



Economic Watch

21 de enero 2008

La Economía Mexicana en 2008¹

- Resultado de la profundización de la desaceleración en EUA, hemos revisado a la baja el pronóstico del PIB de México en 2008 (de 3.4 a 2.7%)
- El ciclo económico actual, a diferencia de los pasados, es un ciclo bastante suave que ha permitido a la demanda interna fortalecerse: la economía presenta una mayor solidez para enfrentar la desaceleración en EUA
- Como consecuencia de las presiones en el precio de las materias primas y granos en los mercados internacionales, y la elevada incertidumbre sobre el grado de transmisión del nuevo impuesto "IETU" a precios finales, hemos aumentado marginalmente nuestro pronóstico de inflación (de 3.6 a 3.8%)
- Pese a que las presiones inflacionarias no se han diluido, y dado que los riesgos sobre el crecimiento económico se han intensificado, es muy probable que Banxico mantenga la pausa monetaria (fondeo bancario en 7.5%) en la primera parte del año
- El principal riesgo para la economía mexicana se encuentra en una mayor desaceleración de la economía norteamericana que lleve a un menor crecimiento en México. En este contexto, los próximos movimientos de la tasa de fondeo serían a la baja

El escenario central de EUA contempla una profundización de la desaceleración económica

La economía de EUA inició desde 2006 un ciclo de desaceleración suave, debido al ajuste de la inversión residencial después del boom del sector inmobiliario. Hasta el tercer trimestre de 2007, el desempeño de la economía reflejaba únicamente el deterioro aislado de este sector, observándose en una caída importante en el inicio de construcción (oferta) y venta de casas (demanda). Pese a la fuerte moderación (y en algunos casos caída) del crecimiento de los precios.

En el último trimestre de 2007, las dudas sobre el grado de desaceleración en EUA se han acrecentado con la publicación de malos datos de empleo, ventas al menudeo, órdenes de capital e indicadores de actividad industrial. Estos indicadores validan la revisión a la baja de nuestro pronóstico del PIB en el escenario central para 2008 en EUA de 2.2% a 1.7%, en donde se proyecta una menor dinámica de la inversión no residencial y del consumo. Este escenario central anticipa una desaceleración cíclica más pronunciada, no una recesión en EUA.

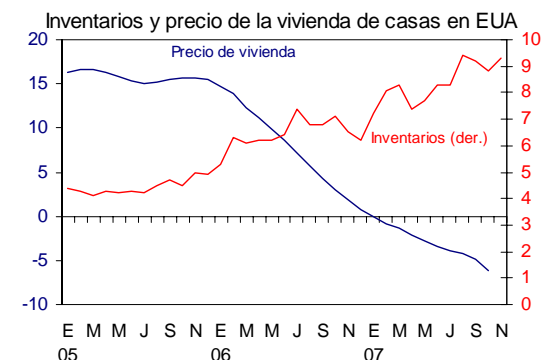
¹ El presente documento es un resumen del "Situación México 1T08", que se presentará en prensa el próximo miércoles 23 de enero de 2008.

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Ociel Hernández
o.hernandez@bbva.bancomer.com

Escenario Central			
México			
	2007	2008	
		Antes	Actual
PIB (% real)	3.1	3.4	2.7
Inflación General (%)			
fdp	3.8	3.6	3.8
promedio	4.0	3.8	4.1
Subyacente* (%)			
fdp	4.0	3.2	3.6
promedio	3.8	3.6	4.0
Fondeo Bancario (%)			
fdp	7.5	7.5	7.5
promedio	7.2	7.5	7.5
Tipo de Cambio (ppd)			
fdp	10.9	10.9	10.85
promedio	10.9	10.8	10.77
Bono 10 años M10 (%)			
fdp	8.2	7.7	7.7
promedio	7.8	7.9	7.9
EUA			
PIB (% real)	2.2	2.2	1.7
Inflación General (%) (prom)	2.8	2.1	2.7
Core (%) (prom)	2.4	2.0	2.1
Fed Funds (fdp)	4.3	4.3	3.8

* La previsión actual de inflación subyacente incorpora el cambio de composición anunciado por Banxico en oct. 2007



Fuente: Bloomberg

Con relación a la inflación esperada, los desequilibrios en los mercados internacionales de granos, energía, y en general de commodities, han presionado a la inflación en los últimos meses de 2007. Estimamos que el precio del petróleo deberá fluctuar en torno a 80 dólares por barril al cierre del año. Por lo tanto, se espera una ligera prolongación de estos choques, por lo que nuestro pronóstico de inflación general en EUA promedio de 2008 es de 2.7%. En este contexto, estimamos que continuará la reducción de la tasa de la Reserva Federal en al menos 50pb (tasa Fed en 3.75%), y un tipo de cambio próximo a 1.4 dólares-euro.

