

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Primer Trimestre 2007



Desaceleración económica, demanda externa la causa
Inflación alta en 1S07, convergencia posterior a la meta
Se prolongará la "pausa" monetaria en el 1er semestre
El peso se mantendrá fuerte, debilidad a finales del año
Una pendiente reducida en los bonos en 2007

Inicia el 2007 y la construcción de escenarios económicos, financieros y políticos, así como la comparación respecto al 2006 no se hacen esperar. El primer año de la administración del Presidente Felipe Calderón tendrá fuertes diferencias respecto al último de Vicente Fox. Comenzando por el dinamismo de la economía, el presente año recibirá un menor impulso por parte de EUA y del petróleo, factores que en 2006 contribuyeron por un lado a que el PIB avanzara al ritmo más elevado de los últimos seis años, y por otro, a una contribución equilibrada entre sectores. En el presente año el crecimiento será más moderado y diferenciado, apoyándose sobre todo en el mercado interno.

Uno de los temas a vigilar en el transcurso del 2007 es la inflación. Esta podría mantenerse elevada durante el primer semestre, por encima del nivel de variabilidad establecido por el Banco de México. Además de efectos estadísticos y estacionales, este comportamiento derivará de efectos directos e indirectos de los choques de oferta, de materias primas y productos agrícolas. Estos elementos en su conjunto han sido suficientes para modificar al alza las perspectivas para la inflación general y subyacente en 2007. Las presiones comenzaron en el verano de 2006 y se agotarán, de acuerdo a nuestros pronósticos, hacia mediados de 2007, con lo que presumiblemente las desviaciones se prolongarán por un año.

En ese contexto, el reto del Banco de México es delicado. Posiblemente la estrategia por la que opte sea explicar bien este fenómeno inflacionario para evitar que un alza de precios de naturaleza básicamente temporal contamine las expectativas de inflación a mediano plazo, y la formación de precios y salarios. La advertencia que ha hecho al respecto es clara: de presentarse síntomas de traspaso al resto de precios actuará restringiendo la política monetaria y elevando las tasas de interés. Este escenario no se puede descartar, en aras de lograr el objetivo de inflación y consolidar la credibilidad de la institución.

En lo financiero cabría esperar algo de volatilidad, por las tendencias comentadas de inflación, la evolución de la actividad en EUA y el petróleo. La cotización del peso reflejará el balance entre estos vaivenes de corto plazo y la confianza en que el país comience a dar pasos más definitivos para elevar el crecimiento potencial de la economía.

Algo favorable, y en lo que se ha centrado buena parte del optimismo, es la expectativa de dar cauce, al fin, a la agenda de reformas que requiere el país para incrementar la productividad y aspirar a niveles de crecimiento más elevados y sostenidos. La parálisis de años anteriores, la volatilidad de los precios del petróleo, la coincidencia entre los actores políticos sobre la urgencia de revertir el rezago en materia de competitividad, así como una mejor capacidad de negociación por parte del gobierno entrante, podrían ser la clave para comenzar a destrabar los acuerdos.

En este apartado la lista es extensa y los tiempos cortos. La ventana de oportunidad es para los primeros dos o tres años, antes de que en el Congreso predomine de nuevo la agenda electoral, por lo que las expectativas deben ser realistas. ¿Qué esperar? Avances parciales, probablemente en lo fiscal, pensiones y energía, en el contexto de reforma de Estado, y apoyados fundamentalmente en acuerdos de mayoría simple, sin necesidad de cambios constitucionales. Una actitud más prudente de la nueva administración pero, quizá en esta ocasión, con paso más firme.

Indice

Fecha de cierre: 12 febrero 2007

1. Entorno Internacional	
Perspectiva Internacional	2
Factores Detrás del Crecimiento Chino en 2007	5
2. Entorno Macroeconómico México	
El 2006: la Cima del Ciclo	9
Recuadro: Indicador Sintético de Actividad (ISA BBVA Bancomer)	12
Inflación 2007: Cielo Nublado que se irá Despejando	14
Recuadro: El Papel de la Estabilidad Cambiaria en la Inflación	16
Recuadro: Calendario Electoral 2007	17
3. Mercados Financieros México	
Se Extenderá la Pausa hacia el 2do. Semestre de 2007	18
Recuadro: Postura Monetaria en México	22
4. Indicadores y Pronósticos	23

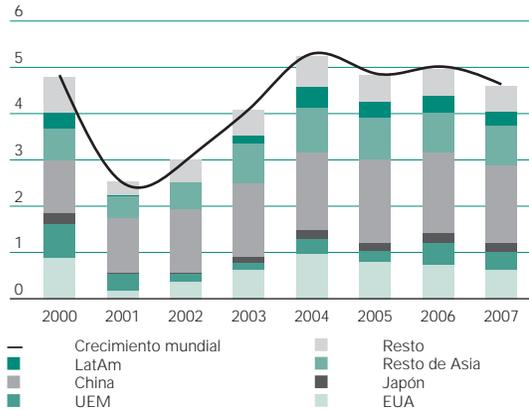
Consejo Editorial:

Adolfo Albo, Jorge Sicilia

Han elaborado esta publicación:

Editor: Jorge Sicilia	j.sicilia@bbva.bancomer.com
Editor: Adolfo Albo	a.albo@bbva.bancomer.com
David Aylett	david.aylett@bbva.bancomer.com
Giovanni Di Placido	giovanni_diplacido@provincial.com
Octavio Gutiérrez	o.gutierrez3@bbva.bancomer.com
Ociel Hernández	o.hernandez@bbva.bancomer.com
Ya-Lan Liu	yalan@bbva.com.hk
Cecilia Posadas	c.posadas@bbva.bancomer.com
Eduardo Torres	e.torres@bbva.bancomer.com
Diseño: Fernando Tamayo	fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

Crecimiento y Contribución por Áreas
Porcentajes



Expansión más globalizada en 2007

El año 2007 será otro buen año de elevado crecimiento económico. Así, la actividad mundial, si bien se moderará levemente, crecerá a tasas superiores al 4.5%. Será el quinto año consecutivo con una expansión mundial superior al 4%, el ciclo expansivo más intenso desde la crisis petrolera en los años setenta.

