE: BANAMEX con datos de INEGI y la Reserva Federal de EUA.

CUADRO 17 CUENTA CORRIENTE
Miles de millones de dólares

	IT 2008	II T 2008	III T 2008	IV T 2008	IT 2009
Cuenta Corriente	-2.6	-2.1	-4.5	-6.6	-1.1
Balanza Comercial	-1.6	-0.9	-6.4	-8.3	-1.9
Servicios no factoriales	-0.8	-1.9	-2.4	-1.9	-0.7
Servicios factoriales	-6.5	-7.0	-2.5	-2.8	-4.3
Transferencias	5.9	6.9	6.5	6.2	5.5

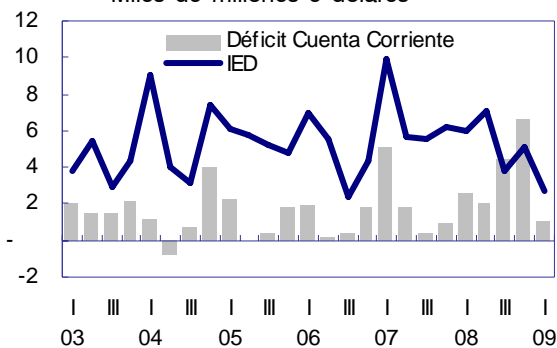
FUENTE: BANAMEX con datos de BANXICO.

CUADRO 18 BALANZA DE PAGOS
Miles de millones de dólares

	I	II	III	IV	I
Cuenta Corriente	-2.6	-2.1	-4.5	-6.6	-1.1
Cuenta de Capital	8.8	2.7	1.6	11.6	-3.9
Pasivos	11.8	13.7	8.0	-0.4	1.7
Por préstamos y depósitos	1.6	-0.1	4.4	-0.2	0.0
Banca de Desarrollo	-0.7	-0.3	-0.1	0.6	0.5
Banca Comercial	-0.2	1.8	-0.5	-2.3	-0.8
Sector Público no bancario	1.7	-1.1	0.1	0.7	1.0
Sector Privado no bancario	0.7	-1.3	3.8	-0.3	-0.7
Pidiregas	0.1	0.8	1.1	1.0	0.0
Inversión extranjera	10.2	13.9	3.7	-0.2	1.7
Directa	6.0	7.1	3.7	5.1	2.7
De cartera	4.2	6.8	-0.1	-5.3	-0.9
Mercado accionario	-1.0	2.3	-4.1	-0.6	1.3
Mercado de dinero	4.9	1.6	4.1	-3.9	-0.3
Valores Emitidos en el exterior	0.3	3.0	-0.1	-0.8	-1.9
Activos	-3.0	-11.1	-6.5	12.0	-5.6
En bancos del exterior	-4.2	-7.5	0.9	8.1	-2.0
Inversión Directa de Mexicanos	0.5	-0.6	0.0	-0.5	-2.9
Otros	0.7	-3.0	-7.4	4.4	-0.7
Errores y Omisiones	-0.2	1.1	0.5	-2.9	-1.6
Variación de la Reserva Neta	6.1	1.6	-2.4	2.1	-6.6

FUENTE: BANAMEX con datos de BANXICO.

GRÁFICA 51 DÉFICIT CUENTA CORRIENTE E
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA
Miles de millones de dólares



FUENTE: BANAMEX con datos de BANXICO.

Cuenta externas en primer trimestre: baja IED y el déficit en cuenta corriente¹⁴

En el primer trimestre del 2009 los influjos de capital fueron negativos, lo que sumado al déficit en la cuenta corriente por -1.1 mmd y al saldo negativo de 1.6 mmd en el rubro de errores y omisiones, provocó una desacumulación de reservas internacionales por 6.6 mmd.

Los flujos de capital resintieron en el primer trimestre el impacto de la inestabilidad financiera global. Dentro de los influjos ligados a la inversión, destaca la caída en la IED, cuyo monto de 2.7mmd fue el segundo más bajo para un trimestre en once años. La inversión de cartera (mercados accionario, de dinero y valores emitidos en el exterior) continuó registrando movimientos negativos por tercer trimestre consecutivo, sobre todo por la desinversión en valores emitidos en el exterior. En general, en la parte de pasivos, se registra una fuerte disminución anual de la entrada de recursos (1.7 mmd versus 11.8 mmd en el 01'08), a lo que se sumó el flujo negativo de 5.6 mmd en los activos, derivado principalmente por la inversión de mexicanos en el exterior (-2.9) y la inversión de bancos en el exterior (-2.0 mmd).

La cuenta corriente registró un déficit de 1.1 mmd (0.5% del PIB), sensiblemente inferior al registrado hace un año (-2.6 mmd). La reducción del déficit se debió a que, a pesar de la

¹⁴ Elaborado el 25 de mayo del 2009.

caída anual en el petróleo y en las exportaciones manufactureras; la desaceleración de la demanda interna y su impacto sobre las importaciones ha más que compensado la reducción de las exportaciones.

Arturo Vieyra

ECONOMÍA INTERNACIONAL Y MOVIMIENTO DE CAPITALES

EUA: decepcionan ventas al menudeo¹⁵

En abril, las ventas al menudeo registraron una caída mensual de -0.4%, debajo de la expectativa del consenso de 0.0%. Sin autos el desempeño de las ventas también estuvo por abajo de lo previsto (-0.5% versus 0.2% esperado), aunque la caída

fue menor al -1.2% de marzo. Por otro lado, los precios de las importaciones 1.6% mensual debido al aumento de la energía, en tanto que el indicador sin combustibles se redujo 0.1%.

Aunque las ventas al menudeo disminuyen su deterioro, aun registran fuerte debilidad, derivada del acentuado deterioro en el mercado laboral (Arturo Vieyra).