No obstante, los riesgos de una moderación mayor de la economía norteamericana son elevados

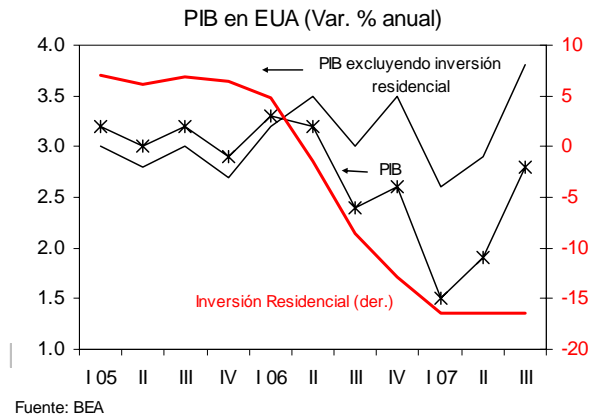
El principal riesgo de la economía de EUA es el de un fuerte ajuste en el crecimiento. La profundización del ajuste en el mercado inmobiliario en EUA podría llevar a un mayor drenaje de crecimiento por parte de la inversión residencial, a una menor creación de empleo y a una mayor caída de los precios de las viviendas, lo que reduciría el ingreso personal y la riqueza, y afectaría al consumo. Por su parte, el desorden de los mercados financieros y las pérdidas asociadas a activos con subyacente hipotecarios que están sufriendo las grandes entidades financieras en EUA, podrían terminar en un ajuste de la oferta de crédito. El que estos dos elementos se refuercen uno al otro es el riesgo más importante al que se enfrenta la economía de EUA. Un ajuste más brusco en la economía de EUA tendría impactos importantes en el resto de las economías, lo que, por su parte, reduciría de manera importante las exportaciones de EUA al exterior.

La economía mexicana presenta una mayor solidez para enfrentar la desaceleración en EUA

A diferencia de la caída en la actividad económica registrada entre 2001 y 2003, y no mencionar siquiera la observada en 1995, los fundamentales macroeconómicos no representan un riesgo adicional a la desaceleración del ciclo. De hecho, estos fundamentales que explican en gran parte la suavidad con que la economía mexicana ha transitado en los últimos cinco años son una de las principales fortalezas de la economía mexicana. Durante la recesión del 2001, y débil recuperación durante el 2002, la economía no enfrentó una crisis financiera, de deuda, cambiaria o bancaria (se observó una desaceleración cíclica sin crisis financiera). Ver cuadro de Estructura macroeconómicos en México.

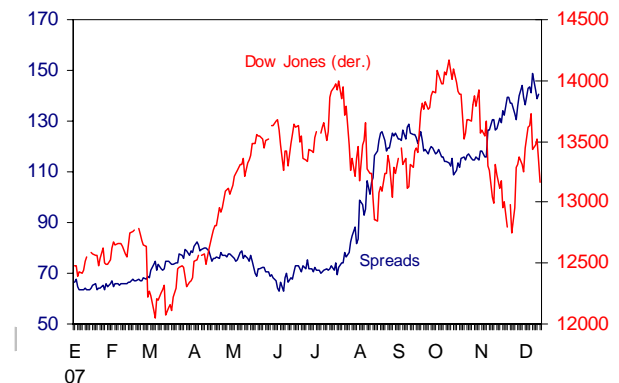
Otro elemento que deberá contribuir a amortiguar los efectos negativos de una ralentización de la economía de EUA es la mayor solidez de la demanda interna. Los sectores de la construcción, servicios y comercio han ganado peso relativo en el tamaño de la economía, lo cual ha consolidado los salarios y la creación de empleos en estos sectores. Asimismo, la producción de insumos mexicanos para exportaciones de EUA podrá continuar su dinamismo. Además, el crédito doméstico mantiene un patrón cada vez más independiente de las distorsiones internacionales, y está cada vez más vinculado con las condiciones estructurales de la economía, como la estabilidad de la inflación, el crecimiento potencial del sector inmobiliario, mayor ahorro por la reforma al sistema de pensiones, reformas estructurales de segunda generación, etc. Todos estos elementos pudieran contribuir a que el ingreso de las familias, y por lo tanto, el consumo privado, sea ligeramente menos sensible al ciclo de la economía vinculado con el sector externo.