Por áreas, la composición seguirá inclinada a favor de las economías emergentes, con Asia a la cabeza. En cuanto a los desarrollados, la zona que más sorpresas positivas ha arrojado a lo largo del 2006 ha sido la zona euro. Así, las perspectivas de crecimiento de los analistas para 2007 en la UEM han corregido al alza de forma significativa, acercándose a nuestro pronóstico central de 2.2%.

En la economía estadounidense parecen existir más dudas ante la fuerte desaceleración del sector inmobiliario. Sin embargo, existen factores que apuntan a que la economía, y en particular el consumo de los hogares, experimentarán tan solo un ajuste suave en 2007. A ello contribuirán la buena marcha del empleo y del ingreso disponible, unas condiciones de financiamiento muy favorables para las familias y el aumento de su riqueza pese a la caída en el precio medio de la vivienda. Además, frente a la aportación negativa de la inversión residencial, la inversión no residencial seguirá siendo un soporte, mientras que el sector exterior aportará positivamente al crecimiento, por primera vez desde mediados de los noventa.

La buena evolución de la inversión no se limita sólo a la economía de EUA. Así, una de las principales características del actual ciclo expansivo es que el sector empresarial está en una posición muy favorable a nivel global. Las utilidades de las empresas seguirán creciendo a tasas muy significativas. En EUA, por ejemplo, las estimaciones apuntan a que puedan hacerlo por encima del 10% en 2007, si bien significan una moderación respecto al 20% de 2006, cifra no vista desde el *boom* tecnológico de 2000. Esta situación seguirá, a su vez, contribuyendo a que la actividad de fusiones y adquisiciones continúe en los próximos meses, lo que apoyará la evolución de las bolsas.

El mundo emergente no ha estado al margen de este *boom* de inversiones aunque con suerte desigual. El coeficiente de inversión sobre producto interno bruto se sitúa en máximos de los últimos 20 años, en las economías asiáticas, donde ha vuelto a los niveles previos a la crisis de los noventa. Esto no se observa en otras zonas emergentes, como América Latina o Medio Oriente, donde los coeficientes están muy por debajo de los máximos alcanzados en ciclos expansivos anteriores.

A pesar de ello, la elevada tasa de ahorro de las economías emergentes, superior a la tasa de inversión, seguirá generando un patrón de crecimiento global con importantes desequilibrios. Así, la brecha en la balanza de la cuenta corriente entre el grupo de países acreedores netos (emergentes) y de deudores netos (desarrollados) seguirá siendo muy elevada, representando alrededor de 2.5 puntos del

Crecimiento del PIB
Porcentajes

	2005	2006p	2007p
Estados Unidos	3.2	3.3	2.8
UEM	1.5	2.7	2.2
Japón	1.9	2.2	2.0
China	9.9	10.4	9.5
Latino América	4.4	4.9	4.1
Mundo	4.9	5.0	4.7

p pronóstico
Fuente: BBVA

EUA: Crecimiento y Contribuciones
% anual



Nota: Pronósticos a partir del 4to. trimestre 2006
Fuente: BBVA

producto mundial. Sin embargo, esta tendencia podría haber comenzado a estabilizarse en 2006. De hecho, el déficit estadounidense, actualmente por encima del 6.5% del PIB, habría tocado máximos y comenzaría a revertir levemente, alrededor de un punto en los próximos dos años.

Bancos Centrales: atentos a las condiciones financieras

La política monetaria seguirá normalizándose en zonas como Japón o Europa. En el primer caso, además de la actividad, las perspectivas de un alza moderada en la inflación marcará la pauta de subidas graduales de las tasas de interés oficiales, hasta situarlos en niveles alrededor del 1%. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) confirmará nuestro escenario central de tasas de interés al 4% en el primer semestre del año, algo que el mercado no incorporaba hace unos meses.

Es en EUA donde todavía hay alguna discrepancia entre nuestra visión y la del mercado. Aunque en el último mes, con los datos mostrando un crecimiento sólido de la economía, los mercados han corregido al alza las expectativas de bajada que han prevalecido durante la última mitad de 2006, todavía están algo alejadas de nuestro escenario más plausible de estabilidad de tasas de la Fed en 2007. Estas derivan de nuestras perspectivas de moderación económica suave e inflación subyacente aún elevada, por encima del rango de tolerancia de la Fed (2% para el deflactor subyacente del consumo), y de la percepción de que, ante las condiciones tan laxas de política monetaria en el pasado, los bancos centrales van a ser especialmente cautos en plantear bajada de tasas.

De hecho, las condiciones financieras actuales, incorporando además de las tasas de corto plazo, los precios de los activos de renta fija, renta variable y divisas, están más relajadas que cuando los tasas de interés oficiales estaban en el 1% en 2003-2004. Algo similar ocurre en Europa: las condiciones financieras están en niveles de relajación similares que en 2004, cuando el BCE tenía las tasas en el 2%.

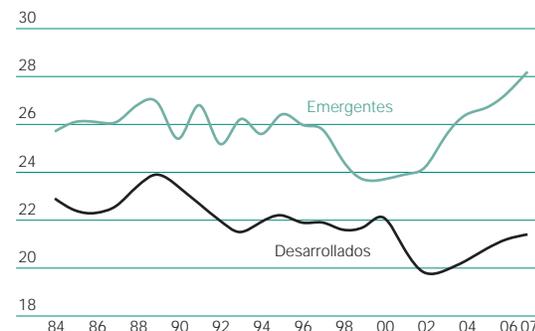
En todo caso, es previsible que la elevada liquidez internacional y la relajación financiera continúen en 2007, sobre todo en EUA. En primer lugar, las bolsas podrían seguir revalorándose a tasas de dos dígitos. En segundo, las tasas de interés de largo plazo tienen importantes límites para subir, a la vista de la renovada demanda de deuda proveniente de los inversionistas extranjeros, en particular de los asiáticos. En definitiva, no cabe esperar que las pendientes de las curvas de rendimientos, hoy planas o invertidas, se tornen positivas, incluso en países con ciclos de política monetaria aún inmaduros. Finalmente, en tercer lugar, aunque no se contempla una depreciación adicional del dólar con el euro en el escenario central de tasas, la divisa estadounidense se mantendrá en niveles algo depreciados respecto a sus valores de largo plazo.