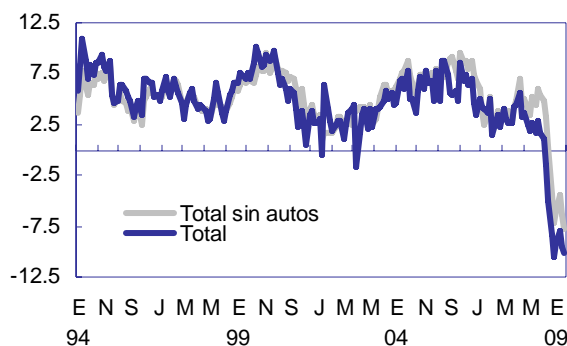
EUA: Negativos resultados de la construcción residencial¹⁶

En abril, los inicios y permisos de construcción de casas se redujeron de manera importante respecto al mes anterior (-12.8 y -3.3%) además de que los niveles alcanzados de 458 mil unidades anualizadas en el caso de los

inicios de construcción y de 494 mil en los permisos estuvieron muy por debajo de lo esperado por el consenso (520 y 530 mil respectivamente). La caída en los inicios de construcción fue motivada por la reducción en multifamiliares, mientras que los inicios de casas solas avanzó 2.8% mensual, y hay que considerar que la construcción de multifamiliares es muy volátil. Asimismo, otro atenuante radica en que la cifra de marzo de inicios de construcción se revisó al alza hasta 525 mil desde 510 mil.

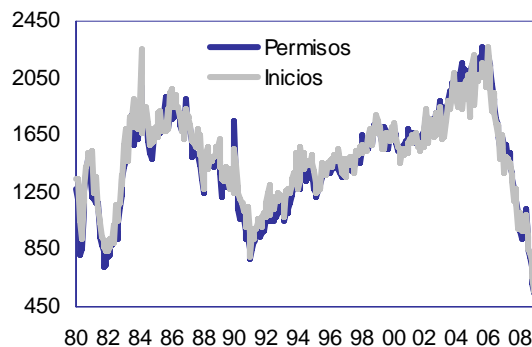
Si bien es alentador el segundo crecimiento de los inicios de construcción de casas solas; continúa la fuerte debilidad del mercado inmobiliario, que en el agregado registró el más bajo

GRÁFICA 52 EUA: VENTAS AL MENUDEO
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de BLOMMBERG.

GRÁFICA 53 EUA: INICIOS Y PERMISOS DE CONSTRUCCIÓN
Miles



FUENTE: BANAMEX con datos de BLOMMBERG.

¹⁵ Elaborado el 14 de mayo del 2009.

¹⁶ Elaborado el 20 de mayo del 2009.

nivel en los últimos 50 años, que es desde cuando se registra la serie. Además, constituye el segundo mes consecutivo de caída, después de un avance positivo mensual en febrero. Aunque el ritmo mensual de caída en permisos es menor que en los meses previos, en el caso de los inicios de construcción es similar (*Arturo Vieyra*).

EUA: cifras positivas de la jornada¹⁷

El indicador adelantado en abril registró un incremento mensual de 1.0%, ligeramente por arriba del 0.8% esperado por el consenso y de la caída de -0.2% de marzo. La lectura del indicador anticipa un mejor desempeño en los meses siguientes. Por otro lado, las solicitudes iniciales de ayuda por desempleo en la semana que terminó el 16 de mayo se ubicaron en 631 mil, arriba de lo esperado por el consenso, además de que el dato de la semana anterior se revisó al alza en 6 mil solicitudes; no obstante, el promedio móvil de las últimas cuatro semanas disminuyó en 3.5 mil solicitudes. Finalmente, el indicador regional de la manufactura de Filadelfia llegó hasta -22.6, por arriba del nivel del mes anterior, -24.4%; esta mejora gradual va en línea con el comportamiento de otros indicadores regionales y el nacional ISM.

Las cifras de hoy confirman que el deterioro productivo disminuye (*Arturo Vieyra*).

MACROECONOMÍA Y PRONÓSTICOS

S&P colocó en perspectiva negativa la calificación de la deuda mexicana¹⁸

La calificadora se basó en el deterioro de las posiciones fiscal y externa de México, donde también el escenario político tuvo un peso específico importante. En este sentido, observó que el gobierno podría no enfrentar de manera adecuada la falta de flexibilidad de su política fiscal tras la elección intermedia de este año. Mientras se reconoce que la posición fiscal de México se deteriorará este y el próximo año junto con el de muchos países, la calificadora subraya que las circunstancias también ponen de manifiesto las vulnerabilidades fiscales de tipo estructural como lo son la dependencia del presupuesto a los ingresos petroleros, la ausencia de ahorros fiscales significativos y una base recaudatoria pequeña. El escenario económico para México de la calificadora se ubica como uno de los más pesimistas, implica una contracción de 5.5% del PIB en 2009 y una recuperación de 1% en 2010.

El anuncio por parte de la calificadora se une al de Fitch, que en meses pasados ya

había modificado la perspectiva de México a negativo. En ambos casos, la calificación permanece 3 escalones por arriba (BBB+ para la deuda soberana en moneda extranjera) del grado de inversión. Así mismo, al anuncio de S&P también se sumaron declaraciones de autoridades de Moody's en el sentido de que podrían decidir «hacer algo» con la calificación de México. Sin embargo, también señaló que el grado de inversión de México no está en riesgo. De alguna forma, este «sentimiento» ya ha sido validado por los mercados en los niveles de riesgo país (p.e. CDS a 5 años) que desde hace unas semanas se han ubicado por encima de otros países con calificaciones crediticias de hecho inferiores a la de México.

Salarios contractuales en línea con la inflación esperada¹⁹

En abril, las negociaciones de aumento a los salarios contractuales promediaron 4.3%, ligeramente por debajo de nuestra expectativa y de la del consenso, 4.5%. El incremento fue prácticamente el mismo que la expectativa de inflación para los próximos 12 meses señalada en la última encuesta de Banxico, y por debajo de la inflación del último año, 6.2%.

Frente al mayor deterioro en el empleo, las negociaciones salariales no son una fuente adicional de presión inflacionaria (*Arturo Vieyra*).