Asimismo, la reciente aprobada reforma fiscal y el manejo conservador de la deuda pública de los últimos años, permitirá implementar algunos elementos de una política contra-cíclica. De hecho, la inversión pública en infraestructura programada para 2008 será la mayor registrada en décadas



Fuente: BEA

Bolsa y Spreads Corporativos en EUA (Índice y diferencial pb)



Fuente: Reuters

Estructura macroeconómica en México

	1988	1994	2000	2006
Crecimiento (%)	1.8	3.8	7.2	4.8
Inflación (%)	51.7	7.1	9.0	4.1
Cetes 28-day (% fdp)	52.3	18.5	16.5	7.0
Bono 10y (% fdp)	na	na	na	7.6
Déficit Fiscal (% PIB)	-7.4	-0.1	-1.1	0.1
Deuda Pública (% PIB)	54.0	37.6	23.1	21.2
Cuenta corriente déficit (mmd)	2.4	29.7	18.7	2.4
Cuenta corriente déficit (% PIB)	1.3	7.0	3.2	0.3
Reservas Internacionales (mmd, prom.)	11.9	17.9	32.4	70.3
Financiamiento Cuenta Corriente				
IED (veces CC)	1.2	0.4	1.0	7.9
Remesas (veces CC)	0.8	0.1	0.4	9.5
Reservas Internacionales (veces CC)	5.0	0.6	1.7	27.9

(próximo a 5% del PIB), lo cual favorece al sector construcción. Adicionalmente, es previsible que existan excedentes de recursos derivados del precio del petróleo. El precio fijado por la Secretaría de Hacienda para el presupuesto 2008 fue de 49.0 dólares por barril (dpb), nosotros esperamos un precio de 65.5 dpb, que redundará en un mayor gasto en infraestructura.

Sin embargo, la profundización de la desaceleración económica en EUA, sí limitará el crecimiento económico en México al afectar la contribución de las exportaciones netas de manera significativa. Con un escenario de crecimiento en EUA de 1.7%, consideramos que las repercusiones sobre la actividad económica interna serán moderadas. Nuestras previsiones contemplan un crecimiento en 2008 de 2.7%, en donde los rubros con menor dinamismo serán los vinculados con la actividad en EUA; igualmente, prevemos una moderación marginal de la demanda interna.

El reciente comportamiento de la inflación se mantiene en línea con el rango medio de inflación anual esperada por Banxico (3.76% en 4T07). A pesar de que evolución de la inflación ha fluctuado en rangos anticipados, existen elementos suficientes para mantenerse cauto. En estos primeros meses empezaremos a observar la magnitud con la que el nuevo impuesto "IETU" será trasladado a precios, lo cual nos permitirá anticipar con mayor certeza el rango de su fluctuación para finales de 2008.

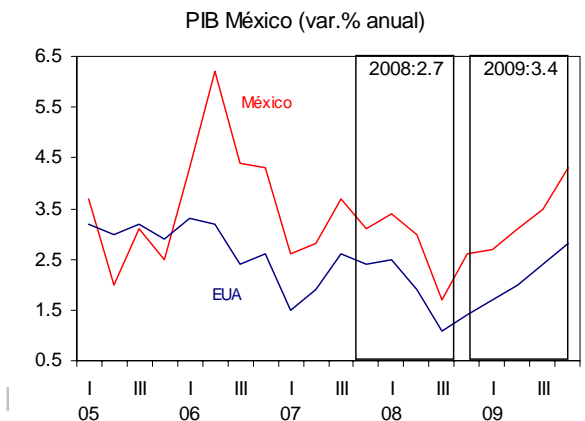
Las persistentes presiones en los mercados internacionales de granos y commodities siguen afectando las perspectivas del componente de alimentos procesados y algunos servicios. En suma, la inflación anual tenderá a oscilar en los rangos actuales (4.0%), sugiriendo que esta variable sigue estando muy expuesta a situaciones adversas. Resultado de lo anterior, hemos aumentado marginalmente nuestro pronóstico de inflación para finales de 2008 (de 3.6 a 3.8%). Un aspecto a destacar, es que los choques en los precios internacionales de alimentos y otros commodities no han desatado cambios en la inflación tan bruscos como en Europa, Latinoamérica y otros países asiáticos. El papel de las expectativas ha sido importante (las de mediano plazo han estado ancladas), pues ha impedido que se generen efectos de segunda ronda significativos (el crecimiento promedio de salarios ha estado ligeramente por arriba de la inflación). Existe una mayor credibilidad monetaria.