Incertidumbres más localizadas

El escenario central de elevado crecimiento global, ciclo de inversiones renovado, inflación controlada y políticas monetarias neutrales no está exento, sin embargo, de incertidumbres. Dichos riesgos provie-

Inversión

% del PIB



Nota: Pronósticos a partir de 2006
Fuente: BBVA

Cuenta Corriente

% del PIB mundial



Nota: Pronósticos a partir de 2006
Fuente: BBVA con datos de FMI

Pronósticos Financieros

Fin de año

	2005	2006	2007p
Tasas oficiales			
EUA	4.25	5.25	5.25
UEM	2.25	3.50	4.00
Tasas 10 años			
EUA	4.5	4.7	4.9
UEM	3.4	3.9	4.1
Dólar/euro	1.19	1.32	1.30

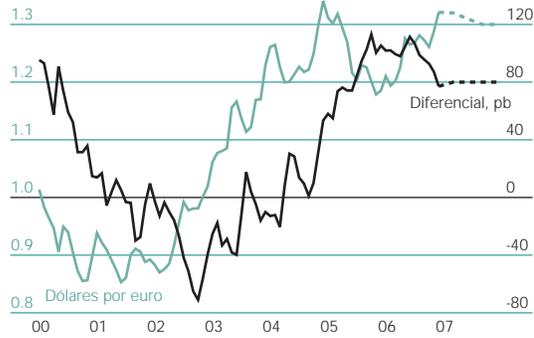
p pronóstico
Fuente: BBVA

EUA: Índice de Condiciones Monetarias* (ICM) y Financiamiento



* Utilizando la inflación subyacente
Nota: Pronósticos para 2007
Fuente: BBVA

Tipo de Cambio y Diferencial de Tasas de Interés a 10 Años EUA-UEM



Nota: Pronósticos para 2007
Fuente: BBVA

nen principalmente de dos factores. El primero, un nuevo choque de oferta petrolera que vuelva a disparar el precio del crudo generando mayores presiones inflacionarias en el corto plazo y efectos recesivos a medio plazo. Sin embargo, aunque el riesgo geopolítico permanece, la evolución reciente del precio del petróleo parece confirmar el escenario central de BBVA de moderación hasta niveles de 50-55 dólares por barril a lo largo de 2007. Además, el anclaje de las expectativas de inflación de mediano plazo y las ganancias en cuanto a eficiencia energética de las economías parecen permanentes.

El principal factor de riesgo en la actualidad proviene de la economía estadounidense. En particular, de la magnitud y duración del ajuste del sector inmobiliario. Y, sobre todo, cuánto impactará en el empleo, el consumo de los hogares, y otras economías. De momento, como se mencionaba anteriormente, hay factores de soporte que siguen avalando el escenario de ajuste suave como el más probable.

En la actualidad, el balance de riesgos sobre el escenario global a mediano plazo es a la baja para los tasas de interés y de depreciación para el dólar.

Factores Detrás del Crecimiento Chino en 2007

El pasado año la economía china mantuvo un elevado crecimiento real (10.7%) el cual fue el más alto de los últimos 11 años y superó a las expectativas de los analistas. Este dinamismo estuvo impulsado tanto por la inversión —que representa 50% del PIB— y el sector exterior en donde los flujos netos positivos se sitúan cerca del 10%. En la actualidad el objetivo del Gobierno es conseguir una desaceleración gradual y ordenada procurando que la inversión y el superávit externo tiendan a un crecimiento próximo al 8%, e impulsando el consumo interno. La previsión de desaceleración suave —y no de alto en la actividad— es una constante entre Gobierno y analistas internacionales desde 2004 pero podría estar más de cerca de cumplirse este año. A continuación se analizan las perspectivas económicas para China en cuatro factores claves: actividad real, sector externo, política monetaria y riesgos sobre el crecimiento.

Claves de la actividad real

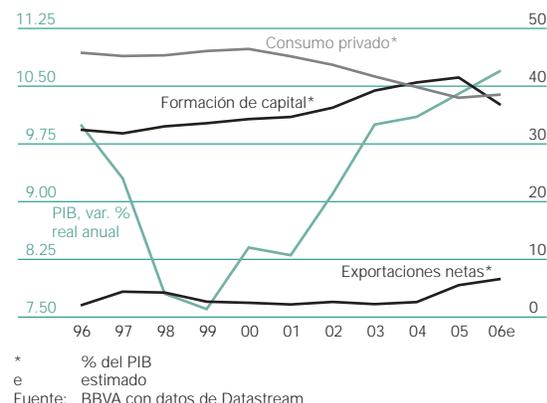
En el corto plazo, la inversión seguirá jugando un papel decisivo en el crecimiento de la economía China, mientras que el consumo irá ganando participación en el PIB de forma paulatina. No obstante, para que ambos lleguen a equipararse habrá que esperar hasta el final del actual plan quinquenal. La principal preocupación no estriba en una desaceleración suave en el corto plazo, sino en la sostenibilidad del crecimiento de largo plazo.

En 2007 debiera continuar la desaceleración observada en los últimos meses, sobre la base del mantenimiento de la política restrictiva del Gobierno central, las reformas sobre el reparto de dividendos por las empresas estatales —que reducirá sus recursos disponibles para invertir— y la evaluación de la gestión de los Gobiernos locales en base a criterios cualitativos y no sólo cuantitativos. Sin embargo, en el mediano plazo será la aceleración de la inversión en infraestructura —relativamente estancado desde 2003— la actividad que tendrá un impulso adicional por el estreno de nuevos equipos de gobierno en todos los niveles de la Administración. En el plan quinquenal 2006-2010 se recogen inversiones en infraestructura por valor de 3.8 billones de renminbis (495 mil millones de dólares aproximadamente) en carreteras, puertos y ferrocarril y de 140 mil millones de renminbis (en torno a 18 mil millones de dólares) en aeropuertos. En total estimamos que en China se invertirá al menos un 50% más de la inversión realizada en los cinco años anteriores.

