

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Segundo Trimestre 2008



EEUU: escenario central hacia una "suave recesión", dudas de la fuerza de la recuperación

Actividad: hacia una desaceleración más acentuada en el 2do y 3er trimestre

Inflación: ¿continuará el encarecimiento de las materias primas?

Política Monetaria: un panorama complejo para Banxico

Mercados: peso fortalecido en los siguientes meses

# Indice

Fecha de cierre: 6 junio 2008

<b>Editorial</b>	2
<b>1. Entorno Internacional</b>	
<b>EEUU: Hacia una Suave Recesión</b>	3
<b>2. Entorno Macroeconómico México</b>	
<b>Moderación en Crecimiento</b>	7
Recuadro: Indicador Adelantado de Actividad	10
Recuadro: Indicadores Sorpresa, Actividad e Inflación	12
<b>La Inflación en un Contexto de Presiones Externas</b>	13
Recuadro: Presiones Inflacionarias a Vigilar en 2008	16
<b>3. Mercados Financieros México</b>	
<b>El Debate: entre Riesgos Inflacionarios y Desaceleración</b>	18
Recuadro: Cambios Estructurales en Tiempos de Turbulencia	22
<b>4. Indicadores y Pronósticos</b>	23

## Consejo Editorial:

Adolfo Albo, Jorge Sicilia

## Han elaborado esta publicación:

Editor: Jorge Sicilia

j.sicilia@bbva.bancomer.com

Editor: Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Javier Amador

javier.amador@bbva.bancomer.com

Octavio Gutiérrez

o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

Ociel Hernández

o.hernandez@bbva.bancomer.com

Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.bancomer.com

Diseño: Fernando Tamayo

fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

Durante 2008, los datos de actividad en EEUU muestran una marcada debilidad, aunque todavía hay dudas sobre si se declarará o no oficialmente una recesión. En 1T08, la demanda interna se contrajo, si bien el dinamismo de las exportaciones está permitiendo compensar parcialmente esta debilidad. Además, aunque el riesgo de una crisis crediticia no ha desaparecido, el riesgo financiero extremo se ha reducido tras la compra intervenida de Bear Stearns por parte de JP Morgan. Los efectos negativos del ajuste en el sector inmobiliario y la turbulencia financiera asociada están siendo contrarrestados parcialmente por: a) las políticas de la Reserva Federal; b) la disponibilidad de capital; c) la sólida situación financiera de las empresas; y d) el desacoplamiento internacional. Esperamos que el ritmo de expansión continúe debilitándose en 2T08 y 3T08 antes de comenzar a fortalecerse muy moderadamente durante 2009. No obstante, existen dudas sobre la fortaleza de la recuperación y los riesgos siguen estando claramente a la baja.

En México, nuestros indicadores adelantados nos señalan que hubo un “punto de giro” en el ritmo de crecimiento económico. El crecimiento del PIB en el primer trimestre confirma que la economía ha comenzado a desacelerarse; proceso que continuará de manera más notoria en 2T08 y 3T08, en respuesta a la dinámica de la economía de EEUU. Sin embargo, algunos elementos permitirán contrarrestar la desaceleración externa y desvincularse parcialmente del ciclo americano: la fortaleza de la demanda interna, el impulso fiscal de las políticas anticíclicas, y una mayor diversificación de las exportaciones.

En cuanto a inflación, los riesgos al alza se han intensificado. Los precios internacionales de alimentos y de energéticos han registrado importantes alzas, las cuales obedecen a factores de oferta (p.e. clima y abasto) y de demanda (p.e. producción de etanol, cambio en la dieta mundial, dinamismo de economías emergentes). Hacia delante, el momento en el ciclo económico —crecimiento menor al potencial—, la fortaleza del peso, el anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo y la moderación salarial sugerirían una disminución en la inflación a mediano plazo. Sin embargo, prevemos la continuación de los choques de oferta por altos precios de materias primas y mayores presiones inflacionarias en el corto plazo, antes de comenzar a ceder hacia finales de año, al diluirse los choques en alimentos y energéticos.

El entorno actual plantea dificultades para Banxico. Por un lado, las presiones inflacionarias a corto plazo se han acentuado; por otro, los riesgos a la baja sobre la actividad económica se han intensificado. Consideramos que Banxico mantendrá las condiciones monetarias sin cambios en los próximos meses para seguir evaluando la información entrante. Un deterioro significativo en la actividad podría justificar un relajamiento monetario de 50 pb hacia fines de año ante la ausencia de presiones de demanda. Sin embargo, en el corto plazo, han aumentado los riesgos de observar efectos de segunda ronda en los precios ante la acumulación de los choques de oferta.

El mayor gasto previsto en infraestructura podría contribuir a aumentar la productividad y el crecimiento potencial de la economía. Es importante seguir con la agenda de reformas para mejorar la competitividad de la economía. La modernización del sector energético sigue siendo un reto pendiente y bienvenidos los primeros pasos de la reforma educativa.

## EEUU: Hacia una Suave Recesión; Dudas sobre la Fuerza de la Recuperación

### Continuará la debilidad económica; los riesgos son a la baja

Recientemente, la mayor parte de indicadores de actividad en EEUU han sorprendido al alza, si bien en un contexto de marcada debilidad de la economía. La ausencia de ajustes fuertes en la producción industrial, el empleo (no en la tasa de desempleo), e incluso en la dinámica del crédito a empresas y en menor medida a las familias, están sorprendiendo favorablemente dado el desplome del sector inmobiliario y la crisis financiera. Lo anterior se ha traducido en una visión más positiva de la economía de la que se tenía a principios de año, a pesar de que la economía real continúa debilitándose y esta tendencia difícilmente cambiará en los próximos trimestres. Nuestro escenario base se mantiene sin cambios: el crecimiento económico continuará con una tendencia a la baja durante 2008, y tendrá un leve repunte en 2009 más por un menor drenaje de crecimiento por parte de la inversión residencial y un buen comportamiento de las exportaciones, que por una recuperación del consumo privado. En conjunto, nuestro escenario más probable es al que apuntan nuestros indicadores oportunos: más hacia una marcada desaceleración, que hacia una recesión prolongada. No obstante, la probabilidad de que las mayores restricciones de crédito terminen convirtiéndose en una crisis de crédito a empresas y familias no es desestimable y, de suceder, tendría implicaciones importantes para el crecimiento económico y las políticas públicas.

### La mejoría de los mercados financieros: ¿es sólida?

En las últimas semanas, las condiciones en los mercados financieros internacionales han mejorado. Los indicadores de percepción de riesgo se han alejado de sus máximos, especialmente en bonos corporativos (véase gráfica), y bonos con grado de inversión y con grado especulativo. Al mismo tiempo, compañías con grado de inversión, en especial las instituciones financieras, han podido recapitalizarse —acción necesaria después de la pérdida de capital por el reconocimiento de pérdidas— y han comenzado a emitir nuevos instrumentos de crédito. Así, una pequeña parte del enorme incremento en la aversión al riesgo registrado desde agosto de 2007 se ha revertido. No obstante, se sigue limitando la toma de riesgos, el mercado interbancario sigue registrando fuertes tensiones y los bancos continúan endureciendo los estándares crediticios. Lo anterior sugiere que la aversión al riesgo continúa y que la reciente mejoría es vulnerable, por ejemplo, a malas noticias económicas o a un reconocimiento de mayores pérdidas por parte de los bancos.

La mejoría en los mercados financieros parece obedecer a varios factores. Consideramos que están ayudando a contener los efectos negativos de la recesión en el sector inmobiliario y la turbulencia financiera asociada: a) políticas de la Reserva Federal —agresivas políticas de inyección de liquidez a través de relajamiento monetario y otras herramientas menos convencionales, y con paquetes de rescate garantizando “quiebras ordenadas” (e.g., Bear Stearns); b) disponibilidad de capital —por parte de agentes fuera del sistema bancario que han permitido la recapitalización de las instituciones financieras más importantes; c) sólida situación financiera de las empresas —ajustes agresivos en el actual ciclo para reducir costos y deuda, han permitido a las empresas continuar con sus proyec-

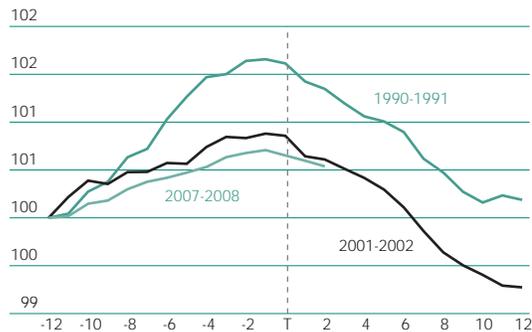
**Spreads Corporativos en EEUU**  
Puntos base



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reserva Federal

## Desempeño del Mercado Laboral en Periodos de Recesión

Nómina no agrícola, índice, T-12 meses=100, T= inicio de la recesión



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

## ISM Índice, niveles mayores (menores) a 50 indican expansión (contracción)



Nota: Áreas sombreadas corresponden a periodos de recesión  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

## Precios de la Vivienda Índice S&P Case-Schiller para 20 ciudades, variación % real anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

tos de inversión a pesar de la menor disponibilidad del crédito; y d) desacoplamiento internacional —el desempeño económico se ha mantenido sólido en el resto del mundo, lo que representa una fuente importante de demanda, principalmente en Asia y Europa.

## Indicadores oportunos “mejores a los esperados”; continúa el ajuste del sector inmobiliario

En 1T08, el crecimiento económico fue débil y se situó en el 0.9% trimestral anualizado, ligeramente mejor a las expectativas. La noticia más positiva no fue que el dato fuera mejor al esperado, sino que el crecimiento se mantuviera positivo —algunos analistas anticipaban contracción del PIB en el trimestre—. No obstante, el reporte apunta a una notoria debilidad económica. La composición del reporte indica que la demanda interna privada se contrajo. De hecho, si elimináramos la contribución al crecimiento de las exportaciones netas y el gasto de gobierno, el PIB se habría contraído 0.3% trimestral anualizado.<sup>1</sup> Hacia delante, la acumulación de inventarios durante el trimestre se traducirá en una menor producción para poder deshacerse del exceso de inventarios ante la débil demanda interna. El consumo se desaceleró fuertemente, y de no haber sido por la parte de servicios, se habría contraído. La inversión no residencial dejó de impulsar el crecimiento y comenzó a restar, mientras que la inversión residencial continúa siendo un lastre para la expansión. El único punto positivo fue el dinamismo de las exportaciones que continúa compensando, si bien parcialmente, la debilidad de la demanda interna.

Los indicadores oportunos indican que el crecimiento podría ser muy bajo, o incluso negativo en el 2T08 ante la debilidad del mercado de la vivienda —sin síntomas todavía de desaceleración—, y el menor ingreso disponible existente ante el aumento en el precio de los alimentos y la energía, y la debilidad del mercado laboral.

La desaceleración de la actividad económica se ha reflejado en el mercado laboral. Los despidos continúan aumentando al mismo tiempo que las nuevas contrataciones siguen disminuyendo. La creación neta de empleo ha disminuido en los cinco primeros meses del año en casi 325 mil personas, y dado que se requiere la contratación en torno a 125,000 nuevos trabajadores para absorber a los nuevos entrantes al mercado laboral, la tasa de desempleo ha repuntado al 5.5%. No obstante, cabe destacar que en el desempeño del mercado laboral existen divergencias notorias. Las pérdidas de empleo en los sectores productores de bienes y en el sector de la construcción están siendo importantes, mientras que el sector servicios no está tan débil y el número de empleados ha permanecido prácticamente sin cambios. Si comparamos el mercado laboral con ciclos de recesión previos, deberíamos esperar mayor debilidad hacia delante (véase gráfica). En reacción a las mayores adversidades —caída de la riqueza neta de las familias, pérdidas de empleo, mayor restricción de las condiciones crediticias—, la confianza de las familias ha disminuido a niveles consistentes sólo con periodos de recesión previos, y anticipan debilidad del consumo hacia delante.

1 Tanto el consumo de bienes como la inversión no residencial se contrajeron (si bien el consumo de servicios continuó creciendo). La inversión residencial continuó restando fuertemente al crecimiento. La demanda interna privada restó 0.28 pp al crecimiento, que fueron compensados por una contribución positiva del gasto de gobierno (+0.38 pp), de las exportaciones netas (+0.30 pp), y de la acumulación de inventarios (+0.21 pp).

Por su parte, la actividad industrial está estancada, lo cual no es necesariamente una mala noticia si se compara con su desempeño en periodos anteriores de recesión o desaceleración pronunciada (véase gráfica). La solidez de la demanda externa y la debilidad del dólar podrían ser los principales factores que están permitiendo una contracción menos brusca de la producción manufacturera.

En el sector donde en general los datos recientes no han sorprendido al alza, es precisamente el que originó gran parte de los problemas económicos. A pesar de la fuerte contracción en la construcción de casas durante 2007 y en lo que va de 2008, el exceso de oferta en el mercado inmobiliario ha continuado aumentando. Con una tendencia al alza en los embargos de casas por parte de los bancos, una menor demanda de primeros compradores (ante condiciones crediticias más restrictivas, y expectativas de mayores caídas en los precios), el exceso de oferta podría tardar en absorberse, pese a la reducción de las viviendas iniciadas y los permisos de construcción. La medida más aceptada para evaluar el exceso de oferta en el mercado es la tasa de desocupación —porque incluye todas las casas a la venta, sin importar si los dueños son constructores, individuos o bancos—, que alcanzó un máximo histórico en 1T08. En consecuencia, la caída en los precios de la vivienda se ha acelerado (véase gráfica). En términos mensuales anualizados, los precios de las casas están cayendo a un ritmo de 25%. En este sentido, un prerrequisito indispensable para empezar a pensar en una mejoría en la situación económica es el fin del ajuste inmobiliario, y en este respecto, las noticias no han sido sólo malas, sino peores a las esperadas; aunque el plan anunciado por el Congreso podría terminar ayudando a una estabilidad que podría comenzar hacia finales de 2008, o principios de 2009.