¹⁷ Elaborado el 22 de mayo del 2009.

¹⁸ Elaborado el 12 de mayo del 2009.

¹⁹ Elaborado el 13 de mayo del 2009.

Resultados positivos de la inflación²⁰

En la primera quincena de mayo la inflación general y la subyacente estuvieron ligeramente mejor a lo esperado por nosotros y el consenso. Los resultados fueron alentadores, y el desglose del INPC refuerza aún más esta impresión. Dentro de la inflación no subyacente, la inflación quincenal de los productos agrícolas se situó en 0.38% muy arriba de nuestra expectativa de -0.25%. Una reversión en los resultados de los precios agrícolas (es muy probable dado su carácter volátil), podría dar lugar a un muy buen resultado para la inflación de la segunda mitad de mayo y/o principios de junio.

Más importante aún, dentro de la inflación subyacente, los precios de los servicios se redujeron -0.05% respecto a la quincena anterior, por debajo de nuestro pronóstico de

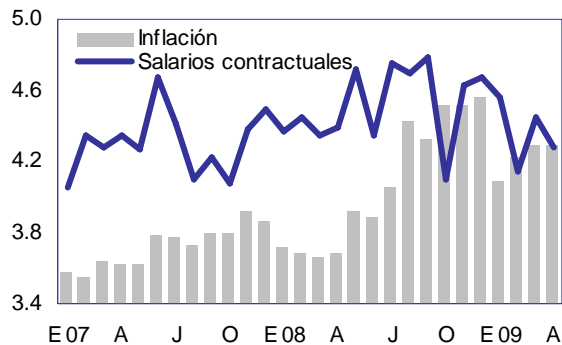
0.05%. Aunque la inflación subyacente de mercancías continúa en asenso y en niveles relativamente altos, corroboramos con el último reporte de precios que la

CUADRO 19 INFLACIÓN PRIMERA QUINCENA DE MAYO 2009
Porcentaje

	Cifra Quincenal		Anual observada	
	Pronóstico	Observado	1a. Qna. Mayo	2a. Qna. Abril
INPC (general)	-0.32	-0.34	6.06	6.14
Subyacente	0.16	0.13	5.61	5.74
Mercancías	0.27	0.33	7.09	7.12
Servicios	0.05	-0.05	4.23	4.47
Educación	0.00	0.04	5.74	5.74
No Subyacente	-1.63	-1.64	7.34	7.26
Agropecuarios	-0.25	0.38	13.93	12.27
Administrados y concertados	-2.37	-2.73	4.00	4.74

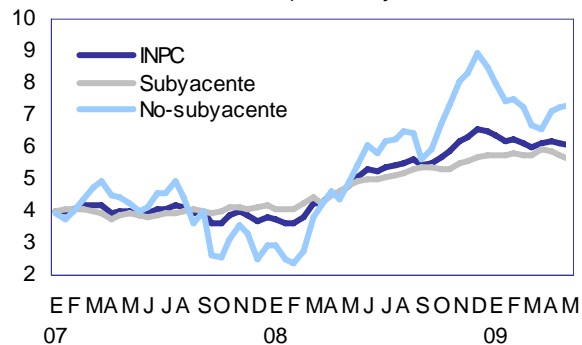
FUENTE: BANAMEX con datos de BANXICO y estimaciones propias.

GRÁFICA 54 SALARIOS E INFLACIÓN ESPERADA A DOCE MESES
Porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de STPS y BANXICO.

GRÁFICA 55 INFLACIÓN
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de BANXICO.

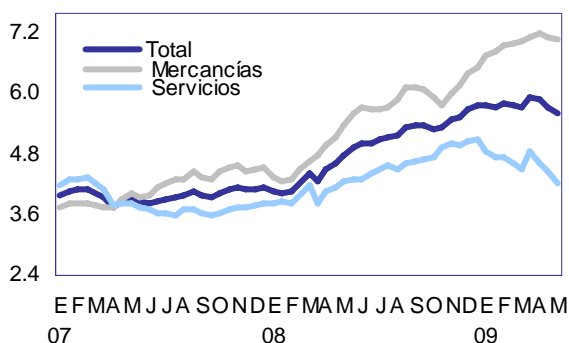
²⁰ Elaborado el 24 de mayo del 2009.

intensidad de la recesión viene disminuyendo a un ritmo importante las presiones inflacionarias. Nuestra expectativa (y la de Banxico) es que en mayo marcará el comienzo de una tendencia a la baja en la inflación.

La tasa anual de la inflación general se situó en 6.06% por debajo del 6.14% en la quincena previa, mientras la subyacente se situó en 5.61% debajo del 5.74%.

Consideramos que la tendencia descendente de la inflación ha cobrado mayor vigor y será más evidente en los meses siguientes para terminar el año en 4.1% (Arturo Vieyra).

GRÁFICA 56 INFLACIÓN SUBYACENTE
Variación anual, porcentaje



FUENTE: BANAMEX con datos de BANXICO.