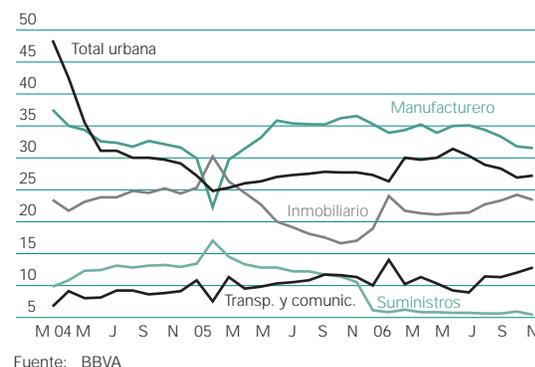
Claves del sector externo chino

Para 2007 persistirá el elevado superávit comercial y la acumulación de reservas de divisas, en donde la contracción de la demanda interna (particularmente de inversión) intensifica la dependencia del crecimiento en el sector exterior. Sin embargo, la apreciación del tipo de cambio, la relajación de ciertos controles a las salidas de capital, el aumento de las inversiones directas en el exterior, y el incremento de los costos de producción, acotarán el aumento del superávit. Las principales claves para 2007 serán:

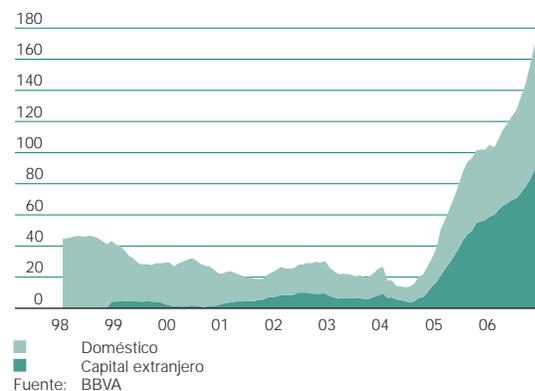
PIB: Componentes Principales



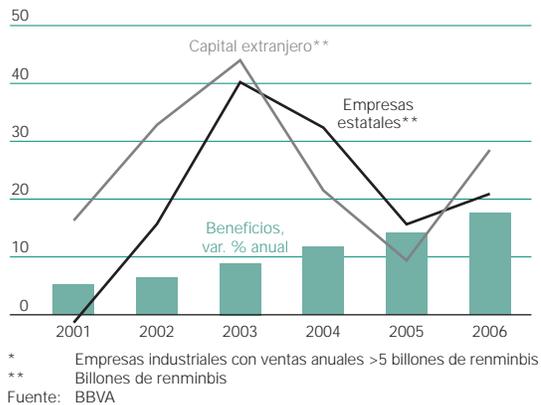
Inversión Fija Urbana Contribución % en crecimiento por sectores



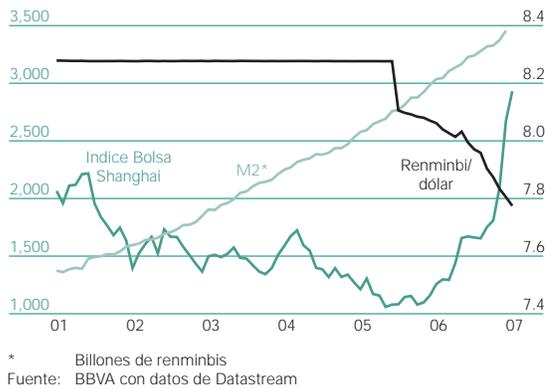
Saldo Comercial por Tipo de Empresa Nominal acumulado últimos 12 meses, miles de millones de dólares



Evolución Beneficios Empresariales*
Fin de periodo, a precios de 2000



China: Condiciones de Liquidez Monetaria y Apreciación del Tipo de Cambio



Tasa Oficial de Depósito a 12 Meses % anual



1. El creciente sentimiento proteccionista entre la clase empresarial china (más evidente desde la participación extranjera en bancos chinos) y que presiona a Beijing hacia políticas proteccionistas. El consenso nacional es que China no necesita seguir atrayendo inversión extranjera con esquemas preferenciales y, por tanto, deben competir en igualdad de condiciones que las empresas nacionales. Por un lado, las empresas de inversión extranjera que utilizan a China como plataforma exportadora, contribuyen en más del 50% del desequilibrio externo y, estimaciones de BBVA, señalan que las exportaciones chinas tienen en el agregado hasta más de dos tercios de componente de importaciones.

Por otro lado, sus beneficios en 2006 crecieron más que las empresas de capital estatal, tras la desaceleración de los dos años anteriores. En marzo se espera la revisión de las concesiones fiscales a la exportación (devolución del IVA) en vigor desde 1996 y la homogeneización del tratamiento fiscal, lo que supondrá un incremento de una tasa impositiva para empresas de inversión extranjera del 15% actual a más de 25% estimado.

2. La intensificación de la competencia intrarregional por las exportaciones, sobre todo en caso de desaceleración de la demanda externa, que podría presionar hacia intervenciones de otros bancos centrales en la región para mantener la competitividad de su tipo de cambio.

3. La creación de una agencia especial para la inversión de una parte de las reservas con criterios de rentabilidad más agresivos que los del Banco Central. Si bien, el instituto central mantendrá la gestión del grueso de las reservas, la creación de dicha agencia acelerará el proceso de diversificación y contribuirá eventualmente a reducir las presiones de apreciación sobre el renminbi.

Claves de la política monetaria en China

La política monetaria será más restrictiva en 2007, continuando la tendencia del pasado año. El Banco Central se muestra preocupado por el rápido aumento de la liquidez en el sistema y —como resultado— por la inflación de activos, particularmente por la formación de una burbuja especulativa en los mercados de valores e inmobiliario.