### Perspectivas: las dudas sobre la fuerza de la recuperación

Los indicadores oportunos apuntan a una significativa desaceleración en el ritmo de actividad económica y no a una recesión severa. Esperamos en nuestro escenario central que el ritmo de expansión continuará debilitándose en el segundo y tercer trimestres antes de comenzar a fortalecerse moderadamente hacia fines de 2008 y durante 2009. En el futuro cercano, el consumo privado recibirá un impulso por el regreso de impuestos a las familias de \$100 bdd, equivalente a 0.9% del PIB o 1.2% del consumo privado. No obstante, estimamos que el impulso podría tener un impacto menor, en la medida en que parte de los cheques fiscales se utilicen para amortizar deuda ya que los pilares del consumo no se encuentran en una buena situación. Además, el incremento reciente en el precio de la gasolina está mermando la capacidad de compra de las familias. La riqueza de las familias continuará disminuyendo (con la caída en los precios de la vivienda), con lo que muy probablemente la tasa de ahorro tenderá a incrementarse —para financiar el retiro u otro gasto futuro, lo que no permitirá incrementos sólidos del consumo.

Asimismo, ante la debilidad esperada en la demanda, las empresas difícilmente acelerarán sus planes de inversión y ritmo de contratación, afectando aún más el consumo de las familias. Finalmente, condiciones crediticias más restrictivas limitarán sensiblemente el financiamiento a las familias.

## Proyecciones Económicas para EEUU de la Reserva Federal

Tendencia central, %, mayo 2008

	2008	2009	2010
PIB	0.3 a 1.2	2.0 a 2.8	2.6 a 3.1
Proyecciones enero	1.3 a 2.0	2.1 a 2.7	2.5 a 3.0
Desempleo	5.5 a 5.7	5.2 a 5.7	4.9 a 5.5
Proyecciones enero	5.2 a 5.3	5.0 a 5.3	4.9 a 5.1
Inflación general	3.1 a 3.4	1.9 a 2.3	1.8 a 2.0
Proyecciones enero	2.1 a 2.4	1.7 a 2.0	1.7 a 2.0
Inflación subyacente	2.2 a 2.4	1.9 a 2.1	1.7 a 1.9
Proyecciones enero	2.0 a 2.2	1.7 a 2.0	1.7 a 1.9

Nota: Las proyecciones de inflación corresponden al PCE. Las estimaciones del PIB e inflación son cambios interanuales en el cuarto trimestre de cada año. Los pronósticos de desempleo son el promedio de la tasa de desempleo en el cuarto trimestre de cada año  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de la Reserva Federal

## Proyecciones Económicas de BBVA para EEUU

	2007	2008e	2009e
PIB (var. % real anual)	2.2	0.8 a 1.4	1.1. a 1.9
Inflación (CPI, prom. anual)	2.8	3.3 a 4.0	1.5 a 3.6
Subyacente	2.3	2.0 a 2.4	2.0 a 2.9
Fondos Federales (fdp)	4.25	1.5 a 2.75	1.5 a 4.0
Nota del Tesoro (10 años, fdp)	4.62	3.5 a 3.9	3.6 a 4.3
Dólar/Euro*	1.46	1.47 a 1.54	1.39 a 1.48

e estimado  
\* Para los pronósticos del dólar/euro, el tipo de cambio más alto (bajo) corresponde al escenario de menor (mayor) PIB  
Fuente: BBVA

## Producto Interno Bruto

Variación % anual



Nota: Estimado a partir del segundo trimestre 2008  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

### Inflación Subyacente y Utilidades Corporativas Unitarias

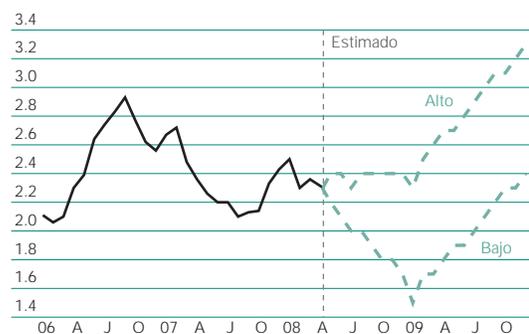
Variación % anual



\* Adelantadas 2 años  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

### Inflación Subyacente

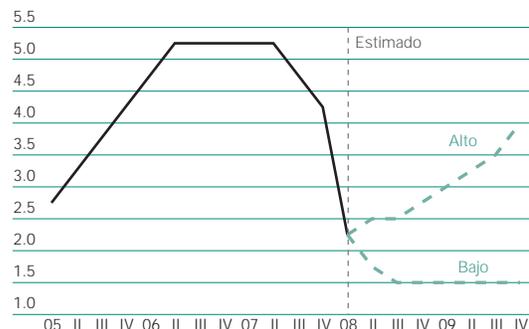
Variación % anual



Nota: Estimado a partir de mayo 2008  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

### Fondos Federales

% fin de periodo



Nota: Estimado a partir del segundo trimestre 2008  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Por el lado de la inversión, esperamos un crecimiento más modesto del gasto en capital en un contexto de debilidad de la demanda (y menor demanda esperada), de mayores costos y de una fuerte disminución en el ritmo de crecimiento de las utilidades. Por su parte, el ajuste de la inversión residencial no ha tocado fondo y el exceso de oferta en el mercado inmobiliario —aunado a la posibilidad de que continúe aumentando— provocará más caídas en los precios de la vivienda. La contracción de la inversión residencial continuará siendo el principal lastre para el crecimiento económico en 2008. En contraste, el sólido ritmo de crecimiento de las exportaciones seguirá compensando parcialmente la debilidad de la demanda interna.

Hacia delante los riesgos de la actividad económica siguen sesgados claramente a la baja y no se puede descartar un escenario más negativo. Si dentro de algunos meses no se percibe el inicio del fin en la caída de los precios de la vivienda, temas de insolvencia podrían generar la necesidad de que los bancos comerciales protejan su capital y, sin levantamientos de capital que los acompañen, podrían terminar en una restricción de crédito a empresas y familias. Además, la mayor debilidad del mercado laboral, en ausencia de soluciones legislativas, podría traducirse en un aumento masivo en el impago de créditos hipotecarios y embargos de casas por parte de los bancos, que provocaría una caída aún más pronunciada en la confianza de las familias, y por ende, se traduciría en una mayor debilidad de la demanda interna además de hacer más probable el aumento de la restricción crediticia. En este sentido, existen dudas sobre si la recuperación sería más evidente en 2009 (una vez termine el impulso fiscal).

### Anticipamos un período sin cambios en la política monetaria

En un contexto de riesgos a la baja en la actividad económica e inflación subyacente con tendencia de baja (véase gráficas) ante la menor demanda y el menor poder de precio de las empresas, esperamos que la política monetaria continúe siendo expansiva pese a las presiones en la inflación general por energía y alimentos. Anticipamos que la Reserva Federal no aumentará su tasa de referencia hasta que los precios de la vivienda y la tasa de desempleo hayan dejado de deteriorarse, lo cual no prevemos que suceda hasta la segunda mitad de 2009. Prevemos en nuestro escenario central que la tasa de fondos federales permanecerá en 2.0% hasta 2T09, momento en que la Reserva Federal comenzará a subir su tasa de referencia. No obstante, a pesar de no ser nuestro escenario base, en la actualidad, una reanudación de las bajadas en las tasas de interés es más probable que un aumento de éstas en el futuro cercano si las perspectivas económicas se deterioran y se vislumbra un periodo de debilidad más pronunciada. El principal riesgo una vez que se recupere la actividad económica, es que continúen las presiones en alimentos en energéticos y éstas se puedan traducir con mayor facilidad en un incremento en las expectativas de mediano y largo plazos, que a su vez contaminen la determinación de otros precios en la economía, en especial los salarios. Pero para eso faltan todavía algunos meses, pese a los temores actuales del mercado.

## México: Moderación en Crecimiento; hacia Delante la Clave, la Demanda Interna

Durante el primer trimestre del año, si bien continuaron presentándose mayoritariamente sorpresas positivas<sup>1</sup> en los indicadores de actividad, la dinámica en variables clave como producción industrial y empleo muestran una economía que crece a un ritmo menor que el trimestre previo.

Cifras del Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) señalan que a partir del mes de diciembre pasado, la tendencia del crecimiento se moderó. La expansión del PIB en el 1T08 se ubicó en 3.7% respecto al mismo periodo del año anterior (en serie desestacionalizada), y en 0.5% respecto al trimestre anterior.<sup>2</sup>

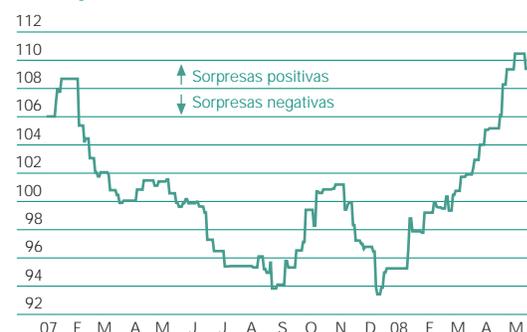
### En el primer trimestre: fortaleza automotriz en contraste con otras manufacturas

Por el lado de la producción, entre los datos positivos del primer trimestre destacan los correspondientes a la industria automotriz, que se ha visto beneficiada por mayores exportaciones en los últimos meses: al mes de abril, se habían exportado casi 550 mil automóviles; (principalmente a Estados Unidos) 20% más que en el mismo periodo del año pasado. Dentro de dicha industria, a partir de mediados de 2007 las actividades que han destacado por su contribución al crecimiento son las de fabricación y ensamble de carrocerías así como lo relacionado al sistema de transmisión automotriz. La rama de equipo de transporte prácticamente explica la totalidad del crecimiento de las manufacturas de 2.7% anual en el primer trimestre, mientras que a diferencia de lo observado en 2006, la contribución al crecimiento del resto de las ramas es muy pequeña e incluso negativa.<sup>3</sup>

Por el lado de la demanda, destacó en los primeros meses del año la expansión de la formación de capital, cuyas tasas de crecimiento en los dos primeros meses ascendió (eliminando efectos estacionales) a 10.2%, muy por arriba de la expansión de la inversión en el mismo periodo del año previo, que fue de 5.6%, y varios puntos porcentuales arriba del crecimiento de la economía. Cabe destacar, que en el crecimiento de la inversión destacó particularmente el componente de maquinaria y equipo, en contraste con la inversión en construcción que creció 1% anual.<sup>4</sup>

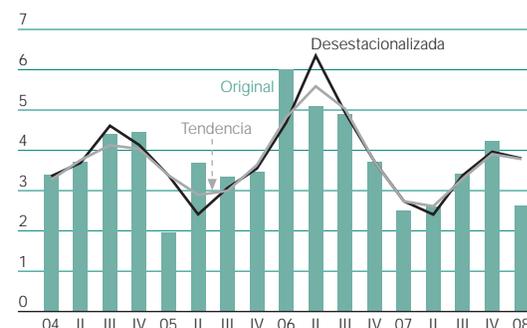
- 1 El "Indicador Sorpresas de Actividad" de México de BBVA (ver gráfica y recuadro al final de esta sección) se construye como la diferencia estandarizada entre los indicadores observados y esperados por el consenso del mercado. Base Julio 2002 = 100
- 2 Como publicamos en su oportunidad (ver "Observatorio PIB" 29/Abr/08) el INEGI actualizó el Sistema de Cuentas Nacionales de México con base en los Censos Económicos 2004 y cuyo nuevo año base es 2003. Como parte de la reestimación, se reclasifica la información y se homologa con cuentas de producción. Las series que cambian son las del PIB y sus componentes (incluyendo la medición mensual a través del IGAE), la de formación bruta de capital fijo y la de producción industrial. Uno de los resultados más relevantes es que con los nuevos datos hay algunos cambios en la estructura y dinamismo de los sectores con mayor peso en actividades primarias y secundarias, y menor en terciarias.
- 3 El cálculo considera que el peso de la industria automotriz en el total de las manufacturas está en torno a 20%, esta industria representa el 37% del PIB, cifra histórica.
- 4 Con la publicación de cifras de comercio exterior oportunas correspondientes al mes de abril, se revisaron fuertemente a la baja los datos de importaciones de bienes de capital derivado de reportes erróneos al SAT por parte de la industria minera. Esta corrección podría implicar también modificaciones a la baja en las estadísticas de inversión, aún por publicarse.

### Indicador Sorpresas de Actividad de México de BBVA Índice julio 2002 = 100



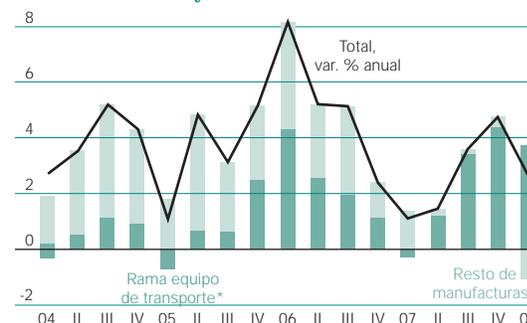
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

### Producto Interno Bruto Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

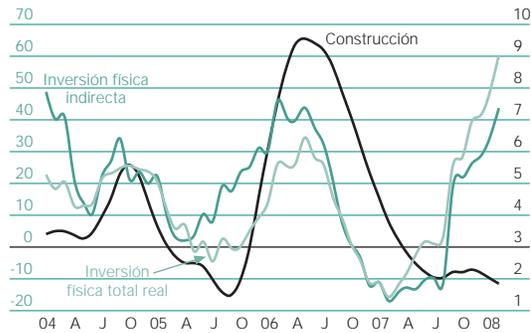
### Producción Manufacturera Variación % anual y contribución al crecimiento



\* Contribución al crecimiento  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

## Inversión Física del Gobierno y Construcción

Var. % anual, tendencia y promedio móvil 6 meses



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

## Masa Salarial Total

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

## Producción Manufacturera

Índice 2006 = 100



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Reserva Federal EEUU

Las exportaciones mexicanas, tanto petroleras como no petroleras han mejorado su dinamismo en relación a un año antes. Conviene destacar que los altos precios del petróleo han impulsado el repunte de las exportaciones, que de promediar variaciones anuales negativas el primer trimestre del año pasado (-13.3%) han experimentado crecimientos en torno al 50% en los primeros tres primeros meses de 2008, en tanto, las no petroleras (ligadas a las manufacturas) están mostrando tasas de crecimiento en torno al 12%.