El balance de riesgos justifica la pausa monetaria

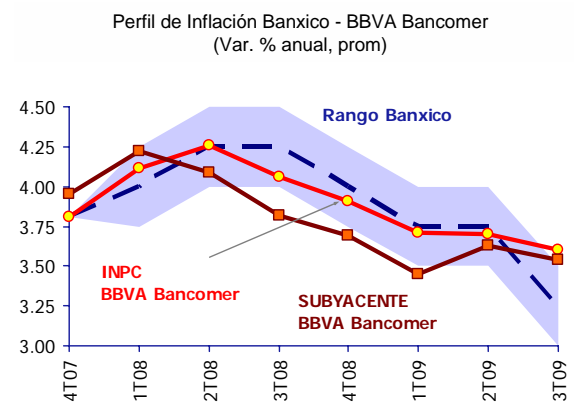
Si bien el riesgo de inflación es el predominante en el corto plazo, las perspectivas de Banxico asumen una lenta caída hacia la meta. Con ello, consideramos que las autoridades monetarias han ampliado su flexibilidad de acción, pues en la medida en que los riesgos sobre el crecimiento han aumentado (ante la desaceleración en EUA), vemos poco probable una restricción de la política monetaria para forzar la convergencia de la inflación hacia el 3.0% antes de los tiempos previstos por Banxico (2009); sólo se restringirían las condiciones monetarias si surgieran presiones adicionales que implicaran un deterioro en las expectativas de inflación y/o en la revisiones salariales, y pusiera en peligro la convergencia en 2009 en un contexto de crecimiento razonable.

La pausa monetaria, como estrategia, permitirá continuar evaluando los efectos de la menor actividad en EUA, la turbulencia financiera, y las presiones inflacionarias. Este escenario central, anticipa una tasa de fondeo bancario en 7.5% durante 2008, en un año en donde la elevada incertidumbre del contexto macroeconómico doméstico e internacional es el factor dominante. El sesgo de esta previsión es claramente a la baja a partir del segundo semestre del año

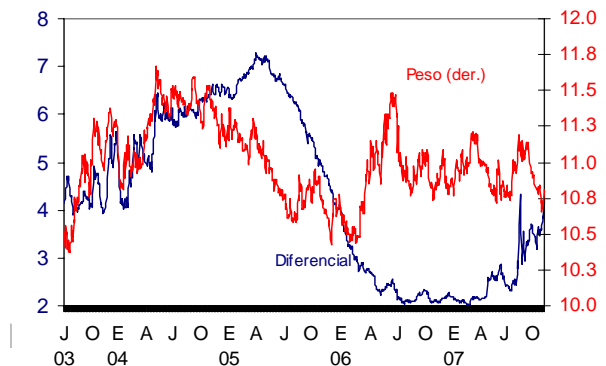
Consideramos que el tipo de cambio puede fluctuar en nuestro escenario central en rangos de fortaleza de entre 10.7 y 11.1 ppd durante 2008. Los



Fuente: BBVA Bancomer



Diferencial de tasas de interés a 3 meses (MX-EUA, %) y tipo de cambio (ppd)



Fuente: Banxico y Bloomberg

factores principales que seguirán apoyando al peso son: a) con la diversificación del riesgo en los mercados globales, los flujos de inversión hacia México continuarán relativamente elevados; b) la aversión al riesgo se mantendrá en rangos tolerables; c) el diferencial de tasas de interés se ampliará y con ello las oportunidades de “carry” y diversificación; d) sin presiones en la cuenta corriente durante 2008, en un contexto de inversión doméstica proporcionalmente elevada, y una estructura de la deuda del gobierno federal que favorece al peso en tiempos de volatilidad. Con un fondeo en 7.5%, el tipo de cambio cerraría 2008 en un nivel cercano a 10.85 ppd, aunque si Banxico reduce las tasas, el peso tenderá a depreciarse.