Las opciones del Banco Central para retirar liquidez podrían ser, entre otras: (a) incrementar la remuneración de los depósitos de las instituciones financieras con el Banco Central y nuevas alzas en el coeficiente de caja; (b) eliminar la actual imposición fiscal del 20% sobre la remuneración de depósitos bancarios y nuevos incrementos de las tasas de interés oficiales; (c) establecer un impuesto sobre las ganancias de capital en bolsa, de forma análoga al impuesto sobre beneficios de promotores inmobiliarios;1 y (d) apreciación más agresiva del tipo de cambio respecto al dólar de EUA.

En 2007 se presentan las condiciones para nuevos incrementos de tasas de interés en China, entre éstas destaca: (a) el respaldo de

1 Con efecto a partir 1 febrero de 2007. Ver comunicado original en: <http://www.chinatax.gov.cn/n480462/n480498/n575817/4933245.html>

Beijing sobre el objetivo de reducir la liquidez; (b) la mayor inflación sobre la base del continuo aumento del ingreso disponible y de los costos de producción; (c) las tasas de interés real en mínimos; y (d) la menor probabilidad de reducciones de la tasa de fondos federales de EUA (Fed).

Riesgos para la economía china

Factores internos:

1. Política monetaria más restrictiva de lo esperado: una re-acele- ración de la inversión podría provocar mayores alzas de tasas de interés, aunque sujeto a la política sobre el tipo de cambio. Tasas de réditos excesivamente altas podrían provocar una caída brusca de la inversión y la entrada masiva de flujos de capital de carácter especulativo ante la reducción de diferenciales y expectativas de apreciación del renminbi.
2. Sorpresas en inflación en caso de que: (a) el Gobierno permita subidas significativas en precios agrícolas y —al igual que en el pasado— la mejora de los ingresos rurales reduce la migración y la oferta de mano de obra en las urbes chinas; y (b) si se aprueba el impuesto sobre combustibles y la reforma de sus precios en línea con la fluctuación en los mercados internacionales,² así como la revisión al alza de otros precios administrados, principalmente, en suministros energéticos y recursos naturales.
3. Apreciación del tipo de cambio más agresiva del esperado: el ritmo de apreciación del renminbi puede acelerarse antes de la segunda cumbre bilateral EUA-China en mayo. Sin embargo, el consenso de apreciación en China se mantiene en torno al 5% anual, y una sorpresa al alza podría provocar graves pérdidas por las posiciones financieras no cubiertas
4. Crisis financiera: aún existen dudas sobre la solidez del sector bancario ante una desaceleración brusca de la actividad y un rápido aumento de créditos impagados. En el mercado de capitales, las expectativas sobre la apreciación gradual del renminbi y el previsto incremento de inversión en renta variable por las compañías de seguros —entre otros inversionistas institucionales— explican el optimismo en las valoraciones de acciones, pero también el riesgo de una política monetaria más restrictiva y la potencial formación de una burbuja similar a la de Japón en los años 80.
5. Entorno político: el Gobierno chino inició en 2006 una campaña pública anticorrupción³ que puede provocar que se pospongan nuevos proyectos públicos por temor a verse involucrados en una investigación. La incertidumbre en torno a la renovación de mandos del Partido Comunista Chino (PCC) en octubre y la formación de un equipo de Gobierno comprometido con el proceso de reformas económicas será clave en el próximo quinquenio. En torno a dos tercios de altos oficiales fieles al binomio Hu-Wen habrían renovado sus cargos hasta el momento, reforzando su

China: Consenso de Pronósticos Renminbi por dólar

Organismo	Renminbi/ dólar	Apreciación anual	Afiliación
Ministerio de Comercio	nd	3%	Gabinete
NDRC	nd	2-3%	Gabinete
Prof. Fan Gang	nd	5%	Banco Central
CAITEC	7.10-7.50	3.1%-4.1%	Minis. de Comercio
CICC	7.44	5%	Central Huijin Inv.
China Jiayin Investment Securities	7.50	4.10%	Privada
China Galaxy Securities	7.46	4.70%	Privada

Fuente: BBVA, Prensa china

Calendario Político en Asia para 2007

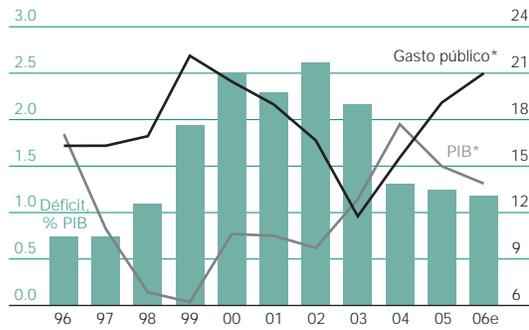
Fecha	País	Lider	Acontecimiento
Mayo	Filipinas	Gloria M. Arroyo	Elecciones legislat.; en 2010, Presidencia
Julio	Hong Kong	Donald Tsang	Elecciones a Gobernador
Julio	India	Manmohan Singh	Elecciones a Presidencia
Julio	Corea del Sur	Roh Moo-Hyun	Elecciones Presidencia; en 2008, Parlamento
Octubre	China	Hu Jintao	17 Cong. del Partido Comunista Chino
Octubre	Tailandia	Surayud Chulanot	Elecciones a Presidencia
Diciembre	Taiwán	Chen Shui-bian	Elecciones legislat.; en 2008, Presidencia

Fuente: BBVA, Merrill Lynch, prensa

2 http://english.gov.cn/2007-01/30/content_512996.htm

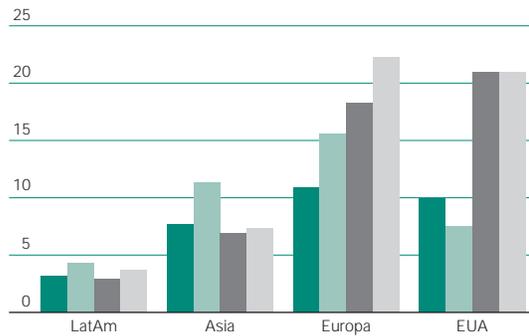
3 En Shanghai, 11 altos cargos oficiales y otras 9 personas han sido inculpadas por delitos de corrupción por valor de 475 millones de dólares, y en el sector bancario, 164 empleados por 3.3 millones de dólares.