Indicadores de actividad productiva

	Variación anual, %								Variación mensual, %							
	Sep-08	Oct	Nov	Dic	Ene09	Feb	Mar	Abr	Sep08	Oct	Nov	Dic	Ene09	Feb	Mar	Abr
Mercado Interno																
<i>Inversión</i>	7.3	3.9	-2.1	-0.3	-8.2	-12.1			-1.2	0.2	-2.7	-2.6	-2.0	-1.5		
<i>Construcción</i>	-1.2	-1.3	-4.6	-7.0	-7.0	-10.3			-1.9	1.5	-2.5	-3.8	1.4	0.1		
<i>Maquinaria nacional</i>	8.7	2.4	-4.6	-0.6	-10.3	-15.4			-7.5	-1.6	-3.3	-2.0	-2.2	-1.5		
<i>Maquinaria importada</i>	24.8	14.6	3.6	13.1	-9.7	-14.8			1.3	1.3	-4.7	-3.1	-7.5	-3.2		
<i>Transporte pesado ANPACT</i>	-15.4	-40.2	-27.0	-10.1	-66.7	-61.5	-49.6	-67.4								
<i>Ventas comerciales (INEGI)</i>																
<i>Al menudeo</i>	-1.4	-1.1	-2.6	-3.3	-4.6	-8.6	-0.5		-1.5	0.3	-0.7	-1.4	-0.2	-0.5	1.3	
<i>Al mayoreo</i>	1.8	-1.1	-8.5	-2.5	-6.6	-10.0	-1.6		-1.8	1.8	-3.6	-0.2	-1.6	0.8	-1.0	
<i>Ventas menudeo de Autos (AMIA)¹</i>	-11.5	-14.3	-19.6	-19.8	-28.1	-29.2	-19.8	-38.2								
<i>Ventas Walmex²</i>	-4.5	-3.6	-0.6	-5.4	-3.4	-4.4	-6.7	2.8								
<i>ANTAD²</i>		-6.4	-4.2	2.3	-10.7	-4.1	-7.2	-8.8	-0.7							
Mercado Externo																
<i>Exportaciones</i>	8.4	-6.4	-16.7	-19.7	-31.5	-29.5	-25.1	-35.6	-4.0	-5.4	-6.8	-11.6	-2.7	-0.6	-1.0	-0.1
<i>Petróleo crudo</i>	-19.9	-20.2	-57.4	-62.4	-55.3	-60.5	-65.8	-60.0								
<i>Precio mezcla (dolls/br)</i>	85.6	60.3	42.4	33.3	38.0	38.2	41.3	46.4								
<i>Volumen (Mbd)</i>	1.1	1.4	1.5	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2								
<i>Manufacturas</i>	12.2	-5.5	-7.3	-11.5	-26.8	-25.1	-17.0	-31.6	2.3	-6.6	-2.0	-11.7	-4.3	1.6	-0.4	-2.2
<i>Autos¹</i>	-6.3	13.9	-7.7	-10.0	-56.9	-44.5	-21.3	-41.0								
<i>Importaciones</i>	17.8	0.3	-7.6	-12.8	-30.0	-30.7	-21.9	-38.8	-4.0	-5.1	-5.6	-12.7	-5.3	-0.6	-1.8	-3.6
<i>Intermedias</i>	15.8	-2.5	-9.2	-16.5	-30.1	-31.1	-23.0	-38.9	-3.4	-5.7	-4.5	-16.3	-1.6	-1.2	-1.3	-3.6
<i>De capital</i>	26.6	15.6	2.7	13.8	-10.3	-14.4	-7.5	-32.3	0.8	0.3	-6.4	-5.4	-4.4	-5.4	-3.0	-4.2
<i>De consumo</i>	21.2	1.6	-8.5	-17.2	-44.2	-39.7	-27.7	-43.7	-13.2	-10.0	-6.1	-14.6	-11.3	2.5	-4.5	-2.1
<i>Balanza comercial (md)</i>	-2,935	-3,292	-2,959	-2,069	-1,559	-491	160	210	-2,629	-2,796	-2,296	-1,654	-1,624	-969	-305	53
Producción																
<i>IGAE</i>	2.1	-0.7	-2.3	-2.4	-9.0	-10.4	-5.6		0.1	-0.6	-1.0	-4.0	-8.0	-6.8	-9.2	
<i>Industria</i>		-1.7	-2.1	-4.7	-5.9	-10.4	-12.7	-6.7		-2.2	0.3	-2.1	-2.5	-2.2	0.0	-2.0
<i>Manufacturas</i>	-0.7	-2.3	-6.1	-6.6	-15.1	-16.2	-9.9		-1.6	-0.3	-2.1	-3.1	-4.2	0.4	-2.6	
<i>Construcción</i>	-1.8	-1.4	-5.0	-7.1	-7.3	-10.9	-4.6		-2.0	1.7	-2.4	-3.9	0.9	-0.4	-2.1	
<i>Servicios</i>	3.2	0.1	-1.6	-1.8	-8.7	-9.1	-5.9		1.0	0.3	-0.6	-3.4	-7.8	-5.3	-8.472	
<i>Agricultura</i>	13.8	-7.0	2.3	15.8	2.2	-7.2	10.8		14.5	-7.5	1.8	15.6	3.1	-6.7	11.33	
<i>Producción autos¹</i>	5.1	8.1	-2.1	-3.5	-50.9	-38.2	-32.4	-46.6								
Mercado Laboral																
<i>Empleo</i>																
<i>Manufacturas</i>	-3.1	-3.7	-4.5	-5.7	-6.6	-7.4	-7.9		-0.6	-0.7	-0.9	-1.1	-1.0	-0.9	-1.1	
<i>Comercio</i>																
<i>Al menudeo</i>	-1.3	-1.2	-0.4	-0.1	-1.5	-2.4	-2.5		-0.1	0.2	0.2	0.4	-1.1	-0.5	-0.2	
<i>Al mayoreo</i>	1.2	0.1	0.6	-0.8	-0.7	-1.1	-1.8		0.0	-0.3	-0.6	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	
<i>Formal IMSS³ y⁷</i>	1.6	0.8	-0.3	-0.3	-1.7	-2.6	-2.6	-3.4	0.1	-0.4	-0.7	0.3	-1.2	-0.8	-0.2	-0.3
<i>Desempleo</i>																
<i>Tasa de desocupación abierta nacional⁴</i>	4.3	4.1	4.5	4.3	5.0	5.3	4.8	5.3	4.1	4.0	4.8	4.7	4.7	4.9	4.6	5.3
<i>Salarios reales⁵</i>																
<i>Manufacturas</i>	4.1	0.9	0.5	1.2	0.7	-0.4	2.0		0.5	-0.6	0.7	-1.7	1.1	0.5	0.1	
<i>Comercio</i>																
<i>Al menudeo</i>	-5.1	-5.9	-9.4	-9.6	-6.0	-10.3	-7.5		-1.0	-0.4	-0.4	-10.1	10.5	-0.6	0.9	
<i>Al mayoreo</i>	-2.8	-1.3	-6.1	-4.3	-4.9	-5.7	-1.4		-0.9	0.7	0.1	-0.7	0.9	0.6	-0.3	
<i>IMSS</i>	0.0	0.0	-0.4	-1.0	-0.2	-0.1	-1.6									
<i>Contractuales⁶</i>	4.8	4.1	4.6	4.7	4.6	4.1	4.5	4.3								