En contraste con los datos positivos de la industria automotriz y la inversión de maquinaria y equipo, cabe mencionar el menor crecimiento en la construcción. Durante el primer trimestre, ésta industria tuvo un crecimiento (ajustado por estacionalidad) de 1% anual; a pesar de que el gasto del gobierno en inversión física total ha crecido a niveles históricos, esta situación se podría explicar por gasto de capital en bienes relacionados con maquinaria y que en los siguientes trimestres se podría traducir en un impulso importante a la industria.

Entre los indicadores que presentaron mayores síntomas de moderación en el primer trimestre del año están los de empleo. Considerando la nueva metodología en la medición de los trabajadores asegurados<sup>5</sup>, el crecimiento anual en las incorporaciones al empleo formal ha venido desacelerándose consistentemente desde finales de 2006, tanto en el caso de los trabajadores " permanentes " como " eventuales ". Esta moderación en el empleo, es más notoria en los últimos meses, y se ubica en tasas de expansión de 3% (asegurados permanentes), lo que implica una incorporación desde el cierre de 2007 al mes de abril de 2008 de 250 mil puestos de trabajo, cifra inferior en casi 114 mil trabajadores a la reportada en los primeros cuatro meses del año anterior. Con base en estos datos así como en los indicadores de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), al primer trimestre sectores donde en mayor medida se han perdido puestos de trabajo son en la construcción y en las manufacturas, en contraste con los servicios financieros y los servicios relacionados con el turismo y restaurantes.

La moderación en el crecimiento del empleo así como de los salarios reales podrá reflejarse en moderación del consumo privado en los primeros trimestres del presente año. Cifras disponibles de ventas al menudeo de ANTAD (tiendas de autoservicio y departamentales) muestran que en los últimos seis meses del año, las ventas en tiendas departamentales crecieron en promedio 1.3%, que se compara desfavorablemente frente al 3.2% del mismo periodo del año anterior.

## La moderación continuará en 2008 pero mejores perspectivas para 2009

Diversos indicadores adelantados de la actividad económica, coinciden en apuntar hacia la moderación de la actividad en los meses por venir. Son particularmente relevantes en esta perspectiva de desaceleración los factores que a continuación se citan.

5 El 9 de mayo el IMSS publicó un cambio de metodología con el que corrigen algunos errores en la medición del número de asegurados. Con la nueva metodología el número de incorporaciones al empleo formal cambia sustancialmente, por ejemplo, durante 2007 pasa de 756 mil a 529 mil.

La producción manufacturera en Estados Unidos ha comenzado a dar muestras de desaceleración algo más marcadas; el dato de crecimiento de abril es negativo por primera vez desde 2002 y los pronósticos de crecimiento del consenso de analistas para este año apuntan a que la producción industrial se desacelerará aun más en lo que resta del año. Dada la estrecha vinculación con la economía mexicana esto será un factor de riesgo para las exportaciones manufactureras nacionales.

Por otra parte, si bien hasta ahora la demanda interna se ha mantenido sólida, hacia delante, como ya se mencionó, factores como la dinámica de la incorporación de trabajadores al sector formal, la tendencia de los salarios reales y la moderación en el flujo de remesas tendrán impacto en la masa salarial, uno de los determinantes más relevantes para el consumo privado. Un elemento adicional a considerar se trata de la fuente de la fuerte inversión de los meses recientes. Con base en la información disponible, al primer trimestre parte de las nuevas inversiones son de origen importado, en contraste con las correspondientes de origen nacional cuya expansión es muy modesta. Esta situación podría presionar al componente de exportaciones netas de la demanda agregada al mostrar una contribución al crecimiento menor, con lo que la contribución neta del sector externo será ligeramente negativa.

En contraste con estos factores de riesgo, no se debe subestimar la fuerte entrada de recursos que por concepto de excedentes petroleros tendrá el sector público. Por su parte es necesario considerar el efecto de la mayor recaudación por la reforma fiscal y del programa de infraestructura anunciado como parte de las políticas anticíclicas. Por ello, consideramos que el impulso fiscal será clave para amortiguar el grado de desaceleración por venir.<sup>6</sup>

Por su parte, es de destacar la mayor diversificación de las exportaciones en productos y destinos, principalmente a Europa que hace a las exportaciones mexicanas menos vulnerables ante una moderación estadounidense. Por destino de las exportaciones, las dirigidas a EEUU se encuentran en mínimos históricos (80% del total), situación contraria a las dirigidas a Europa y Latinoamérica, que en conjunto representan cerca del 10% de las exportaciones.

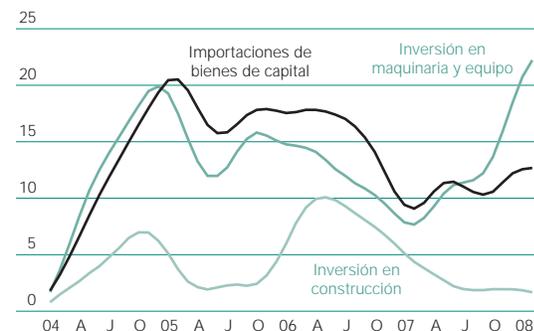
Con base en los pronósticos disponibles referentes al ajuste en el crecimiento de Estados Unidos, y considerando que éste se dará de forma más lenta y afectando a variables clave como el consumo y la producción industrial, creemos que la economía mexicana resentirá a partir del segundo trimestre en mayor medida estos efectos. Hemos revisado el pronóstico del PIB para 2008 a un rango de 1.9 a 2.8%, y nuestro estimado más probable lo ubicamos en 2.3%.<sup>7</sup>

Para 2009, y dependiendo en buena medida de la forma de la recuperación estadounidense, creemos que los proyectos de inversión generarán efectos más positivos impulsando al crecimiento en forma gradual hacia su potencial, pero posiblemente quedará lejos de alcanzarlo.

6 Durante el primer trimestre del año, los ingresos petroleros fueron inferiores en 3.8%, a pesar del precio favorable del petróleo; los ingresos excedentes se generaron por fuentes no petroleras, particularmente IETU, ISR, Importaciones e IVA.  
7 Conviene señalar que dicho crecimiento se ubica, en el rango alto en términos de elasticidad de largo plazo respecto a EEUU.

### Inversión e Importaciones

Variación % anual, series de tendencia



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

### Destino de las Exportaciones Mexicanas

% del total, promedio móvil 7 meses



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

### Proyecciones Macroeconómicas de México

Variación % anual, series ajustadas por estacionalidad

	2005	2006	2007	2008e	Cont*
<b>PIB</b>	<b>3.1</b>	<b>4.9</b>	<b>3.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>
<b>Demanda total</b>	<b>4.4</b>	<b>6.9</b>	<b>4.8</b>	<b>4.3</b>	<b>5.9</b>
Interna	5.2	6.1	4.4	3.5	3.7
Consumo	4.6	5.1	3.8	2.6	2.2
Privado	5.1	5.0	4.1	2.6	2.0
Público	0.2	6.1	0.6	2.4	0.2
Inversión	7.6	9.9	6.6	6.8	1.5
Externa	7.0	11.1	5.5	6.0	2.5
Importaciones	8.5	12.1	8.1	7.8	3.7
Externa neta	na	na	na	na	-1.2

\* Contribuciones estimadas 2008  
na no aplica  
e estimado

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

## Indicador Adelantado de Actividad

### Introducción

Como parte del esfuerzo por anticipar los posibles cambios de tendencia, hemos construido una serie de indicadores adelantados que suelen identificar y anticipar los “puntos de giro” de la actividad económica.<sup>1</sup> Dada la coyuntura actual, es especialmente relevante la identificación de los puntos de giro que podría marcar el fin del más reciente ciclo iniciado a finales de 2001.<sup>2</sup>

En el presente recuadro se describe la construcción de dos indicadores adelantados; el primero elaborado con base en información desagregada de importaciones mexicanas y el segundo aprovecha estadísticas de EEUU que tienen la cualidad de ser más oportunos y alta cobertura.

La clasificación de todas las series analizadas para los dos indicadores adelantados se hace de acuerdo a los puntos de giro del ciclo reciente, tomando como referencia el IGAE (Indicador Global de la Actividad Económica). Se identificaron cinco máximos y cuatro mínimos en el crecimiento del IGAE en serie de tendencia, ubicándose el más reciente máximo en diciembre de 2007.<sup>3,4</sup>

Todas las series se clasifican en “Adelantadas (A)”, “Coincidentes (C)” o “Rezagadas (R)” dependiendo de la distancia de su punto de giro con el del IGAE con el criterio de entre 1 y 5 meses, 0 para concluir “coincidencia”. Para todos los casos se utilizan las series de tendencia y en caso de que no las hubiere, se aproximan con un promedio aritmético móvil centrado tamaño siete. La forma de agrupar a los indicadores adelantados es por medio de un promedio simple de las series estandarizadas, homogeneizando así las magnitudes de la media y varianza.

1 Un punto de giro se entiende como los momentos en que una economía pasa de una etapa de crecimiento a una de moderación.  
 2 Si bien a nivel de ciclos de la macroeconomía es posible decir que a partir de finales de 2001 inició el más reciente ciclo, al interior de este se tienen como es natural, fluctuaciones de menor escala. Para un estudio más amplio de las características de los ciclos económicos en los últimos años, ver “Determinantes y características de los ciclos económicos en México” en la serie Economic Watch, Junio de 2007  
 3 La identificación de los puntos de giro de la serie de tendencia se basa en el IGAE publicado con la nueva base (2003=100) de 2004 a marzo de 2008. Para los datos anteriores se hizo una retropolación simple de las series dado que a la fecha de publicación de este informe no se han publicado datos del IGAE anteriores a 2003.  
 4 Los máximos y mínimos identificados son los siguientes: Máximos en julio de 2000, diciembre de 2002, diciembre de 2004, junio de 2006 y diciembre de 2007. Mínimos en noviembre de 2001, junio de 2003, junio de 2005 y marzo de 2007.

### Indicador Adelantado basado en Importaciones

El primer indicador agrega la información de las principales importaciones de México a nivel de producto. Se analizaron 151 series pertenecientes a los 9 capítulos de las importaciones con mayor peso en el total, lo que representa el 60% del total de las importaciones. Para la construcción de este índice no se considera si se trata de bienes de consumo, intermedios o de capital, sino de si tienden a adelantar o no a la actividad económica en su conjunto. En promedio, 38% de los rubros analizados tienden a ser adelantados a las fluctuaciones del IGAE<sup>5</sup>; la característica de ser adelantados fluctúa entre 10% en importaciones de “Productos de las industrias químicas” hasta 60% en importaciones de “Plástico y sus manufacturas”.

### Indicador Adelantado de la Actividad Basado en las Grandes Importaciones\* Variación % anual



\* A=Adelantado, C=Coincidente entre paréntesis la diferencia en meses respecto al punto de giro del IGAE  
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

### Descripción de Importaciones Incluidas en el Indicador

	Particip. Prom. 2007-2008	Productos por capítulo	% adelantados / totales
Aluminio y sus manufacturas	1.5	7	57.1
Prods. de las industrias químicas	1.1	10	10.0
Papel cartón y sus manufacturas	1.6	9	44.4
Manufacturas de hierro o acero	2.3	10	40.0
Productos químicos orgánicos	2.5	16	18.8
Plástico y sus manufacturas	5.7	10	60.0
Vehículos terrestres y sus partes	9.3	14	42.9
Aptos. mecánicos, calderas y partes	15.5	39	33.3
Máquinas y material eléctrico	20.9	36	33.3

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

5 Los indicadores se clasificaron entre A, C, y R dependiendo de su característica más frecuente, es decir, si en la mayoría de los 9 puntos de giro mostraron ser A, C o R.

Los puntos de giro del indicador adelantado basado en las importaciones precedieron a los del IGAE en ocho de los nueve puntos de giro detectados entre enero de 2000 y marzo de 2008.

### Indicador Adelantado Amplio

El segundo indicador agrega variables que suelen adelantarse los puntos de giro del IGAE. En este indicador se incluyen tanto variables de México como de Estados Unidos y en ambos casos se incluyen tanto "datos duros", principalmente relacionados con la producción industrial pero también las relacionadas con encuestas y confianzas del consumidor / productor.<sup>6</sup> Los puntos de giro del indicador agregado precedieron a los del IGAE en siete de los nueve puntos de giro detectados, y sólo en uno de ellos el punto de giro fue detectado con rezago.

Por su construcción, el indicador tiene la ventaja de poder ser analizado de manera independiente los datos "duros" y por otro lado las expectativas. En este sentido, cabe destacar que en relación al punto de giro más reciente, los indicadores adelantados de las expectativas coincidieron en adelantarlo en mayor medida que los "duros": las expectativas para México observaron su punto de giro en el mes de julio de 2007 (los de expectativas de EEUU en agosto), posteriormente los indicadores industriales de EEUU cambiaron su tendencia a partir de octubre y en el indicador con datos sólo de México el punto de giro se ve hasta el mes de diciembre y se distingue un leve repunte en marzo influido por las compras de bienes de capital del exterior.<sup>7</sup>

6 Indicadores "de opinión" para México son las desagregaciones de: Indicador IMEF, Encuesta de Coyuntura de Banxico y Encuesta de Confianza del Consumidor. De Estados Unidos son ISM, Philadelphia Fed, Confianza del Consumidor (Universidad de Michigan) y Chicago PMI, entre otros.