Gasto Público y Déficit Fiscal A precios corrientes, 2006 estimado



* Variación % anual estimado
e Fuente: BBVA con datos de Datastream

Comercio Exterior por Región Participación %, a precios corrientes



Fuente: BBVA con datos de Ministerio de Comercio Chino

posición frente al ala más conservadora del PCC. Por otro lado, la región vive un año de elecciones controvertidas (Tailandia, Taiwán), que podrían ser causa de mayor volatilidad e inestabilidad en los mercados.

Factores externos:

1. Propagación de la gripe aviar. La evolución de la gripe aviar es el mayor riesgo en estos momentos. La epidemia en aves está fuera de control en Indonesia, Tailandia y Vietnam; y recientemente ha levantado la alarma en Japón. Aunque las autoridades reaccionaran de inmediato, el riesgo reside en una posible mutación del virus que hiciera posible su transmisión entre personas, causando una epidemia humana. En el peor escenario, la pérdida económica se estima en torno al 2% PIB de la región, esto es, más de 90 mil millones de dólares y un número impredecible de pérdidas humanas.⁴
2. Desaceleración brusca en EUA o incrementos de precios del petróleo. En ambos escenarios, la economía china se encuentra en mejor situación que en el pasado para contrarrestar su potencial impacto negativo. Una política fiscal conservadora le ha colocado en sólida posición para implantar políticas más expansivas en caso necesario. Por otro lado, su sector exterior está cada vez más interrelacionado con otras áreas geográficas principalmente, Europa y otros emergentes en Asia y América Latina, mitigando su dependencia de EUA.
3. Proteccionismo comercial. Si China no aprecia significativamente su tipo de cambio frente al dólar, las amenazas proteccionistas de EUA podrían finalmente ver luz verde, dañando gravemente las relaciones bilaterales. Sin embargo, el foco de atención podría girar, en su lugar, hacia Japón y la debilidad del yen.

En suma, esperamos que los riesgos se mantengan moderados y el crecimiento sólido en 2007, prolongando la etapa más larga de crecimiento estable en China.

4 Milan Brahmbhatt del Banco Mundial (noviembre de 2005).

El 2006: la Cima del Ciclo; ¿Cuál Será la Magnitud de la Desaceleración en 2007?

Crecimiento global récord en 2006

Luego del muy positivo 2006 en cuanto a actividad económica a nivel mundial, 2007 se perfila como un año donde algunos de los factores que fueron clave en el pasado para México habrán agotado impulso. En este contexto, el reto consistirá en mantener la fortaleza del consumo y servicios para mitigar la desaceleración en el crecimiento asociado al sector exterior. En el mediano plazo, la aprobación de reformas estructurales será crucial para incrementar el papel de la demanda interna y el crecimiento potencial del país.

El año 2006 se caracterizó por niveles máximos de crecimiento en el lustro prácticamente en todas las regiones del mundo. El de 2006 habrá sido el de mayor crecimiento en 30 años con un ciclo sincronizado en el mundo. Sin embargo, 2007 será un año de moderación, con tasas de expansión más cercanas al ritmo de crecimiento potencial de las economías. A nivel mundial el crecimiento desde 2000 ha promediado 4.2% anual, se estima que 2006 el conjunto de las economías hayan crecido 5.1% y para 2007 el crecimiento estimado es de 4.5%.¹

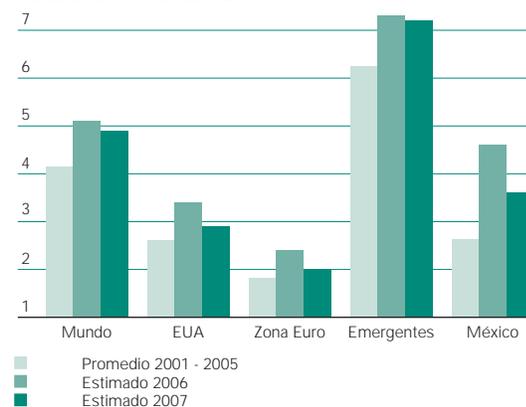
Para 2007 se estima que la economía estadounidense se desacelerará de un ritmo de 3.4% anual en 2006 a una tasa de 2.8%: (-0.6) puntos porcentuales (pp) menos. En este sentido, el ritmo de desaceleración de esa economía se acentuó ligeramente en el tercer trimestre del año (variación trimestral anualizada de 2.0% contra 5.6 y 2.6% en los dos primeros trimestres). En el sector industrial, el más afectado por la contracción en el mercado inmobiliario, el crecimiento pasará de 4.1% observado en 2006 a un ritmo de crecimiento estimado de 3.4% en 2007: (-)0.7 pp menos, un dato especialmente relevante para México.

¿Qué esperar en 2007?

En México, el balance fue muy favorable en términos macroeconómicos en 2006: el año se caracterizó por un crecimiento fuerte y equilibrado en todos los componentes. La positiva dinámica de la demanda externa en la primera parte del año se reflejó en la expansión de las exportaciones, donde encabezadas por el sector automotriz, la industria manufacturera creció a ritmos sólidos en el año. Al mes de septiembre, las manufacturas mexicanas habían recuperado cuota en el mercado estadounidense en 0.44 pp., respecto a 2005²; siendo la única economía (aparte de China) entre las siete mayores exportadoras de manufacturas a EUA en ganar cuota. Por su parte, los altos precios favorecieron el saldo de exportaciones petroleras. En los componentes de la demanda interna, el consumo y la inversión del sector privado se expandieron a ritmos elevados alcanzando las mayores tasas de crecimiento en los últimos seis años; y en particular tasas máximas en el segundo trimestre de 2006. Por el lado de la oferta, el sector industrial y el de servicios también presentaron expansiones muy balanceadas durante el año pasado: en ambos casos cercanos al 5%. Con ello, se estima un crecimiento de la economía próximo al 4.8% en 2006.