1. Medida en unidades;

2. Mismas tiendas a tasa real anual;

3. Se refiere al empleo del IMSS de permanentes y eventuales urbanos

4. Porcentaje de la PEA;

5. Remuneraciones reales por persona;

6. Incrementos nominales;

7. Estimaciones Banamex de la serie desestacionalizada.

FUENTE: BANAMEX, con datos de INEGI, AMIA, ANPACT, WALMEX, ANTAD, BANXICO, STPS e IMSS.

Pronósticos*

TRIMESTRALES Y ANUALES

	2007		2008				2009					2010	
	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Anual	Anual	
PIB Nominal (mmd)	1026	268	295	301	234	1098	194	223	227	228	870	957	
PIB Nominal (mmp)	11206	2895	3085	3101	3031	12111	2780	2960	3039	3080	11858	12712	
PIB per cápita (dólares)	9696	10066	11090	11275	8747	10294	7219	8285	8424	8436	8092	8830	
Tasa de Desempleo (%)	3.7	3.9	3.5	4.2	4.3	3.9	4.8	4.6	4.9	4.7	4.7	3.7	
Población (millones)	105.8	106.4	106.6	106.8	107.0	106.7	107.2	107.5	107.7	107.9	107.6	108.4	
ACTIVIDAD ECONÓMICA													
PIB Real (crecimiento real anual, %)	3.3	2.6	2.9	1.7	-1.6	1.3	-8.2	-8.7	-5.9	-2.1	-6.2	3.0	
IGAE desestacionalizado (variación anual, %)	3.1	3.0	1.9	1.1	-1.9	1.0	-7.7	-7.1	-4.4	-0.9	-5.0	2.7	
PIB real (crecimiento real trimestral anualizado, %)	...	4.7	1.0	-2.3	-9.8	...	-21.5	1.0	9.8	7.0	
Demanda (sin inventarios, crecimiento real anual, %)	4.4	2.6	3.7	3.2	-0.7	2.2	-5.5	-7.3	-5.6	-2.6	-5.2	3.5	
Inversión (crecimiento anual, %)	4.4	7.1	8.7	8.9	-3.2	5.3	-19.6	-17.6	-12.1	-1.3	-12.8	6.8	
Formación Bruta de Capital	7.2	3.0	8.4	8.1	0.6	4.9	-8.7	-14.1	-11.6	-5.6	-10.1	5.9	
Cambio en Inventarios	-41.4	718.8	14.8	24.4	-390.5	16.7	-256.2	-69.1	-20.5	-157.4	-86.7	167.0	
Consumo (crecimiento real anual, %)	3.6	2.6	2.5	1.9	-1.1	1.4	-4.6	-5.3	-3.9	-1.8	-3.9	2.9	
Consumo Privado (crecimiento real anual, %)	3.9	2.8	2.7	2.2	-1.3	1.5	-4.8	-5.6	-4.3	-1.8	-4.1	3.2	
Consumo del Gobierno (crecimiento real anual, %)	2.1	0.9	1.1	0.3	0.1	0.6	-3.0	-3.0	-1.3	-1.5	-2.2	0.8	
Exportaciones (crecimiento real anual, %)	5.7	5.9	6.6	2.7	-8.8	1.4	-24.9	-27.0	-19.0	-5.8	-19.4	5.6	
Importaciones (crecimiento real anual, %)	7.0	8.9	9.4	8.0	-7.7	4.3	-22.7	-23.9	-16.8	-4.0	-16.9	7.6	
Inversión (% del PIB)	22.9	23.1	24.7	24.8	22.6	23.8	20.2	22.3	23.1	22.8	22.1	23.0	
Formación del Capital	22.2	22.1	23.2	23.4	23.2	23.0	22.0	21.8	22.0	22.4	22.0	22.6	
Inventarios	0.7	1.0	1.6	1.4	-0.7	0.8	-1.7	0.5	1.2	0.4	0.1	0.3	
Consumo Real (% del PIB)	80.0	79.7	78.7	80.4	81.5	80.1	82.9	81.7	82.1	81.8	82.1	82.0	
Consumo Privado	69.5	69.2	68.4	70.2	70.8	69.7	71.8	70.7	71.4	71.0	71.2	71.3	
Consumo del Gobierno	10.5	10.5	10.3	10.2	10.7	10.4	11.1	11.0	10.7	10.8	10.9	10.6	
PRECIOS													
Inflación (variación anual, %, fin de período)	3.8	4.2	5.3	5.5	6.5	6.5	6.0	5.9	5.2	4.1	4.1	3.4	
Inflación (variación anual, %, promedio)	4.0	3.9	4.9	5.5	6.2	5.1	6.2	6.0	5.5	4.5	5.6	3.8	
Inflación Subyacente (anual, fdp)	4.1	4.3	5.0	5.4	5.7	5.7	5.8	5.5	4.8	4.1	4.1	3.4	
Inflación (trimestral, fin de período)	...	1.5	0.5	1.8	2.5	...	1.0	0.4	1.2	1.4	
Inflación Subyacente (trimestral, fin de período)	...	1.4	1.4	1.4	1.4	...	1.5	1.0	0.7	0.8	
Salarios (variación anual, %, nominal)	5.4	4.7	5.2	5.6	6.1	5.4	5.8	5.6	4.9	4.2	5.1	3.8	
Tipo de Cambio (pesos por dólar, fin de período)	10.90	10.64	10.31	10.94	13.67	13.67	14.17	13.20	13.40	13.50	13.50	13.10	
Tipo de Cambio (pesos por dólar, promedio)	10.93	10.73	10.38	10.42	13.32	11.21	14.59	13.41	13.43	13.60	13.76	13.28	
Tipo de Cambio (variación anual, %, + dep.)	0.9	-3.7	-4.6	5.5	25.5	25.5	33.2	28.0	22.5	-1.3	-1.3	-3.0	
Tipo de Cambio Bilateral Real (variación anual, %, + dep.)	1.2	-3.9	-4.8	-0.5	17.9	17.9	25.1	17.1	12.1	-4.9	-4.9	-5.8	
SECTOR MONETARIO													
Base Monetaria (variación anual, %)	6.0	4.8	4.0	5.4	9.6	9.6	12.4	11.3	7.9	4.4	4.4	8.0	
Crédito Vigente al Sector Privado (variación anual, %)	13.2	12.9	11.0	8.1	4.6	4.6	2.3	1.2	0.7	2.7	2.7	8.2	
Agregado Monetario Amplio (variación anual, %)	7.5	8.6	6.0	6.1	10.0	10.0	7.7	8.7	6.8	3.1	3.1	8.2	
Tasa de Interés (Fondeo bancario, fin de período)	7.50	7.50	7.75	8.25	8.25	8.25	6.75	4.75	4.50	4.50	4.50	5.00	
Tasa de Interés (Fondeo bancario, promedio)	7.25	7.50	7.58	8.17	8.25	7.80	7.33	5.33	4.50	4.50	5.42	4.60	
Bono 10 años, % (fin de período)	8.03	7.49	8.73	8.48	8.35	8.35	8.27	7.30	6.95	7.15	7.15	7.55	
Bono 10 años, % (promedio)	7.79	7.65	8.14	8.73	8.94	8.36	8.00	7.56	6.98	7.13	7.42	7.30	
SECTOR EXTERNO													
Cuenta Corriente (% del PIB)	-0.8	-0.9	-0.7	-1.6	-2.6	-1.4	-1.0	-1.9	-2.5	-2.5	-2.0	-1.9	
Cuenta Corriente (mmd)	-8.2	-2.4	-2.2	-4.8	-6.1	-15.5	-2.0	-4.3	-5.6	-5.7	-17.7	-18.5	
Balanza Comercial (mmd)	-10.1	-1.5	-0.8	-6.4	-8.2	-16.8	-1.9	-3.5	-7.9	-8.5	-21.8	-21.7	
Exportaciones (mmd)	271.9	70.3	79.5	78.5	63.6	291.8	50.1	52.8	56.4	58.4	217.6	241.6	
Petroleras	68.5	11.4	13.4	12.5	6.0	43.3	4.5	4.4	4.3	4.2	17.5	24.1	
Resto	203.4	58.8	66.1	65.9	57.6	248.5	45.6	48.3	52.1	54.2	200.2	217.5	
Importaciones (mmd)	281.9	71.8	80.3	84.9	71.7	308.6	52.0	56.3	64.3	66.9	239.4	263.3	
Servicios (netos)	-6.3	-0.8	-1.9	-2.4	-1.9	-7.0	-0.3	-1.3	-1.9	-1.6	-5.1	-5.0	
Exportaciones	17.5	5.1	4.6	4.2	4.3	18.2	4.5	4.0	3.8	4.4	16.8	17.3	
Importaciones	23.8	5.9	6.5	6.6	6.2	25.2	4.9	5.3	5.6	6.1	21.9	22.3	