7 Los datos "duros" para México incluyen: compras al menudeo, industria de la construcción, importaciones de bienes de capital, empleo total, producción manufacturera, industria de metales básicos, maquinaria y equipo, exportaciones manufactureras, importación de bienes intermedios y producción automotriz.

### Descripción de Variables Incluidas en el Indicador Amplio

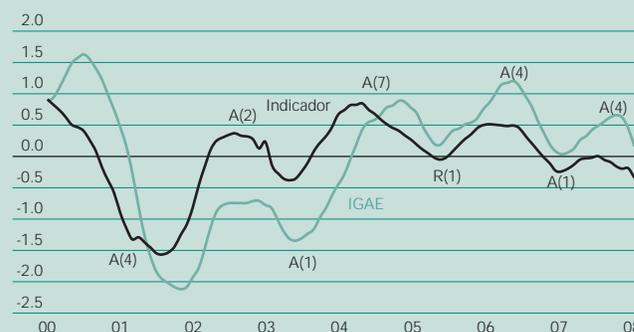
#### Número de variables

	Analizadas	Adelantadas
<b>México</b>		
(1) Sector Real México	36	15
(2) Expectativas y Encuestas	34	6
<b>Estados Unidos</b>		
(1) Sector Real México	53	15
(2) Expectativas y Encuestas	27	10

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

### Indicador Adelantado Amplio con Estadísticas de EEUU\*

#### Variación % anual



\* A=Adelantado, C=Coincidente entre paréntesis la diferencia en meses respecto al punto de giro del IGAE

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Bloomberg

### Conclusiones

En síntesis, los dos indicadores adelantados aquí contruidos han sido buenos para anticipar puntos de giro (más del 75% de los casos en el pasado). Con ellos concluimos que la actividad tuvo un punto de giro a finales del año pasado entre octubre y noviembre iniciando fundamentalmente en datos estadounidenses seguidos por expectativas y de actividad en México.

Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.bancomer.com

## Indicadores Sorpresa: Actividad e Inflación

Los indicadores sorpresas de actividad e inflación se construyen para medir las diferencias entre lo esperado por el mercado y el dato observado.<sup>1</sup> En ambos casos han resultado ser herramientas útiles para complementar el análisis macroeconómico y financiero. A medida que se acumulan sorpresas positivas o negativas, es común que los distintos analistas ajusten sus expectativas a un “nuevo nivel” en torno al cual se vuelvan a generar sorpresas. El presente recuadro describe brevemente la construcción de los índices sorpresas de actividad e inflación para México.

### Su construcción

El indicador sorpresas de actividad se construye con datos diarios desde 2002. Incluye diez variables de la actividad del sector real y para el indicador sorpresas de inflación se considera la inflación general y la inflación subyacente a partir de 2004.<sup>2</sup> En ambos casos se considera el valor medio esperado por los analistas de *Bloomberg* y se compara con el dato observado sin revisiones posteriores. Cabe mencionar que el tamaño de muestra de analistas varía con el indicador de que se trate, pero es en promedio de 12 opiniones y puede ser corregida a una semana de la publicación del indicador.

La diferencia entre el observado y el esperado se estandariza con el valor absoluto histórico de cada indicador. Posteriormente se agregan los indicadores de cada día y esta serie se re-estandariza con su valor absoluto histórico. Con base en esta última serie se construye un índice con periodo base en julio de 2002.

### Su evolución

Respecto al indicador sorpresas de actividad se observa que a partir de 2004 y a medida que se fortaleció la expansión en la actividad las sorpresas comenzaron a ser consistentemente positivas. La expansión de aquel año fue de hecho la mayor de los cuatro años previos. Los analistas ajustaron constantemente sus expectativas de crecimiento para ese año de 3.1 a inicios de 2004 a 4.1% a finales del año. Estas expectativas sin embargo comenzaron a sobre-estimar los nuevos datos y comenzaron a corregirse a la baja a inicios de 2005.

1 Los indicadores sorpresa fueron primeramente desarrollados por el equipo de BBVA en Estados Unidos (ver “USA: Índices Sorpresa de Actividad e Inflación” en la serie *Economic Watch*, Mayo 2005), donde se incluyen para el de actividad e inflación 29 y 9 indicadores, respectivamente.

2 Las variables que se incluyen son IGAE, Producción Industrial, Balanza Comercial, Ventas Menudeo, Desempleo, Confianza del Consumidor, Inversión, PIB a precios corrientes, a precios constantes y Demanda Agregada.

### Indicador Sorpresas de Actividad de México de BBVA

Índice julio 2002 = 100



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

### Indicador Sorpresas de Inflación de México de BBVA

Índice julio 2002 = 100



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

En dicho año la situación contraria se presentó, como recoge el indicador, el crecimiento anual de la actividad se ubicó por debajo de lo estimado a inicio del año. Hacia finales de 2005 y de la mano con el auge de la industria automotriz, sorpresas positivas se vuelven a presentar. En los meses recientes si bien abundaron sorpresas con signo positivo en los indicadores de México, en los correspondientes de EEUU fue el caso contrario, a esta situación se atribuye en buena medida la revisión en las expectativas de crecimiento del PIB por parte de analistas.

En el caso de la inflación, destacan las sorpresas positivas (pendiente negativa) del indicador a lo largo de 2005, lo que fue reflejo de la dilución de choques de oferta que tuvieron lugar en 2004 (alimentos procesados y vivienda). Hacia mediados de 2006 e inicios de 2007 el efecto contrario ocurre, vinculado con productos agrícolas y materias primas, como es el caso en mayor medida en los meses recientes.

Cecilia Posadas  
Javier Amador

c.posadas@bbva.bancomer.com  
javier.amador@bbva.bancomer.com

## La Inflación en México en un Contexto de Presiones Externas

Durante el segundo bimestre del año, los mercados internacionales de alimentos (granos y pecuarios) y de energéticos han registrado importantes alzas en sus precios las cuales han sido motivadas tanto por factores de oferta (p.e. clima y abasto) como de demanda (p.e. cambio en la dieta mundial y dinamismo de economías emergentes). El encarecimiento de estos insumos se intensificó durante abril y mayo de forma tal que generó importantes alzas al consumidor final a nivel global. México no ha sido la excepción, los precios de alimentos procesados se ubicó en 8.52% anual al mes de abril, muy lejos del mínimo alcanzado antes de los primeros incrementos (3.46% en junio de 2006). A pesar de ello, conviene destacar que estas alzas han sido menores en nuestro país a las observadas en otras economías emergentes en ese mismo lapso. De forma paralela, los mercados globales han registrado un encarecimiento significativo en energéticos que imponen presiones adicionales. Para el caso de México, los precios al consumidor directamente vinculados a los energéticos (gasolinas, gas doméstico, electricidad) son administrados; sin embargo, las reglas de determinación de algunos de estos precios (particularmente de tarifas eléctricas) hacen que guarden una mayor vinculación a los precios internacionales y genera, por tanto, presiones adicionales.

Bajo este entorno la inflación general de México ha venido incrementándose gradualmente desde abril de 2006 para situarse en 4.95% anual en mayo de 2008 (vs. 3.95 y 3.00% uno y dos años atrás respectivamente) y la subyacente en 4.86% (3.88 y 3.41%). Si bien, las principales presiones sobre los precios al consumidor atañen a factores externos, es relevante cuestionarse la duración que pudieran tener precios internacionales elevados; si se han contaminado otros precios en la economía; hasta donde pudiera llegar la inflación en los próximos meses; cuál es la dinámica esperada para los próximos años dado el ciclo actual de la economía; y los principales riesgos que podemos anticipar en materia de precios.

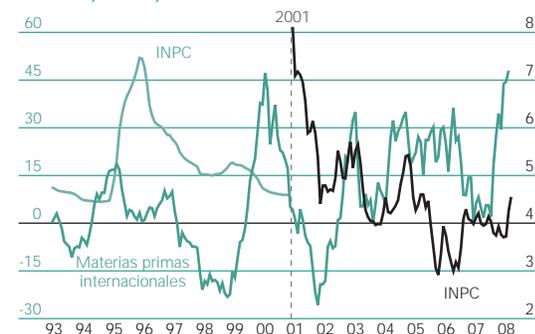
### Determinantes externos de inflación y sus perspectivas

Durante 2001, la incursión de China a la Organización Mundial de Comercio implicó un mayor aprovechamiento mundial de las ventajas regionales de producción, una redistribución de la capacidad productiva global y, simultáneamente, una intensificación de la competencia en los mercados internacionales. Como resultado, observamos un aumento del ingreso per-cápita de las economías que incrementaron su participación en el mercado global (v.gr. China), así como bajos niveles de inflación en bienes comerciables.

En el caso de México, esta coyuntura se manifestó positivamente en la inflación de mercancías distintas a alimentos la cual se ubicó al cierre de 2002 en su menor nivel en la historia de este índice (0.6% anual). Esta condición internacional junto a un periodo de crecimiento por debajo del potencial, la conducción de la política monetaria y el anclaje de las expectativas inflacionarias de largo plazo dio paso a una etapa entre 2002 y 2006 de fluctuaciones contenidas de inflación (entre 3 y 5.4%) y en donde la ocurrencia de perturbaciones de oferta terminaba corrigiéndose en el tiempo.

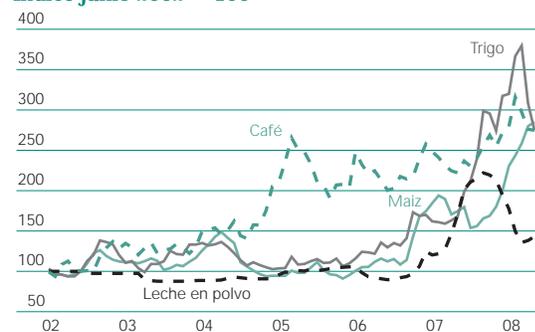
Recientemente, este entorno internacional ha cambiado de forma tal que empezó a ejercer presiones sobre la inflación a nivel global

### Evolución Histórica de Inflación General\* e Índice de Mat. Primas Internacionales % anual, INPC; índice FMI



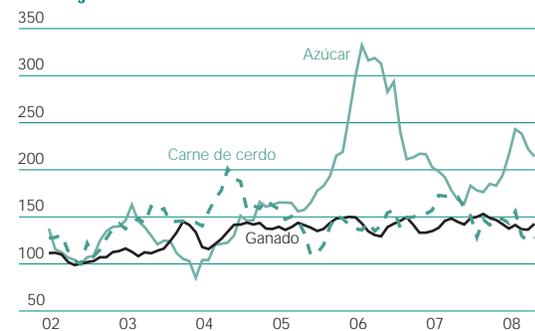
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Bloomberg

### Precios Internacionales de Alimentos que Podrían Estabilizarse Índice junio 2002 = 100



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

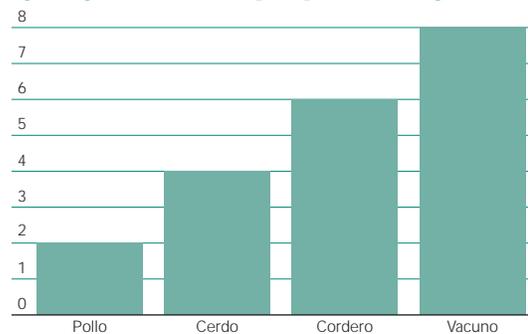
### Precios Internacionales de Alimentos que Podrían Presionarse al Alza Índice junio 2002 = 100



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

### Tasas de Conversión de Granos a Carne

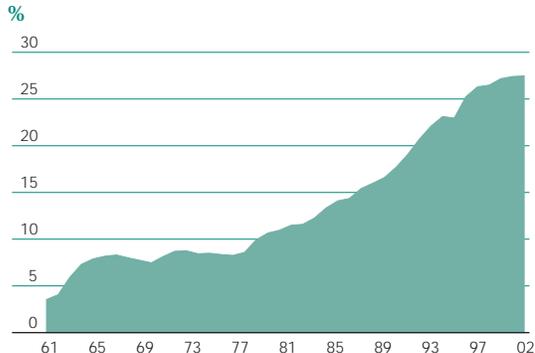
Kgs. de granos necesarios para producir un kg. de carne



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

### Participación de China en el Consumo Mundial de Carne

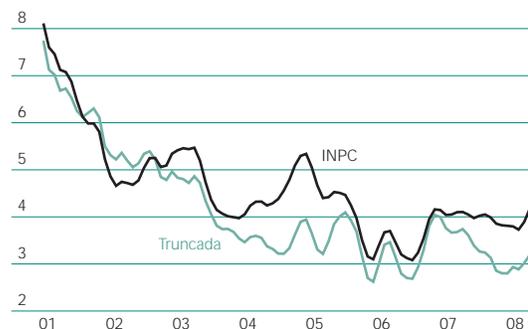
%



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

### Inflación General y Truncada

% anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

desde finales de 2006. En China, la disponibilidad de capitales (propios por superávit comercial y mundiales por inversión extranjera), junto al incremento en su ingreso per-cápita, han generado el incremento en su liquidez y presiones inflacionarias internas. A estos factores se añade el cambio en los patrones de demanda de alimentos (mayor consumo de proteína animal gracias al mayor ingreso per-capita), el mantenimiento de un elevado consumo en EEUU (bajo ahorro personal), el dinamismo de la demanda por insumos productivos (energéticos, alimenticios y materiales) por países emergentes, y problemas de abasto de estos insumos por conflictos geopolíticos (v.gr. petróleo) y climáticos (v.gr. granos).