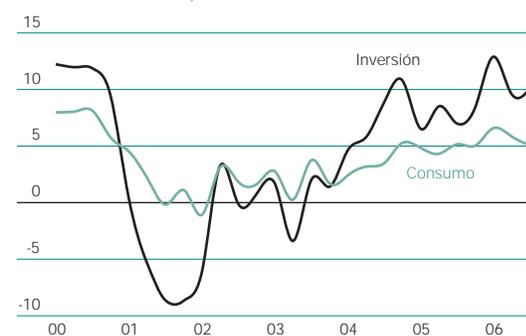
Crecimiento Esperado

Variación % real anual



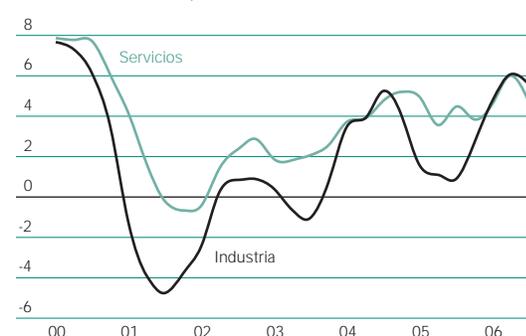
Demanda Interna: Consumo e Inversión

Variación % anual, series desestacionalizadas



Industria y Servicios

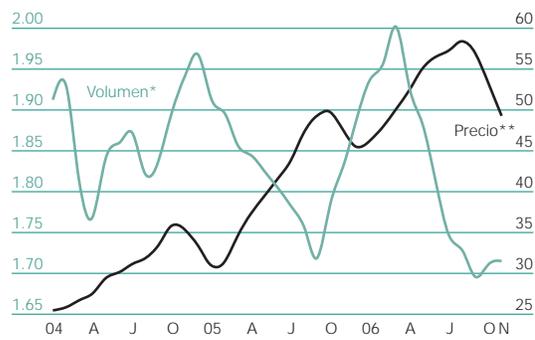
Variación % anual, series desestacionalizadas



1 BBVA.

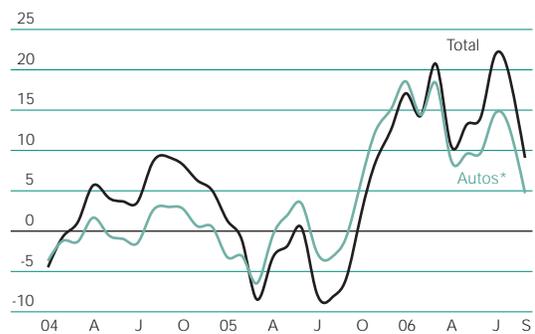
2 En 2005, el 10.41% de las importaciones estadounidenses de manufacturas procedían de México; para septiembre de 2006, era el 10.85%.

Petróleo de Exportación
Promedio móvil tres meses



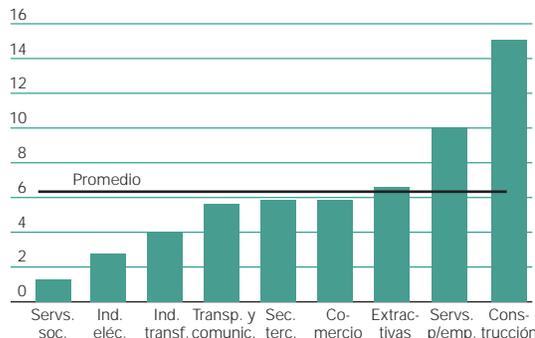
* Millones de barriles diarios
** Dólares por barril
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Producción Industrial
Variación % anual



* Fabricación de automóviles y camiones, contrib. al crecimiento
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Asegurados en el IMSS por Sector
Variación % anual en nuevos asegurados



Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS

Para 2007, esperamos un crecimiento en torno a 3.6% con la desaceleración más importante en la primera parte del año. La moderación estadounidense impactará primordialmente a dos componentes: exportaciones no petroleras, (en particular manufactureras) y a la inversión privada. En contraste, el consumo y los servicios serán la clave para que México pueda mantener crecimientos en torno al potencial o ligeramente por arriba. Con base en la dinámica de la relación entre crecimiento norteamericano y componentes de demanda mexicanos, se estima que la mayor parte de la transmisión a exportaciones mexicanas se da en el mismo trimestre y con un trimestre de rezago. Por su parte, en inversión la transmisión se da en mayor medida con un trimestre de rezago (ver artículo "Sincronización macroeconómica..." en Revista Situación del cuarto trimestre de 2006). Por ello se estima que el perfil de estos componentes sea de menor crecimiento en la primera parte del año.

En 2007, las manufacturas mexicanas serán directamente afectadas por la moderación estadounidense; la industria automotriz, cuyo segmento de exportación fue clave en 2006 en la dinámica de la producción industrial (siendo Norteamérica la zona destinataria del 87% de las exportaciones), ha comenzado a moderar su crecimiento y se prevé que para 2007 la producción de automóviles mantenga un nivel cercano al de 2006, lo que implicará un crecimiento anual muy modesto.

Un segundo factor a considerar será el efecto de los menores precios del petróleo. En particular, las finanzas públicas y el saldo petrolero serán perjudicados a raíz de un precio y plataforma de exportación considerablemente menor que en 2006. En dicho año, algunos factores como el conflicto bélico en Medio Oriente, el recorte unilateral de Nigeria y el cierre del yacimiento Prudhoe Bay en Alaska ayudaron para observar cotizaciones internacionales del petróleo altas, en particular en la primera parte del año. Para 2007 la caída en los precios del petróleo será detenida con el segundo recorte anunciado por la OPEP de medio millón de barriles diarios a partir de febrero. Sin embargo, salvo un recrudecimiento del conflicto actual en Medio Oriente la cotización del petróleo fluctuará en niveles por debajo de los del año previo. Para la mezcla mexicana de petróleo el Presupuesto aprobado para 2007 contempla un precio de 42.8 dólares por barril (dpb): casi diez dólares menos que el promedio en 2006. Nuestro estimado para el precio de la mezcla mexicana en 2007 apunta a un promedio anual de 44.2 dpb.