* Con información disponible al 3 de junio del 2009.

Pronósticos

	2007		2008				2009				2010	
	Act.	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Anual	Anual
Ingreso (neto)	-18.2	-6.0	-6.4	-2.5	-2.3	-17.2	-5.3	-5.8	-2.0	-1.8	-14.8	-17.2
Transferencias (netas)	26.4	5.9	6.9	6.5	6.2	25.5	5.5	6.3	6.1	6.1	24.1	25.4
Inversión Extranjera Directa (mmd)	27.2	5.9	6.9	3.6	2.2	18.6	2.5	2.3	2.6	3.1	10.5	17.5
Términos de Intercambio (variación anual, %, + mejoramiento)	-0.4	7.2	10.0	5.5	-16.9	1.2	-21.5	-19.0	-16.4	3.9	-18.2	7.6
Reservas Internacionales (mmd)	78.0	84.0	85.7	83.3	85.4	85.4	78.9	77.2	78.7	82.8	82.8	86.1
Como meses de importaciones	3.3	3.5	3.2	2.9	3.6	3.3	4.6	4.1	3.7	3.7	4.2	3.9
Reservas Internacionales (% de la deuda externa)	40.4	41.7	41.7	39.3	42.6	42.6	38.9	37.7	38.1	39.6	39.6	39.3
SECTOR PÚBLICO												
Balance Primario (% del PIB)	3.0	1.6	3.3	4.4	2.7	2.7	0.2	0.6	0.6	0.5	0.5	0.8
Balance del Sector Público (% del PIB)	0.0	0.4	-0.1	0.2	-0.5	0.0	-0.1	-2.0	-1.3	-4.9	-2.1	-2.9
Ingresos del Sector Público (% del PIB)	22.2	23.4	23.1	22.8	24.0	23.3	23.1	23.8	22.5	22.2	22.9	22.0
INDICADORES DE DEUDA												
Deuda Externa Bruta (mmd)	193.1	201.5	205.7	212.2	200.4	200.4	202.9	204.8	206.7	209.0	209.0	219.2
Deuda Externa Bruta (% del PIB)	18.8	19.2	18.8	18.7	18.2	18.2	19.8	21.4	23.3	23.7	23.7	22.7
Pública (% del PIB)	12.2	12.6	12.5	12.3	12.2	12.2	13.2	14.3	15.6	15.9	15.9	14.3
Privada (% del PIB)	6.7	6.5	6.3	6.4	6.1	6.1	6.6	7.1	7.8	7.8	7.8	8.4
Deuda Externa (% de exportaciones de bienes y servicios)	0.7	2.7	2.4	2.6	3.0	0.6	3.7	3.6	3.4	3.3	0.9	0.8
SALDO DE AHORROS - INVERSIÓN												
Ahorros (% del PIB)	25.0	25.1	27.3	26.7	20.3	24.9	23.2	23.7	22.2	21.9	22.7	24.6
Inversión (% del PIB)	25.8	26.0	28.0	28.3	22.9	26.4	24.3	26.2	25.6	24.6	25.2	26.7
Otros Indicadores												
Remesas de los Trabajadores (mmd)	26.1	5.8	6.8	6.4	6.2	25.1	5.5	5.8	5.7	5.4	22.4	22.9

FUENTE: BANAMEX con datos de BANXICO, INEGI, SHCP, IMSS y estimaciones propias.