Hacia delante persiste la incertidumbre mundial sobre el grado de incremento al alza en la inflación de insumos productivos y la duración de este episodio de altos precios. Por un lado, la desaceleración en EEUU apunta a una moderación de su demanda agregada y menores alzas en precios. De hecho, en la medida en que dicha desaceleración sea más notoria y prolongada, la probabilidad de bajada en la inflación externa es mayor. En contraposición, existen elementos que se alinean a que se mantendrán niveles elevados de precios: países emergentes (v.gr. China) siguen ganando participación de mercado en economías desarrolladas lo cual puede señalar que persiste su ventaja comparativa en costos y, por tanto, pudiera continuar su demanda de insumos internacionales. Si bien este es un fenómeno que ira diluyéndose en el tiempo, es previsible que persista en el corto plazo y pueda extenderse en la medida en que observemos una pronta recuperación de los países con mayor desarrollo económico. Otro aspecto que prolongará precios elevados en alimentos es su mayor demanda para consumo final apoyado en la evolución de su ingreso (China y como insumo de productos pecuarios) y su creciente uso como biocombustible. El Banco Mundial estima que 70% en la variación del precio de granos es atribuible a su mayor demanda para producción de etanol.

En suma, los precios de materias primas (alimentos y energéticos) podrán estabilizarse en niveles elevados en los próximos dos años ante las nuevas condiciones de demanda mundial. Esta condición podría generar una disminución en el poder adquisitivo, principalmente, en comunidades no agrícolas de menores ingresos lo cual pudiera limitar (en ausencia de subsidios) una fracción de la demanda internacional de alimentos. Más allá de sus repercusiones sociales, la aparente estabilización de los precios observada en fechas recientes implicará que la inflación anual en granos en mercados internacionales empiece a reducirse paulatinamente en la segunda parte de 2008. Por su parte, los riesgos internacionales de alza en precios se concentran en azúcar y pecuarios los cuales pudieran registrar incrementos en el tercer trimestre de este año debido al mayor costo en forrajes (carnes y leche) y altos precios de energéticos (caña de azúcar para etanol).

Bajo una perspectiva de mayor plazo, el panorama también es complejo. Es probable que el efecto de una desaceleración en la demanda en EEUU facilite que la inflación internacional se modere; de forma tal que sea palpable en una menor inflación de bienes comerciales para México hacia 2009. Sin embargo, el riesgo de que se agudicen los problemas de oferta alimentaria por fenómenos climáticos es elevado, lo cual pudiera generar ciertos episodios de falta de abasto adecuado en el futuro.

### Determinantes internos de inflación

Las presiones internacionales han dominado la dinámica reciente de los precios internos especialmente en alimentos procesados, pecuarios y administrados (electricidad y gas natural). De hecho si excluyéramos estos competentes del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), la inflación en la economía se hubiera situado en abril en 3.4% anual (vs. INPC de 4.5%). Desde una perspectiva estructural —y asumiendo que no se repitieran los choques internacionales de alimentos—, las condiciones para una baja en la inflación interna para la segunda parte del año y 2009 se encuentran dadas: (1) el actual ciclo de crecimiento económico por debajo del potencial, y la consecuente desocupación de factores de producción, perfila una disminución de la inflación anual; (2) las negociaciones salariales resultan en incrementos nominales relativamente estables (promedio 1T08 de 4.5%) que no generan presiones adicionales en costos y que junto a la lenta expansión en el empleo hacen suponer que no habrá un impulso significativo al consumo doméstico vía crecimiento de la masa salarial; (3) las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazos (3 y 10 años) se encuentran relativamente ancladas en niveles de 3.3-3.4%, e incluso las expectativas a 12 meses (3.6%) se ubican dentro de la trayectoria establecida por Banxico para esa fecha; y, en menor medida, (4) la fortaleza cambiaria reduce la transmisión de precios internacionales distintos a alimentos y energéticos.

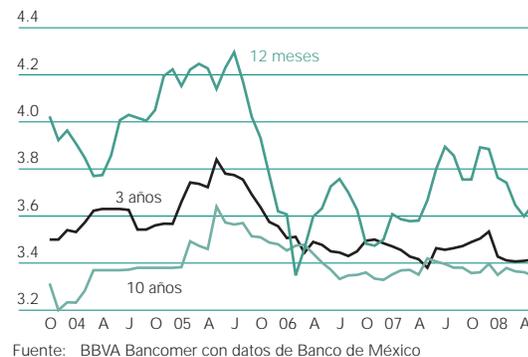
A pesar de ello, en el corto plazo, los riesgos inflacionarios internos son elevados en lo relativo a: (1) la transmisión de elevados precios internacionales de granos (particularmente maíz) a alimentos procesados en México aún no se manifiesta en su totalidad y pudieran registrarse presiones (especialmente en tortilla de maíz) hacia el 3T08; (2) precios de electricidad presentan un sesgo a la alza para usuarios domésticos de alto consumo toda vez que su tarifa se ajusta más estrechamente a los precios internacionales de gas natural; (3) no descartamos presiones en servicios de vivienda (renta imputada) toda vez que es previsible una alza en materiales de construcción ante su mayor demanda por obra pública y proyectos de reconstrucción en China tras el reciente terremoto; y (4) volatilidad de productos agropecuarios por asuntos climáticos.

### Escenarios y perspectivas

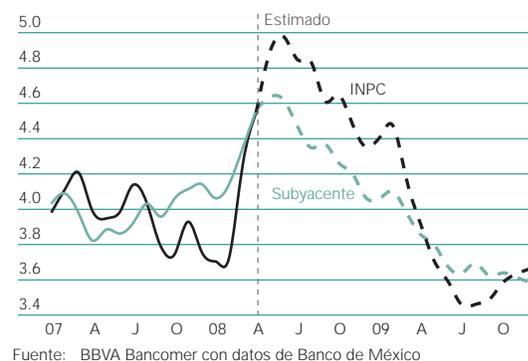
Nuestra valoración del entorno descrito apunta —en nuestro escenario base— a mayores presiones inflacionarias en el corto plazo, la cual pudiera tender a 5% en el 2T08 y 3T08, para converger gradualmente en el 4T08 a niveles próximos a 4.4% anual en la medida en que se concrete el ciclo de bajo crecimiento en México y EEUU. Este proceso de gradual convergencia continuaría a lo largo de 2009 de diluirse los choques alimentarios y energéticos que hemos visto desde 2006. Por su parte, la dinámica de la inflación subyacente pudiera ser similar a la general.

El entorno actual enfrenta dos fuentes de incertidumbre que motivan establecer escenarios alternos de menor probabilidad. El primero implicaría inflaciones más elevadas y una convergencia mucho más lenta a la meta de Banxico. Este escenario implicaría una inflación próxima a 5% en el 4T08 y 4.4% en el 4T09; y se detonaría en caso de prolongarse los choques internacionales en alimentos y en la eventualidad de registrarse un crecimiento económico internacional más vigoroso a lo contemplado. El segundo escenario alternativo de menor inflación —y también de baja probabilidad— (4 y 3% para 4T08 y 4T09 respectivamente) sobrevendría principalmente por una fuerte desaceleración internacional que diluyera prontamente los choques internacionales de insumos.

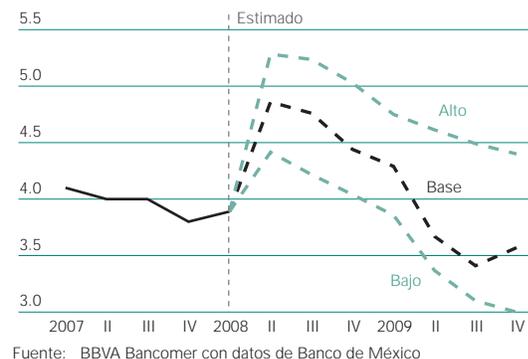
### Expectativas de Inflación - Consenso Analistas % anual



### Estimado Central de Inflación BBVA % anual



### Escenarios de Inflación BBVA INPC, % anual



### Proyecciones de Inflación de BBVA % anual, fin de periodo

	General	Subyacente
2007	3.8	4.1
2008	Alto	—
	<b>Estimado</b>	<b>4.3</b>
	Bajo	—
2009	Alto	—
	<b>Estimado</b>	<b>3.6</b>
	Bajo	—

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

## Presiones Inflacionarias a Vigilar en 2008

Desde mediados de 2006 el mundo ha entrado a una fase de incrementos en los costos de producción que ha generado presiones inflacionarias a nivel global. No obstante, dichas presiones afectan a cada economía de forma distinta al diferir los niveles de ingreso y patrones de consumo en cada sociedad. Por tal motivo, a continuación se describen aquellos bienes internacionales que son críticos para la determinación de la inflación en México, así como el potencial rumbo que pudiera adoptar en el corto plazo.

### Proceso de transmisión en alimentos

A partir de octubre de 2006 se han intensificado las alzas de una gran variedad de precios de alimentos (trigo, maíz, azúcar, leche, soya, arroz, avena, etc) cuyos incrementos conjuntos no se habían presentado en décadas. En el caso del maíz se encareció en un año (a oct-07) cerca del 80%, a la fecha este incremento acumula 160% lo cual encarece la producción de alimentos críticos para el INPC como la tortilla.

Nuestros indicadores de presiones externas en alimentos, apuntan a que se mantendrán sus tasas de inflación elevadas en el corto plazo (8.5% anual) ante los recientes síntomas de estabilización en la mayoría de insumos alimentarios. A pesar de ello, la magnitud de alza en el precio del maíz hace latente su transmisión al precio de la tortilla y a otros alimentos procesados en la subyacente. Si atendemos al pasado episodio de encarecimiento del maíz —en octubre de 2003 con duración de 10 meses—, el cual se encareció hasta 40%, la respuesta observada en la inflación subyacente de alimentos fue hasta de 3.5 pp sobre su nivel antes del choque y terminó reflejarse plenamente en 6 meses.

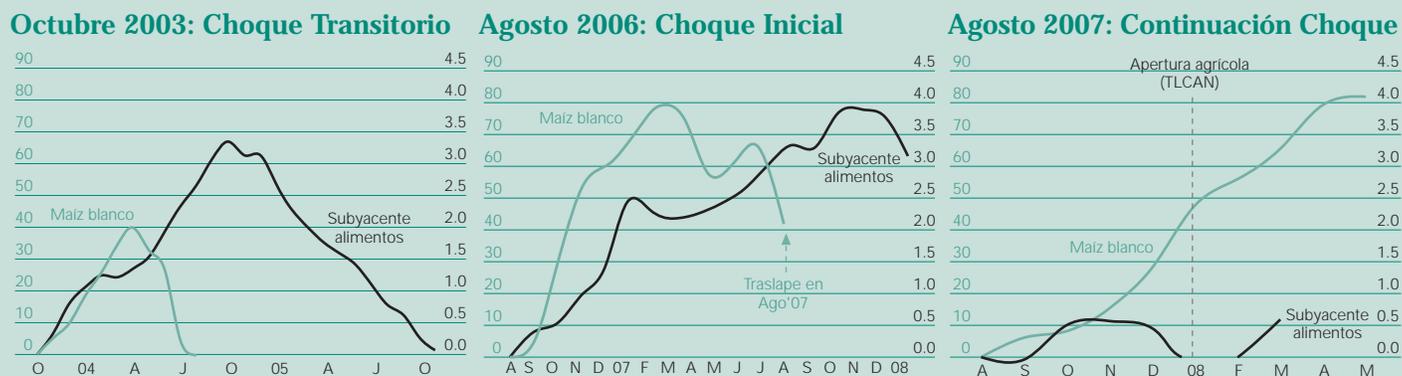
En la coyuntura actual, se pueden identificar dos impulsos significativos en el precio internacional del maíz lo cuales se han traslapado y no han cedido de todo a la fecha. El primer impulso se registró en agosto de 2006 al incrementarse los precios hasta en 80%. Dicho aumento se reflejó también en un lapso de 6 meses y una magnitud de 3.5 pp de mayores precios en alimentos. A pesar de ser un aumento del doble en el costo del maíz al registrado en octubre de 2003, el impacto sobre precios finales de alimentos en México fue similar. Una razón de ello, es la implementación de programas federal para contener el encarecimiento de la tortilla que limitó la magnitud del impacto.

El segundo impulso —que se ha traslapado con el primero— fue en agosto de 2007 cuando la cotización del maíz retomó su trayectoria ascendente elevándose nuevamente hasta 80% en mayo de este año y cuyos niveles alcanzados no han cedido. A pesar de esta aceleración en los costos, y a diferencia de los episodios anteriores, la respuesta en inflación final ha sido más limitada y retardada. Esto puede explicarse por la instrumentación de políticas para contener inflación en canasta básica en el primer trimestre del año, la apertura agrícola de nuestra economía, y los planes de una producción interna de maíz elevada.

Atendiendo a la evidencia cercana de 2006, los últimos impulsos en precios de maíz pudieran llevar a la inflación de alimentos entre 1.9 y 5.9 pp de su nivel de inflación actual (8.5% anual), lo cual implicaría una contribución a la inflación general entre 0.4 y 1.0 pp. A la fecha, las alzas en costos no se han materializado por completo y lo harán a lo largo del año. Con información a mayo, es

### Transmisión Internacional del Maíz Blanco

Aumento acumulado en el precio del maíz, %; incremento en los precios de alimentos subyacentes, puntos porcentuales



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Bloomberg

probable que el traspaso máximo a inflación en alimentos se extienda hasta el 4T08 y su magnitud se modere en la medida en que se concreten las cosechas elevadas que se planean para el año.

En materia alimentaria, los riesgos continúan siendo al alza y la transmisión al consumidor final pudiera incrementarse ya que los elevados precios del petróleo siguen impulsando la demanda de granos para la producción de bioenergéticos.

### Precios de servicios de vivienda

A la fecha la evolución de los precios de servicios de vivienda se han mantenido acotados en rangos próximos a 3.4%, pero existen elementos que apuntan a un repunte hacia niveles próximos a 4% en lo que resta de 2008: primero, el encarecimiento de ciertos materiales de construcción por coyunturas de oferta en el mundo y una demanda no esperada por labores de reconstrucción en China tras el reciente terremoto; segundo, la aceleración en la obra pública en México hacia finales de año impondrá una mayor demanda local por insumos vinculados a vivienda; y tercero, los bajos niveles de precios en servicios de vivienda registrados al final de 2007.