Preveamos en este escenario central un M10 (curva equivalente) en torno a 8.0% durante este primer semestre de 2008 (con una volatilidad mayor a la del 1T07), resultado de la concentración de presiones inflacionarias en este periodo, y de los cambios abruptos en la percepción del riesgo en un ambiente financiero más hostil que el observado a inicios de 2007. Esperamos en nuestro escenario central un M10 próximo a 7.70% para finales de este año, cuya pendiente de 20 pb de la curva de rendimientos se daría en un contexto de convergencia lenta con la meta de inflación, y de una comunicación de Banxico más neutral que la que tendrá en la primera mitad del año

Los riesgos sobre la actividad económica están en el límite

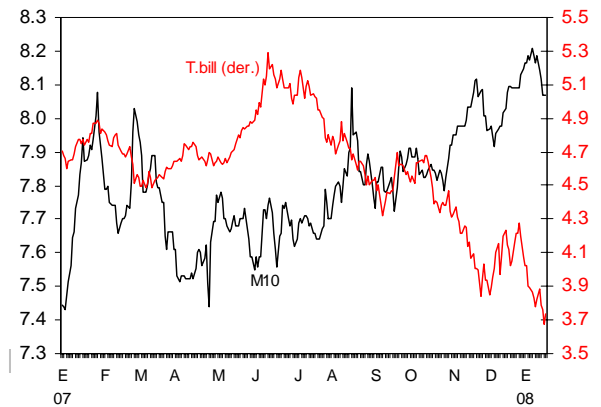
La probabilidad de que continúe deteriorándose la actividad económica en EUA no es baja. Este escenario de riesgo, en México se reflejaría en una desaceleración económica mucho más pronunciada. Aunque hay elementos que podrían contrarrestar parcialmente la transmisión del ciclo económico de EUA a México, como el de una política fiscal contra-cíclica, difícilmente compensaría los efectos de una mayor aversión al riesgo, fuerte contracción del sector externo y algunas manufacturas, así como una propagación más severa a componentes de la demanda interna a través de una menor creación de empleo. De materializarse los riesgos de menor actividad económica, perdería preponderancia la coyuntura inflacionaria de corto plazo. Esto no implicaría que el esquema de objetivo de inflación estaría pasando a segundo término, pues en un escenario de estas magnitudes la probabilidad de observar a la inflación dentro del rango de variabilidad en 2008 y 2009 es alta. Así, considerando que la Reserva Federal implementaría reducciones más agresivas, Banxico tendría margen de acción para relajar su política monetaria de una neutral a una claramente expansiva. No dudamos que en este contexto, la tasa de fondeo bancario pudiera reducirse de manera importante.

Este escenario sería compatible con una mayor debilidad del peso, si bien la reacción del tipo de cambio sería rezagada. La pendiente de la curva claramente mostraría una mayor volatilidad a la del escenario central.

Valoración

Desde mediados de 2006, la economía de EUA y la mexicana comenzaron un ciclo de menor crecimiento económico. Hasta el momento, y a pesar de la revaloración del riesgo financiero, esta desaceleración ha sido suave y concentrada en unos cuantos sectores. El escenario más probable es que continúe esta dinámica en 2008. Sin embargo, la incertidumbre es el factor dominante en este cambio de ciclo. La complejidad para medir la magnitud del detonador de esta desaceleración, que es el vínculo entre el fin del boom inmobiliario en EUA y la extrema exposición al riesgo en su financiamiento, limitan cualquier supuesto con relación a la transmisión al resto de la economía. Finalmente, los elevados precios del petróleo y presiones en otros commodities, amenazan con disparar aún más los niveles de inflación mundial. Por ello, vivimos tiempos de incertidumbre.

Tasas de interés equivalentes 10 años
México (M10)-EUA (T.bill)



Fuente: Reuters