MENSUALES

		E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D
INPC¹	2007	121.6	122.0	122.2	122.2	121.6	121.7	122.2	122.7	123.7	124.2	125.0	125.6
	2008	126.1	126.5	127.4	127.7	127.6	128.1	128.8	129.6	130.5	131.3	132.8	133.8
	2009	134.1	134.4	135.1	135.6	135.3	135.7	136.2	136.7	137.3	137.8	138.8	139.3
	2010	139.8	140.2	140.7	141.0	140.6	140.9	141.3	141.7	142.3	142.7	143.7	144.0
Variación mensual, %	2007	0.52	0.28	0.22	-0.06	-0.49	0.12	0.42	0.41	0.78	0.39	0.71	0.41
	2008	0.46	0.30	0.72	0.23	-0.11	0.41	0.56	0.58	0.68	0.68	1.14	0.69
	2009	0.23	0.22	0.58	0.35	-0.23	0.30	0.36	0.33	0.48	0.36	0.76	0.30
	2010	0.41	0.29	0.31	0.27	-0.35	0.27	0.27	0.24	0.45	0.31	0.68	0.21
Variación anual, %	2007	3.98	4.11	4.21	3.99	3.95	3.98	4.14	4.03	3.79	3.74	3.93	3.76
	2008	3.70	3.72	4.25	4.55	4.95	5.26	5.39	5.57	5.47	5.78	6.23	6.53
	2009	6.28	6.20	6.04	6.17	6.05	5.93	5.72	5.46	5.25	4.91	4.52	4.11
	2010	4.30	4.37	4.10	4.01	3.88	3.85	3.76	3.67	3.64	3.59	3.51	3.42
Índice Subyacente¹	2007	118.9	119.4	119.7	120.0	120.2	120.6	121.0	121.3	121.9	122.3	122.7	123.2
	2008	123.7	124.3	125.0	125.5	126.1	126.6	127.2	127.7	128.5	128.9	129.5	130.3
	2009	130.9	131.5	132.2	132.7	133.1	133.6	134.0	134.3	134.6	134.9	135.2	135.6
	2010	136.1	136.6	137.3	137.7	138.1	138.5	138.8	139.1	139.3	139.7	139.9	140.2
Variación mensual, %	2007	0.48	0.40	0.31	0.20	0.21	0.30	0.32	0.28	0.50	0.34	0.32	0.42
	2008	0.40	0.47	0.50	0.41	0.50	0.45	0.40	0.43	0.60	0.31	0.50	0.62
	2009	0.43	0.49	0.55	0.38	0.27	0.38	0.27	0.25	0.21	0.24	0.24	0.28
	2010	0.33	0.42	0.45	0.35	0.30	0.28	0.21	0.19	0.18	0.23	0.19	0.20
Variación anual, %	2007	4.03	4.09	3.98	3.82	3.88	3.86	3.92	4.03	3.96	4.06	4.11	4.14
	2008	4.06	4.14	4.34	4.56	4.86	5.02	5.11	5.26	5.36	5.33	5.52	5.73
	2009	5.76	5.78	5.83	5.81	5.57	5.50	5.36	5.17	4.77	4.70	4.42	4.07
	2010	3.97	3.89	3.79	3.76	3.79	3.68	3.62	3.56	3.53	3.52	3.47	3.38
Tipo de cambio (pesos por dólar)¹	2007	11.02	11.16	11.05	10.96	10.74	10.81	10.99	11.03	10.94	10.65	10.92	10.90
	2008	10.83	10.71	10.64	10.49	10.33	10.31	10.04	10.29	10.94	12.83	13.46	13.67
	2009	14.33	15.26	14.17	13.84	13.20	13.20	13.50	13.40	13.40	13.60	13.70	13.50
	2010	13.45	13.45	13.40	13.35	13.35	13.30	13.25	13.25	13.20	13.15	13.15	13.10
Tasa de Interés¹ (Fondo Bancario, fin de período)	2007	7.02	7.02	7.04	7.04	7.28	7.27	7.27	7.26	7.24	7.50	7.50	7.50
	2008	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.75	8.00	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25
	2009	7.75	7.50	6.75	6.00	5.25	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
	2010	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75	5.00	5.00
Tasa de Interés de Largo Plazo¹	2007	7.77	7.78	7.76	7.56	7.68	7.68	7.68	7.85	7.81	7.85	8.01	8.03
	2008	7.93	7.53	7.49	7.64	8.03	8.73	9.06	8.65	8.48	9.19	9.29	8.35
	2009	7.54	8.20	8.27	7.67	7.70	7.30	7.05	6.95	6.95	7.10	7.15	7.15
	2010	7.15	7.15	7.15	7.15	7.20	7.25	7.30	7.35	7.40	7.45	7.50	7.55
IGAE²	2007	114.82	115.48	116.10	116.33	116.33	117.37	116.79	117.09	117.10	117.64	117.74	118.14
	2008	118.99	118.61	119.16	119.02	118.93	118.63	118.86	118.30	117.52	116.83	116.50	116.62
	2009	109.22	110.12	110.05	109.95	110.44	110.97	112.30	113.44	113.35	114.59	114.41	114.90
	2010	114.90	114.76	115.15	114.55	114.54	114.13	114.50	114.65	115.02	115.45	115.80	116.33
Variación mensual, %	2007	0.39	0.57	0.54	0.20	0.00	0.89	-0.49	0.25	0.01	0.46	0.09	0.34
	2008	0.72	-0.32	0.47	-0.12	-0.08	-0.25	0.19	-0.47	-0.66	-0.58	-0.29	-2.47
	2009	-3.87	0.82	-0.06	-0.09	0.44	0.48	1.20	1.02	-0.09	1.10	-0.15	0.43
	2010	-0.01	-0.12	0.34	-0.53	-0.01	-0.36	0.33	0.12	0.32	0.37	0.31	0.46
Variación anual, %	2007	2.29	3.20	3.58	3.05	2.37	3.14	2.93	3.42	3.10	3.78	3.26	3.30
	2008	3.63	2.71	2.64	2.31	2.23	1.08	1.77	1.03	0.36	-0.68	-1.06	-3.83
	2009	-8.21	-7.16	-7.65	-7.62	-7.14	-6.46	-5.52	-4.10	-3.55	-1.92	-1.79	1.13
	2010	5.19	4.22	4.64	4.18	3.71	2.85	1.96	1.06	1.48	0.75	1.21	1.24