Si bien, estas presiones podrán ser compensadas parcialmente por la menor actividad económica en los siguientes trimestres, es importante darle seguimiento toda vez que se podrían conjugar estos incrementos (vivienda) con otros bienes (alimentos y energéticos) y resultar en niveles inflacionarios relativamente elevados en el año.

### Precios Administrados al alza por energéticos

Los precios de electricidad, gas natural y gasolinas son determinados por el gobierno federal y están sujetos a impuestos y subsidios públicos que no necesariamente reflejan la escasez relativa de estos productos en el país. No obstante, para el caso de electricidad, las nuevas reglas de determinación de tarifas asignan una mayor ponderación de las condiciones internacionales de energéticos para aquellos usuarios domésticos de alto consumo. Los factores de ajuste a tarifas eléctricas por mayores costos energéticos tenderán a elevar la inflación

anual para el resto de 2008. Las contribuciones a una mayor inflación por electricidad podrá ser mayor para los meses de octubre y noviembre.

### Factor de Ajuste de Tarifas Eléctricas de CFE

Factor multiplicativo



Fuente: BBVA Bancomer con datos de CFE

### En suma, los puntos críticos a vigilar...

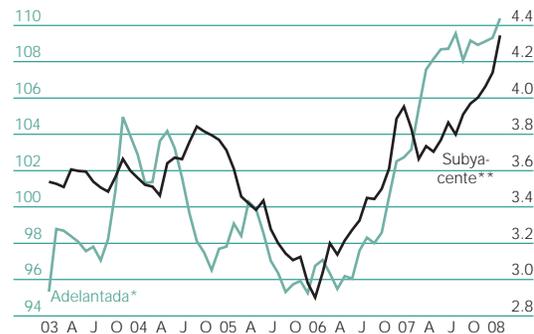
Al igual que otras economías en la orbe, México enfrenta una coyuntura de presiones inflacionarias por factores internacionales que han dominado en el corto plazo y en la que se corre el riesgo de que se prolonguen para la segunda parte de 2008.

En los próximos meses consideramos que los factores críticos a monitorear para valorar si nos encontramos en un escenario de mayor inflación son: la persistencia de los choques internacionales en el precio del maíz y la "bondad" en las cosechas internas de este producto; la trayectoria del petróleo en el 3T08; el traslado a otros precios (particularmente servicios distintos a vivienda) bajo el actual ciclo de actividad económica; la ocurrencia de nuevas alzas en precios al productos para materiales de construcción durante el 3T08; y, paralelamente, el grado de dinamismo de la demanda interna y perfil de recuperación de la economía (EEUU y México).

Los riesgos actuales en materia inflacionaria son elevados y existe una alta probabilidad de que este panorama de incertidumbre continúe en los próximos meses.

Octavio Gutiérrez o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

## Índice Inflación Adelantada e Inflación Subyacente



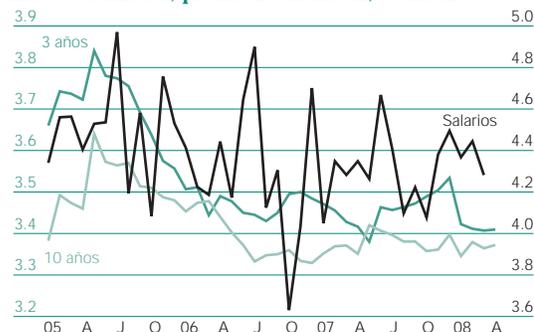
\* Índice 1987-2005 = 100  
 \*\* Variación % anual  
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

## Política Monetaria: continúa dificultándose el panorama de Banxico

La materialización de algunos riesgos inflacionarios a lo largo de los últimos tres meses, y la profundización de la desaceleración en EEUU, han complicado el balance de riesgos económicos del Banco de México.

La acumulación de choques de oferta, resultado de desequilibrios en los mercados internacionales de alimentos y materias primas, ha impactado de forma gradual a la inflación subyacente (ver sección de inflación). Lo anterior ha propiciado que el Banco Central mueva al alza sus pronósticos de inflación de corto plazo (indicadores adelantados de la inflación subyacente sugieren que el nivel de precios permanecerá elevado, ver gráfico). Sin embargo, el horizonte estimado de convergencia de la inflación anual hacia niveles cercanos al 3.0% en 2009 no ha cambiado. Es decir, el Banco Central reconoce que las condiciones que propiciarían una convergencia en los tiempos previstos hace unos meses siguen estando presentes.

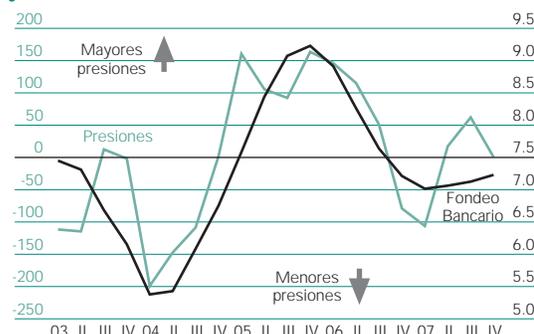
## Expectativas de Inflación y Revisión de Salarios Contractuales Encuesta Infosel, promedio mensual, % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Infosel y Banco de México

La naturaleza de las presiones inflacionarias (choques de oferta) sugiere que Banxico estará monitoreando aquellos precios que pudieran generar efectos de segunda ronda o espirales inflacionarias en el mediano plazo. En este sentido, tanto las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo, así como el crecimiento de los salarios se mantienen relativamente anclados: el primero en torno a su promedio histórico, y el segundo no ha propiciado un incremento en los salarios reales. No obstante, la sensibilidad de la inflación a los choques internacionales pudiera acrecentarse y terminar afectando las expectativas de mayor plazo. En este sentido, el que los riesgos inflacionarios sean sumamente altos en el corto plazo es motivo de preocupación hacia adelante.

## Índice de Presiones de Demanda\* y Fondo Bancario\*\*



\* Medida de capacidad disponible de producción y por lo tanto, de futuras presiones inflacionarias. Índice construido con base en la brecha de equilibrio entre la demanda interna y PIB ajustado por la contribución del crecimiento de la inversión. Prom. móvil 2 trim., %  
 \*\* Promedio móvil 4 trimestres  
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México e INEGI

Por otro lado, los riesgos sobre la actividad económica han ido en aumento como resultado de la desaceleración de la economía de Estados Unidos. En este sentido, a pesar de que el crecimiento anual de la economía mexicana en este 1T08 fue de 3.7% ajustado por efectos estacionales, no se espera que este dinamismo perdure por más tiempo. De hecho, indicadores oportunos oficiales y contruados por nosotros (ver recuadro macro), apuntan a que la desaceleración de la economía mexicana ya se inició y se acrecentará en los próximos meses. Esto justifica que el dinamismo de la actividad económica siga jugando un papel relevante en el balance de riesgos en el futuro cercano. Hasta ahora, no hay indicios de que se esté generando un entorno de menor capacidad disponible de la producción, lo que implicaría que el dinamismo de la demanda interna no está contribuyendo adicionalmente a las presiones sobre la inflación (distintas medidas muestren este punto, ver gráficos); pareciera que la economía se mantiene en equilibrio entre su capacidad de generación de oferta y el dinamismo actual de la demanda. Además, los riesgos de crecimiento en Estados Unidos, y consecuentemente en México, son a la baja. Por ello, prevalecen las condiciones que apuntarían a una gradual disminución de la inflación hacia 2009. No obstante, habrá que monitorear el uso de los recursos extraordinarios del gobierno federal, pues un gasto menos concentrado en proyectos de infraestructura pudiera, en algún momento, exacerbar las presiones inflacionarias.

La complejidad de la coyuntura económica actual, a la que ha hecho referencia el Banco de México, puede ilustrarse con un sencillo ejercicio derivado de un modelo de estimación de la tasa de fondeo bancario basado en una regla de política monetaria derivada de un modelo macroeconómico. Con base en estos parámetros, simulamos distintos escenarios utilizando las bandas de inflación de Banxico, y rangos de crecimiento económico para 2008 que abarcan una probabilidad de 80% de que se cumplan. De acuerdo a este ejercicio, si el rango de crecimiento del PIB para este año estuviera entre 2.0 y 2.5% (que es el de mayor probabilidad), la tasa de fondeo bancario debería terminar el año entre 7.5 y 7.0% (dependiendo de cuál sea el dinamismo de la inflación, si converge dentro de nivel alto, medio o bajo del rango de Banxico. Ver tabla adjunta con distintos escenarios de inflación y crecimiento). La incertidumbre, y la intensificación de riesgos a la baja en la actividad y al alza en inflación, hacen que la gama de posibilidades se amplíe, por lo que el contexto actual es complejo. No obstante, predomina, en nuestra opinión, el escenario de actividad del PIB de entre 2.0 y 2.5%, e inflación fluctuando entre su nivel medio y bajo.

En resumen, el balance de riesgos económicos está equilibrado y complicado, dada las presiones sobre la inflación y el aumento de los riesgos a la baja sobre la actividad económica. Así, en este momento la estrategia de preservar la tasa de fondeo bancario en 7.5% por más tiempo domina el escenario de política monetaria.

En nuestra opinión, el Banco de México continuará evaluando la información entrante para determinar si el balance de riesgos se ha sesgado nuevamente hacia un nivel que justifique el cambiar de postura monetaria. No esperamos ajustes en los próximos meses; actualmente, la pausa monetaria tiene sólidos fundamentos. Sin embargo, dado que los riesgos sobre la actividad son considerables, no descartamos todavía un ligero ajuste a la baja de la tasa de fondeo bancario hacia finales del año. Esperamos una desaceleración de la economía importante en el segundo y tercer trimestre, la cual ya se inició a tasas mensuales y trimestrales. Dadas ciertas condiciones, esta caída en la actividad pudiera justificar un relajamiento de 50 pb para finales de 2008, pero no cabe duda que el grado de incertidumbre no es bajo, y que el panorama es difícil para las decisiones de política monetaria.

### Curva de rendimientos gubernamentales: presionada hasta el 3T08

Los datos económicos en Estados Unidos, entre finales del año pasado y primeros meses de este 2008, fueron rápidamente revelando que un contexto de desaceleración más pronunciado de lo que anticipaba la Reserva Federal (Fed) en verano de 2007 se estaba produciendo y que los riesgos financieros se estaban elevando considerablemente. La Fed inició un ciclo sumamente agresivo de reducción de tasas de interés de más de 300 pb y, en coordinación con otros bancos centrales, se inyectó masivamente liquidez al sistema financiero.

La economía mexicana, cuya solidez se fundamentaba en la fortaleza de su demanda interna y la suavidad con la que hasta el momento se había dado la desaceleración en EEUU, empezaba a estar mucho más expuesta a este nuevo escenario económico en el país vecino. Sin duda, las presiones inflacionarias en alimentos y materias primas eran un tema de monitoreo constante, pero el peso de los riesgos a la baja

### Estimación de la Tasa de Fondeo Bancario\*

Inflación	Crecimiento económico		
	1.0 - 2.0	2.0 - 2.5	2.5 -
Rangos	1.0 - 2.0	2.0 - 2.5	2.5 -
Alto	7.00	7.50	8.00
Medio	7.00	7.50	7.75
Bajo	6.50	7.00	7.50

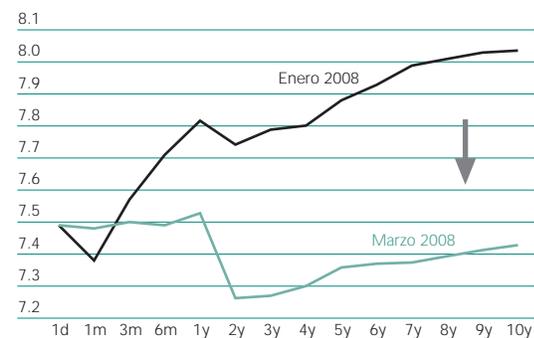
\* Estimación derivada de una regla de política monetaria implícita en un modelo macro-forward looking  
Fuente: BBVA Bancomer

### Proyecciones BBVA del Fondeo Bancario Fin de periodo, %

	Rango
Diciembre 2008	7.00 - 7.50
Diciembre 2009	6.50 - 7.50

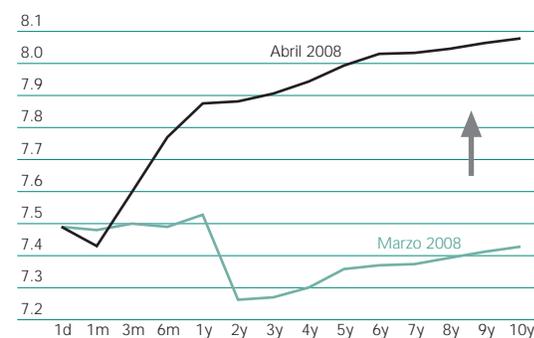
Fuente: BBVA Bancomer

### Curva de Rendimientos Gubernamentales %



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

### Curva de Rendimientos Gubernamentales %



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

**Saldos de Inversión Extranjera en Bonos Gubernamentales**  
Miles de millones de dólares



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

**Expectativa de Inflación Implícita en los Bonos Gubernamentales a 10 Años**



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

**Proyecciones BBVA del M10**  
Fin de periodo, %

	Rango
Diciembre 2008	7.7 - 8.2
Diciembre 2009	7.0 - 7.9

Fuente: BBVA Bancomer

en la actividad económica fueron ganado importancia en el balance total; como revelaban también los comunicados de Banxico.