1. Pronóstico a partir de mayo 2009. 2. Índice desestacionalizado, pronóstico a partir de abril 2009.

FUENTE: BANAMEX con datos de BANXICO, INEGI, SHCP, IMSS y estimaciones propias.

ANUAL. INTERNACIONALES

PRODUCTO INTERNO BRUTO																				
Crecimiento anual real en moneda local, %																				
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008p	2009p	2010p
EUA	-0.2	3.3	2.7	4.0	2.5	3.7	4.5	4.2	4.4	3.7	0.8	1.6	2.5	3.6	3.1	2.9	2.0	1.1	-3.0	1.6
Zona Euro	2.7	1.5	-0.8	2.4	2.2	1.4	2.3	2.9	2.8	3.5	1.6	0.8	0.5	1.8	1.5	2.9	2.7	0.7	-4.0	0.4
Japón	3.3	1.0	0.3	1.0	1.9	3.4	1.8	-1.1	0.1	2.8	0.4	-0.3	2.5	2.7	2.6	2.2	2.1	-0.6	-6.8	0.8
Brasil	1.0	-0.5	4.9	5.9	4.2	2.7	3.3	0.1	0.8	4.4	1.3	1.9	-0.2	4.9	2.3	3.7	5.7	5.1	-1.5	4.0
México	4.2	3.5	1.9	4.5	-6.2	5.2	6.8	4.8	3.8	6.6	-0.2	0.8	1.4	4.2	2.8	4.8	3.2	1.3	-6.2	3.0
Argentina	10.6	9.6	6.3	5.8	-2.8	5.5	8.1	3.9	-3.4	4.4	1.3	1.9	8.7	9.0	9.2	8.5	8.7	7.0	1.7	1.8
Venezuela	9.7	6.1	0.3	-2.3	4.0	-0.2	6.4	0.2	-6.1	-0.8	-4.4	-10.9	-9.2	17.9	9.3	10.3	8.4	4.8	2.2	-2.8
Chile	8.0	12.3	7.0	5.7	10.6	7.4	6.6	3.2	-0.8	3.2	2.8	-8.9	3.3	6.1	6.3	4.0	4.9	3.2	-0.2	3.5
Colombia	2.4	4.4	5.7	5.1	5.2	2.1	3.4	0.6	-4.2	4.5	3.4	2.2	3.9	4.7	5.7	6.9	7.5	2.5	0.0	2.5

PRECIOS AL CONSUMIDOR																				
Crecimiento promedio anual, %																				
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008p	2009p	2010p
EUA	4.2	3.0	3.0	2.6	2.8	2.9	2.3	1.6	2.1	3.3	2.8	1.6	2.3	2.7	3.4	3.2	2.9	3.8	-0.9	0.4
Zona Euro	4.0	4.1	3.3	2.8	2.7	2.2	1.6	1.1	1.1	2.1	2.3	2.3	2.1	2.1	2.2	2.2	2.1	3.3	0.3	0.9
Japón	2.8	1.6	1.3	0.4	-0.3	0.4	2.0	0.2	-0.5	-0.6	-1.0	-0.6	-0.2	-0.2	-0.3	0.1	0.0	1.5	-1.1	-0.6
Brasil	433	952	1927	2076	66.0	15.8	6.9	3.2	4.9	7.0	6.8	8.4	14.8	6.6	6.9	4.2	3.6	5.7	4.7	4.1
México	22.7	15.5	9.8	7.0	35.0	34.4	20.6	15.9	16.6	9.5	6.4	5.0	4.5	4.7	4.0	3.6	4.0	5.1	5.6	3.8
Argentina	84.0	17.6	7.4	3.9	1.6	0.2	0.5	0.9	-1.2	-0.9	-1.1	33.4	9.1	8.5	15.4	14.4	20.7	17.0	17.3	15.0
Venezuela	34.2	31.4	38.1	60.8	59.9	99.9	50.0	35.8	23.6	16.2	12.5	22.4	31.1	21.8	16.0	13.7	18.7	31.4	33.4	45.2
Chile	21.8	15.4	12.7	11.4	8.2	7.4	6.1	5.1	3.3	3.8	3.6	2.5	2.8	1.1	3.1	3.4	4.4	8.7	2.5	3.1
Colombia	30.4	27.0	22.4	22.8	20.9	20.8	18.5	18.7	10.9	9.2	8.0	6.3	7.1	5.9	5.0	4.3	5.5	7.0	5.1	4.4

TASAS DE INTERÉS EUA Promedio anual, %						
	2005	2006	2007	2008p	2009p	2010p
Bonos a 10 años	4.3	4.8	4.6	3.6	3.1	3.7
Tasa a 3 meses	3.2	4.8	4.5	1.4	0.1	0.1

p. Pronóstico Banamex.

FENTE: BANAMEX y Citigroup Global Markets.