De esta manera, la estructura de tasas de interés de bonos gubernamentales descartó por completo la posibilidad de una subida adicional en la tasa de fondeo bancario, y el mercado se posicionó en espera de un relajamiento monetario preventivo por parte de Banxico (Gráficas "estructuras de la curva"). El aplanamiento de la curva, e inversión en algunos tramos, además de reflejar la expectativa de una postura monetaria menos restrictiva ("hawkish"), fue influenciado por la importante caída del rendimiento de los bonos internacionales (en especial en EEUU). Además, la relativa solidez de las finanzas públicas, junto a la expectativa de que la economía mexicana se encuentra bien posicionada en términos de estabilidad macroeconómica y/o posibles riesgos sistémicos, presionaron a la baja el rendimiento de los bonos (menores primas de riesgo). Se destaca, que por primera vez se observó en un periodo de turbulencia financiera y una disminución de las tasas de interés al mismo tiempo (ver recuadro financiero). Asimismo, la coyuntura internacional favoreció la entrada de alrededor de 9 mmd de capital extranjero en bonos de renta fija en los últimos 7 meses.

Sin embargo, la continua presión sobre el componente subyacente derivado de los choques observados en los precios internacionales de alimentos y materias primas, desvió gradualmente a la inflación de la trayectoria de corto plazo prevista por las autoridades monetarias. Esto propició una revisión al alza en los rangos esperados de inflación de los próximos 4 trimestres. El mercado de bonos ha incorporado un escenario menos benigno en la inflación y en la actualidad contempla la posibilidad de una restricción adicional de política monetaria de 25 pb en la segunda mitad de 2008. La estructura de tasas de interés ha incorporado una mayor prima inflacionaria y, de hecho, aumentos de tasas de fondeo en los próximos meses.

De acuerdo a nuestras estimaciones, si el mercado estuviera en una posición neutral, la pendiente de la curva debería situarse cercana a los 40 pb<sup>1</sup>; hoy la curva paga un sobre-precio de más de 70 pb. La parte corta también está cubriendo esa posibilidad. En los próximos meses, esperaríamos que la curva mantenga un nivel y pendiente cauteloso dados los niveles de inflación y expectativas de posibles aumentos preventivos por parte de Banxico, por lo que rangos entre 7.9 y 8.3% para el M10 pudieran prevalecer hasta finales del 3T08; hacia finales de 2008 debería empezar a dominar nuevamente el contexto de convergencia inflacionaria, por lo que el rango para el M10 a finales de este año se ubicaría entre 7.7 y 8.2%. Este último estaría claramente en función de la postura monetaria de Banxico, si se implementa o no un relajamiento monetario de 50 pb.

**El peso continuará fuerte en los próximos meses**

La coyuntura internacional ha favorecido la fortaleza del peso. Por un lado, la ampliación y prolongación del desfase monetario entre México y EEUU respalda los mayores flujos de inversión extranjera. El rendimiento ajustado por riesgo ha ido en aumento, resultado, en parte, de la solidez de las finanzas públicas (por los altos precios del petróleo y mayor recaudación).

1 Ver recuadro financiero de " Situación México 1T08. Se estimó la prima de riesgo entre un M10 y la tasa de Cetes 28 eliminando los efectos implícitos de expectativas de tasas de interés e inflación.

Por otro lado, la ampliación del diferencial de tasas de interés en un entorno de percepción de riesgos sobre México relativamente bajo, apoya las posiciones en los mercados de futuros a favor del peso.<sup>2</sup> La postura monetaria del Banco de México, de mantener la tasa de interés de corto plazo en pausa, cuando los riesgos sobre la actividad han ido en aumento, y por lo tanto, en el que el escenario de inflación hacia 2009 apuntaría a una gradual disminución, ha impulsado la fortaleza (coyuntural) del peso. Es decir, la percepción de que Banxico no disminuirá las tasas de interés en el corto plazo ha propiciado que ante sorpresas negativas de inflación, el peso se aprecie, opuesto a lo observado en el pasado (ver recuadro). Lo anterior sólo se explica en un contexto de asimilación y gradual consolidación del esquema de objetivos de inflación (actual régimen de política monetaria), cuyo fundamento se basa, entre otros, en alcanzar un nivel predeterminado de inflación en el mediano y largo plazo (y en cumplirlo); lo cual refleja una mayor credibilidad del Banco de México.

Cabe destacar, que el tipo de cambio efectivo no ha seguido el mismo patrón que la paridad peso-dólar. Esto es reflejo de que la coyuntura financiera no ha compensado las diferencias estructurales entre México y otros países emergentes. La economía mexicana está creciendo a tasas menores, enfrenta una posición estructural menos favorable en su balanza de pagos (sin que el déficit actual represente un riesgo), y la inflación, aunque menor, presenta riesgos al alza. No obstante lo anterior, no ha sido un obstáculo para que el tipo de cambio se mantenga entre uno de los más estables, pues sobre-reacciona menos al impulso positivo de la coyuntura internacional, y la solidez macroeconómica ha servido de ancla ante los impulsos negativos. Si bien la economía de México está más expuesta a una desaceleración mayor en EEUU, otros emergentes son más vulnerables al precio internacional de las materias primas.

Consideramos que las condiciones que han favorecido al tipo de cambio peso-dólar continuarán a lo largo del año, por lo que esperaríamos que éste cotice entre 10.3 y 10.7 ppd. Anticipamos en este momento un tipo de cambio en 10.7 ppd para finales de 2008 si Banxico relajara la tasa de fondeo bancario en 50 pb como esperamos. El diferencial de tasas de interés seguiría apoyando un mercado de deuda atractivo, y el rally esperado de tasas de interés influenciado por el inicio de la caída de la inflación hacia 2009, respaldaría un peso fuerte. En conclusión, seguimos pensando que la coyuntura actual preservará la fortaleza del peso; pero advertimos que esta tendencia terminará cuando el mercado considere que los tiempos para obtener ganancias por "carry" se están terminando. Factores más estructurales dominarán en ese momento. Probablemente falta todavía tiempo para ello, pero 2009 presentará un panorama interesante para el peso.

Los riesgos sobre el tipo de cambio descansan en la evolución internacional del precio del petróleo, que dada la desaceleración prevista, juega un papel de anclaje importante. Asimismo, los riesgos pudieran resurgir si los datos económicos en EEUU siguen deteriorándose y, con ellos, las perspectivas de la economía mexicana.

<sup>2</sup> De hecho, las estrategias de inversión realizadas en el mercado de futuros y spot (a través de compra de bonos e inversión en bolsa) tienden a ser complementarias —conclusión anticipada de un estudio que se realiza en el área— lo cual favorece el dinamismo del tipo de cambio.

### Diferencial de Tasas de Interés\* y Tipo de Cambio



### Embi+ México y Tipo de Cambio



### Posiciones Netas\* y Tipo de Cambio



### Proyecciones BBVA del Tipo de Cambio Fin de periodo, pesos por dólar

	Rango
Diciembre 2008	10.30 - 10.70
Diciembre 2009	10.65 - 10.95

Fuente: BBVA Bancomer

## Mercados Financieros: Cambios Estructurales en Tiempos de Turbulencia

En un entorno de apertura financiera y económica, los mercados financieros (globales), por definición, distan de ser inmunes ante eventos internacionales que desatan incrementos significativos de la volatilidad. En función de su eficiencia (liquidez, profundidad, diversidad, y calidad de la información) los mercados pueden magnificar o, en su caso, amortiguar estos choques, y propiciar un traspaso limitado al menor número de activos.

El entendimiento de la correlación de activos financieros, tema central en la construcción de estrategias de diversificación de portafolios, es aún más relevante en periodos de stress. La relación estadística en tiempos de baja volatilidad tiende a romperse, para una gran mayoría de activos, cuando la incertidumbre es el factor dominante en los mercados. Distintos estudios han hecho énfasis en este fenómeno financiero, y se sustentan en esta evidencia para criticar los modelos predominantes de valuación de riesgos.<sup>1</sup>

El episodio reciente de volatilidad financiera en los mercados internacionales, reveló algunos aspectos de novedad en la relación estadística entre variables financieras y algunos indicadores macroeconómicos en México. Destacamos dos de ellos, por no mencionar más en este apartado. En periodos de turbulencia previos al observado a finales del verano de 2007 y primeros meses de 2008, predominaba la correlación negativa entre los cambios del índice de la Bolsa Mexicana de Valores y las tasas de interés de largo plazo. En los cuatros periodos seleccionados, en los que se detectó un aumento importante de la volatilidad de las variables financieras, una caída significativa de la Bolsa se manifestaba en aumentos del instrumento representativo "M10". En promedio, el M10 aumentaba en 7.5% o 70 pb a caídas promedio de 17.0%.

### Evolución del M10 en Episodios con Caídas Pronunciadas en el Mercado Accionario

	Bolsa	%	M10	%
17 Abr 2002	7,574		9.34	
06 Ago 2002	5,747	-24.1	10.12	8.35
12 Abr 2004	10,844		8.64	
19 May 2004	9,768	-9.9	9.66	11.81
09 Mar 2005	13,671		9.96	
20 Abr 2005	11,842	-13.4	10.63	6.76
10 May 2006	21,781		8.37	
14 Jul 2006	16,802	-22.9	8.64	3.22
04 Ene 2008	28,318		8.20	
22 Ene 2008	25,285	-10.7	7.70	-6.10

Fuente: BBVA Bancomer

La experiencia reciente, una caída representativa de la Bolsa de 10.7% estuvo asociada con una disminución del M10 de 50 pb. Esto se explica, por un lado, ante la mayor incidencia de la postura monetaria, reflejando no sólo el mejor entendimiento de la instrumentación de política, también, el grado de madurez y mejor estructura de deuda. La prima de riesgo en los bonos fue más que compensada por las expectativas económicas; en el pasado dominó más la prima de riesgo asociado a la incertidumbre de ese momento.

### Índice de Sorpresas\* y Tipo de Cambio



\* Índice BBVA Bancomer de sorpresas de inflación (aumentos reflejan sorpresas negativas)  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

En otro ejemplo representativo, las sorpresas negativas de inflación, a las que le proseguía un periodo de depreciación del peso frente al dólar, se rompió en los últimos meses. La materialización de las recientes presiones inflacionarias ha ido acompañado de una tendencia de apreciación. Este es un fenómeno que caracteriza a regímenes monetarios con objetivos de inflación<sup>2</sup>. La credibilidad sobre el alcance de este objetivo es una explicación. Adicionalmente, en los últimos 12 años no habíamos visto un desfase monetario (tasas de interés) tan prolongado entre México y EEUU. La relevancia del peso mexicano por sus mayores volúmenes y liquidez en el mercado cambiario, es otra explicación. Hacia delante, nada garantiza que estas nuevas relaciones estadísticas prevalezcan, pero sí sabemos que, ante ciertas condiciones, deberíamos apostar por una estrategia de diversificación que contemple estos cambios estructurales.

Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com

1 Ver por ejemplo Chan, Getmansky, Haas, y Lo (2005).

2 Ver Clarida y Walkman (2007).

## Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2007	2008	2009	I'07	II'07	III'07	IV'07	I'08	II'08	III'08	IV'08
<b>Actividad Económica</b>											
PIB (variación % real anual)	2.2	<b>1.0</b>	<b>1.6</b>	1.5	1.9	2.8	2.5	2.5	<b>1.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
Gasto personal en consumo	2.9	<b>0.9</b>	<b>1.3</b>	3.2	2.9	3.0	2.6	1.9	<b>1.3</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.1</b>
Inversión fija bruta	-2.9	<b>-2.3</b>	<b>1.9</b>	-4.5	-3.3	-2.3	-1.5	-2.4	<b>-2.4</b>	<b>-2.7</b>	<b>-1.8</b>
No residencial	4.7	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	2.5	4.1	5.1	7.1	6.4	<b>3.8</b>	<b>1.7</b>	<b>0.6</b>
Estructuras	13.0	<b>7.7</b>	<b>3.8</b>	10.2	12.4	13.8	15.1	13.7	<b>9.5</b>	<b>5.7</b>	<b>2.8</b>
Equipo y software	1.3	<b>1.7</b>	<b>2.4</b>	-0.5	0.7	1.5	3.6	3.3	<b>2.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>
Residencial	-17.0	<b>-20.6</b>	<b>-3.5</b>	-16.5	-16.5	-16.5	-18.6	-20.9	<b>-23.3</b>	<b>-21.1</b>	<b>-16.7</b>
Exportaciones totales	8.1	<b>5.3</b>	<b>3.2</b>	6.6	7.1	10.3	8.4	8.8	<b>7.3</b>	<b>3.2</b>	<b>2.1</b>
Importaciones totales	1.9	<b>-0.6</b>	<b>2.6</b>	2.9	2.0	1.7	1.0	-0.6	<b>-0.1</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.6</b>
Consumo del gobierno	2.0	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>	1.2	1.9	2.7	2.3	2.9	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>
<b>Contribución al Crecimiento (pp)</b>											
Gasto personal en consumo	2.1	<b>0.6</b>	<b>0.9</b>	2.3	2.1	2.1	1.8	1.3	<b>0.9</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.1</b>
Inversión privada	-0.8	<b>-0.4</b>	<b>0.4</b>	-1.1	-1.0	-0.6	-0.6	-0.5	<b>-0.4</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.0</b>
Exportaciones netas	0.6	<b>0.7</b>	<b>0.0</b>	0.2	0.5	0.9	0.8	1.2	<b>0.9</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>
Consumo del gobierno	0.4	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	0.2	0.3	0.5	0.4	0.5	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>
<b>Precios y Costos (variación % anual, promedio)</b>											
CPI	2.9	<b>3.7</b>	<b>2.5</b>	2.4	2.7	2.4	4.0	4.1	<b>3.8</b>	<b>3.8</b>	<b>3.2</b>
Subyacente	2.3	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	2.6	2.3	2.2	2.3	2.4	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
PCE	2.5	<b>3.1</b>	<b>2.2</b>	2.3	2.3	2.1	3.4	3.4	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>2.8</b>
Subyacente	2.1	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	2.4	2.0	1.9	2.1	2.0	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>
Deflactor del PIB	2.7	<b>2.9</b>	<b>2.2</b>	2.9	2.7	2.4	2.6	2.2	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>
Productividad	1.9	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	0.7	1.0	2.9	2.9	3.2	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
Compensación real por hora	2.1	<b>0.2</b>	<b>1.0</b>	2.4	2.6	3.3	-0.1	-0.7	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>
Costo laboral unitario	3.1	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	4.3	4.3	2.8	0.9	0.2	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>
<b>Otros Indicadores</b>											
Producción industrial (variación % real anual)	1.7	<b>0.4</b>	<b>1.5</b>	1.3	1.5	1.9	2.2	1.7	<b>0.5</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.3</b>
Capacidad utilizada (%)	81.0	<b>79.5</b>	<b>80.1</b>	80.7	81.0	81.3	81.0	80.6	<b>79.5</b>	<b>78.9</b>	<b>79.0</b>
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	16.2	<b>15.2</b>	<b>15.3</b>	16.5	16.1	15.9	16.2	15.2	<b>15.0</b>	<b>15.3</b>	<b>15.3</b>
Inicio de casas (miles, anualizado)	1,341	<b>770</b>	<b>962</b>	1,453	1,460	1,298	1,151	1,042	<b>811</b>	<b>573</b>	<b>656</b>
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	91	<b>-89</b>	<b>20</b>	109	105	71	80	-80	<b>-67</b>	<b>-100</b>	<b>-110</b>
Tasa de desempleo (promedio, %)	4.6	<b>5.1</b>	<b>5.4</b>	4.5	4.5	4.7	4.8	4.9	<b>5.0</b>	<b>5.1</b>	<b>5.2</b>
Tasa de ahorro personal	-0.2	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	-0.6	-0.4	-0.1	0.2	-0.3	<b>-0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>
Balanza comercial (mmd)	-706	<b>-671</b>	<b>-718</b>	-177	-179	-174	-177	-179	<b>-157</b>	<b>-162</b>	<b>-173</b>
Balanza cuenta corriente (mmd)	-726	<b>-688</b>	<b>-758</b>	-193	-187	-177	-170	<b>-172</b>	<b>-166</b>	<b>-164</b>	<b>-186</b>
% PIB	-5.3	<b>-4.8</b>	<b>-5.1</b>	-771.8	-746.4	-706.3	-680.9	<b>-689.1</b>	<b>-664.8</b>	<b>-656.6</b>	<b>-742.9</b>
Balanza fiscal (mmd, año fiscal)	-163	<b>-399</b>	<b>-388</b>	—	—	—	—	—	—	—	—
% PIB	-1.2	<b>-2.8</b>	<b>-2.6</b>	—	—	—	—	—	—	—	—
<b>Mercados Financieros (fdp)</b>											
Fed funds (%)	4.25	<b>2.00</b>	<b>2.50</b>	5.25	5.25	4.75	4.25	2.25	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>
Nota del Tesoro 10 años (%)	4.10	<b>3.89</b>	<b>4.40</b>	4.56	5.10	4.51	4.10	3.48	<b>3.89</b>	<b>3.80</b>	<b>3.89</b>
Dólar/euro	1.46	<b>1.49</b>	<b>1.40</b>	1.32	1.34	1.39	1.46	1.55	<b>1.53</b>	<b>1.54</b>	<b>1.49</b>

mmd miles de millones de dólares  
fdp fin de periodo  
CPI Índice de precios al consumidor  
PCE Índice de precios del gasto personal en consumo

## Indicadores y Pronósticos México

	2005	2006	2007	2008	2009	I'07	II'07	III'07	IV'07	I'08	II'08	III'08	IV'08
<b>Actividad Económica</b>													
PIB (series desestacionalizadas)													
Variación % real anual	3.1	4.9	3.2	<b>2.3</b>	<b>2.6</b>	2.7	2.4	3.4	4.0	3.7	<b>2.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>
Por habitante en dólares	7,493	8,126	8,542	<b>9,358</b>	<b>9,658</b>	8,209	8,385	8,612	8,960	9,029	<b>9,301</b>	<b>9,479</b>	<b>9,621</b>
Miles de millones de dólares	769	842	893	<b>987</b>	<b>1,028</b>	855	876	902	940	949	<b>980</b>	<b>1,001</b>	<b>1,019</b>
<b>Inflación (% fdp)</b>													
General	3.3	4.1	3.8	<b>4.4</b>	<b>3.6</b>	4.2	4.0	3.8	3.8	4.2	<b>5.1</b>	<b>4.7</b>	<b>4.4</b>
Subyacente <sup>1</sup>	3.4	3.8	4.1	<b>4.3</b>	<b>3.6</b>	4.0	3.9	4.0	4.1	4.3	<b>5.0</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>
<b>Mercados Financieros</b>													
Tasas de interés (% fdp)													
Fondeo bancario	8.25	7.00	7.50	<b>7.00</b>	<b>7.00</b>	7.00	7.25	7.25	7.50	7.50	<b>7.50</b>	<b>7.50</b>	<b>7.00</b>
Cetes 28 días	8.00	7.00	7.44	<b>6.97</b>	<b>6.97</b>	7.04	7.22	7.22	7.44	7.43	<b>7.45</b>	<b>7.44</b>	<b>6.97</b>
TIIIE 28 días	8.60	7.40	7.93	<b>7.43</b>	<b>7.43</b>	7.46	7.70	7.70	7.93	7.93	<b>7.93</b>	<b>7.90</b>	<b>7.43</b>
Bono 10 años	8.50	7.60	8.04	<b>7.70</b>	<b>7.50</b>	7.82	7.67	7.81	8.04	7.66	<b>7.96</b>	<b>8.03</b>	<b>7.70</b>
Tipo de cambio													
Pesos por dólar, fdp	10.69	10.88	10.85	<b>10.65</b>	<b>10.95</b>	11.12	10.83	11.03	10.85	10.73	<b>10.33</b>	<b>10.45</b>	<b>10.65</b>
<b>Finanzas Públicas</b>													
Balance fiscal (% del PIB)	0.1	-0.1	0.0	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	nd	nd	nd	0.0	nd	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>0.0</b>
RFSP (% del PIB)	-1.4	-0.9	-1.3	<b>-2.0</b>	<b>-2.0</b>	nd	nd	nd	-1.3	nd	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>-2.0</b>
<b>Sector Externo</b>													
Balanza comercial (mmd)	-7.6	-6.1	-10.1	<b>-12.8</b>	<b>-25.3</b>	-2.5	-2.3	-2.4	-2.9	-1.6	<b>-2.8</b>	<b>-3.3</b>	<b>-5.0</b>
Cuenta corriente (mmd)	-5.2	-2.2	-5.5	<b>-8.0</b>	<b>-21.9</b>	-2.2	-1.5	-0.9	-0.9	-1.5	<b>-1.8</b>	<b>-1.8</b>	<b>-2.9</b>
Cuenta corriente (% del PIB) <sup>2</sup>	-0.6	-0.2	-0.5	<b>-0.7</b>	<b>-1.9</b>	-0.5	-0.7	-0.7	-0.5	-0.5	<b>-0.5</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.7</b>
Petróleo (mezcla mexicana, dpb, fdp)	45.1	49.8	79.5	<b>85.1</b>	<b>66.7</b>	50.5	60.0	67.5	79.5	88.1	<b>100.1</b>	<b>90.9</b>	<b>85.1</b>
<b>Agregados Monet. y Act. Bancaria (var. % anual, fdp)</b>													
Captación bancaria tradicional	3.4	1.3	8.2			-2.0	0.6	2.3	8.2	6.7			
Créd. vigente banca comercial <sup>3</sup>	29.0	26.9	23.4			25.3	25.2	28.2	23.5	21.0			
<b>Demanda Agregada<sup>4</sup> (var. % anual, desestacionalizada)</b>													
Total	3.1	4.9	3.2	<b>4.3</b>	<b>4.1</b>	3.7	4.1	5.4	5.9	<b>5.8</b>	<b>4.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.8</b>
Demanda interna													
Consumo	4.6	5.1	3.8	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	2.8	3.8	3.5	4.9	<b>3.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.6</b>
Privado	5.1	5.0	4.1	<b>2.6</b>	<b>3.1</b>	3.5	4.5	3.7	4.8	<b>3.6</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>
Público	0.2	6.1	0.6	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	-3.2	-1.6	1.7	5.6	<b>3.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>	<b>3.2</b>
Inversión	7.6	9.9	6.6	<b>6.8</b>	<b>5.6</b>	5.1	6.7	5.9	8.8	<b>9.0</b>	<b>7.2</b>	<b>5.7</b>	<b>5.5</b>
Privada	9.9	11.8	6.6	<b>5.4</b>	<b>5.4</b>	6.9	6.8	6.3	6.3	<b>7.0</b>	<b>5.3</b>	<b>4.3</b>	<b>4.9</b>
Pública	3.1	1.6	7.4	<b>12.6</b>	<b>1.1</b>	-1.9	7.4	10.0	14.0	<b>15.4</b>	<b>16.2</b>	<b>7.2</b>	<b>11.5</b>
Demanda externa													
Importaciones	8.5	12.1	8.1	<b>7.8</b>	<b>6.9</b>	5.6	7.0	9.2	10.6	<b>11.4</b>	<b>8.2</b>	<b>6.3</b>	<b>5.7</b>
<b>PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)</b>													
Primario	-2.4	6.3	2.1	<b>2.4</b>	<b>1.0</b>	1.3	2.2	3.6	1.2	-0.6	<b>6.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.6</b>
Secundario													
Minería	-0.3	1.4	-3.5	<b>-2.5</b>	<b>-2.0</b>	-2.5	-3.1	-4.5	-3.8	-5.9	<b>-2.3</b>	<b>-1.5</b>	<b>-0.2</b>
Manufacturas	3.5	5.2	2.7	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	1.2	1.4	3.6	4.7	2.8	<b>2.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>
Construcción	2.5	7.9	3.1	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>	5.9	1.7	1.9	2.9	0.1	<b>4.4</b>	<b>5.8</b>	<b>6.2</b>
Electricidad, gas y agua	2.0	12.2	7.2	<b>5.8</b>	<b>5.7</b>	8.1	5.5	6.7	8.5	8.1	<b>7.1</b>	<b>5.0</b>	<b>3.1</b>
Terciario													
Comercio, restaurantes y hoteles	4.5	6.3	4.0	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>	2.4	3.9	5.1	4.8	5.4	<b>5.0</b>	<b>1.3</b>	<b>2.2</b>
Transporte y comunicaciones	5.0	7.0	6.0	<b>4.8</b>	<b>5.0</b>	5.5	4.9	6.3	7.4	6.4	<b>5.7</b>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>
Financieras, seguros e inmuebles	6.1	8.4	6.1	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>	6.4	5.8	6.3	6.0	5.2	<b>4.9</b>	<b>3.0</b>	<b>3.3</b>
Comunales y personales	4.5	6.3	4.0	<b>3.5</b>	<b>1.7</b>	2.4	3.9	5.1	4.8	5.4	<b>5.0</b>	<b>1.3</b>	<b>2.2</b>

fdp fin de periodo  
mmd miles de millones de dólares  
dpb dólares por barril  
RFSP Requerimientos Financieros del Sector Público  
nd no disponible  
Nota: Pronóstico aparece con negritas

1 Índice subyacente que no incluye educación  
2 Acumulado, últimos 12 meses  
3 Al sector privado, incluye Hipotecaria Nacional; datos ABM (6 bancos) no incluye captación por emisión de bonos  
4 Base 1993=100; PIB por sectores base 2003=100. Los datos observados del sector primario, secundario y terciario desestacionalizado por INEGI, el resto ajuste estacional propio

## Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos Av. Universidad 1200 Col. Xoco 03339 México D.F. Tel. (52) (55) 5621 5994 Fax (52) (55) 5621 3297 www.bancomer.com

### Servicio de Estudios Económicos Grupo BBVA

#### Director

José Luis Escrivá

#### Economistas Jefe

Norteamérica: Jorge Sicilia

México: Adolfo Albo

Estados Unidos: Nathaniel Karp

LatAm y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Macroeconómico Mercados Emergentes: Sonsoles Castillo

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Juana Tellez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Alejandro Puente

China: Ya-Lan Liu

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo

España: Julián Cubero

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Europa: Miguel Jiménez

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

Análisis de Cuantitativo: Giovanni di Placido

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

### Servicio de Estudios Económicos Norteamérica

Jorge Sicilia

j.sicilia@bbva.bancomer.com

#### México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Javier Amador

javier.amador@bbva.bancomer.com

David Aylett

david.aylett@bbva.bancomer.com

Fernando González

f.gonzalez8@bbva.bancomer.com

Leonardo González

leonardo.gonzalez@bbva.bancomer.com

Octavio Gutiérrez

o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

Ociel Hernández

o.hernandez@bbva.bancomer.com

Carlos Herrera

carlos.herrera@bbva.bancomer.com

Alma Martínez

alma.martinez@bbva.bancomer.com

Fco. Javier Morales

francisco.morales@bbva.bancomer.com

Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.bancomer.com

Eduardo Torres

e.torres@bbva.bancomer.com

#### Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvausa.com

Marcial Nava

marcial.nava@bbvausa.com

Alejandro Neut

alejandro.neut@bbvany.com

Ignacio San Martín

ignacio.sanmartin@bbvausa.com

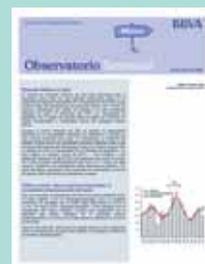
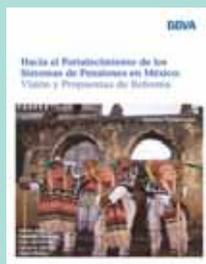
Fernando Tamayo

fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

Elisa Sánchez

elisa.sanchez@bbva.bancomer.com

## Otras publicaciones



#### Situación de:

**Argentina**

**Chile**

**Colombia**

**España**

**Perú**

**Venezuela**

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA Bancomer, S.A. y ha sido elaborado con datos que consideramos confiables; sin embargo, no pretende ser ninguna recomendación de compra o venta de instrumentos financieros.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA Bancomer sobre su exactitud, integridad o corrección.