Adicionalmente, habrá que considerar la menor plataforma de exportación prevista para 2007: mientras que la plataforma en 2006 fue de 1.810 millones de barriles diarios (mbd), para 2007 esta será 9% menor: de 1.648 mbd. Durante 2007 habrá una mayor actividad refinadora, por lo que la demanda interna será superior, beneficiando una menor importación de productos refinados. Con esto, la baja en las exportaciones petroleras se estima sea de alrededor de 11 mil 400 millones de dólares; cerca de 30% menos de las exportaciones petroleras del 2006.

Los retos de este año

En el contexto de moderación externa de 2007 será crucial el mantenimiento de factores que alienten la demanda interna y en particular el consumo. Estos factores son la dinámica del empleo, el nivel de

los salarios reales (que en conjunto forman la masa salarial), el crédito al sector privado, la entrada de ingresos por remesas familiares así como las estables y bajas tasas de interés.

En 2007 el crédito bancario y no bancario al sector privado, seguirá siendo un factor de impulso al consumo privado, en un contexto de estabilidad financiera con bajas tasas de interés. Por su parte, el envío de remesas al país que en 2006 superó los 23 mil millones de dólares, continuará en niveles elevados aunque, como consecuencia de la desaceleración estadounidense podrían moderar su ritmo de expansión; para 2007 se podrían ubicar en torno a los 26 mil mdd; considerando que pese a que la variación anual es de dos dígitos pero en descenso en los últimos años.

Respecto al empleo, cabe destacar que en 2006 el número de trabajadores en el sector formal se incrementó en cerca de 1 millón de empleados; 6.4% más que el año pasado y la cifra más alta desde 1998. Si bien es cierto que en todas las ramas de la producción la tasa de incorporación al empleo formal creció respecto al 2005, destacaron en 2006 las industrias de la construcción y de servicios como generadores de empleos, con variaciones anuales en el número de asegurados de 15 y 10% respectivamente, mientras que otras divisiones como la industria eléctrica y la transformación tuvieron crecimientos más modestos (2.8 y 4%, respectivamente). En 2007 se puede esperar un número similar de creación de empleos.

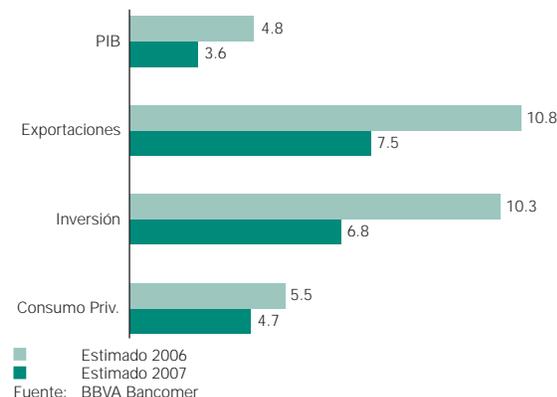
Con base en el mantenimiento de estos factores, el consumo y los servicios mantendrán solidez del mercado interno en especial en la primera parte del año. En servicios podemos esperar que en 2007 continúe en expansión el sector de telecomunicaciones, al igual que servicios financieros, mientras que crecerán con algún rezago servicios comerciales, restaurantes y hoteles.

Será clave durante el año la promoción de inversión en sectores distintos a la manufactura, en particular en el sector turismo, en obras de infraestructura y en general en el sector construcción. En el caso del turismo, la inversión privada aumentó cerca de 14% anual en los últimos seis años y se prevé que este ritmo se mantenga en 2007. Por otra parte, continuarán las buenas perspectivas para el sector construcción con impulso tanto privado como de programas de vivienda impulsados por el sector público.

En suma, el escenario central continúa siendo una moderación en la dinámica de crecimiento en México donde el ritmo de expansión, al igual que en el caso estadounidense se ubicará más próximo al potencial (estimado entre 3 y 3.6%). El escenario de riesgo se relaciona con la posibilidad de una desaceleración estadounidense más pronunciada o de mayor duración, lo que llevaría a moderaciones más acentuadas sobre el consumo y la inversión en ese país además de la menor actividad industrial. En el caso de un aterrizaje pronunciado en EUA, cabría esperar "efectos de segunda ronda" relacionados con menores flujos hacia economías emergentes que implicarían presiones generalizadas en componentes de actividad. El otro riesgo latente tiene que ver con reducciones mayores a las estimadas en los precios internacionales del petróleo. En ambos casos, serán factores a monitorear este año.

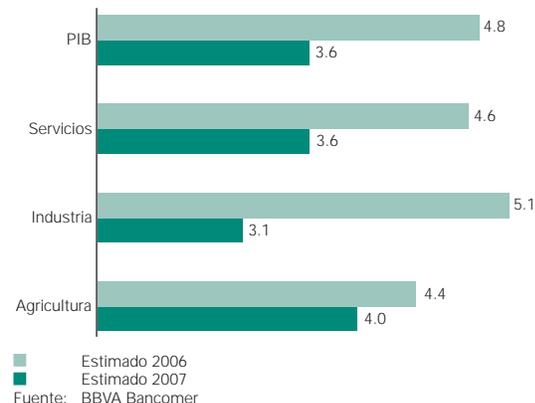
PIB: Componentes de Demanda

Variación % anual



PIB: Componentes de Oferta

Variación % anual



Cuadro Macroeconómico de México

Variación % anual, series ajustadas por estacionalidad

	2004	2005	2006e	2007e
PIB	4.2	3.0	4.8	3.6
Demanda total	6.2	4.6	7.2	5.3
Interna	4.3	5.4	6.5	4.8
Consumo	3.6	4.8	5.6	4.3
Privado	4.1	5.4	5.5	4.7
Público	-0.4	0.3	6.2	0.1
Inversión	7.5	7.6	10.3	6.8
Externa	11.7	6.8	10.8	7.5
Importación b. y servs.	11.6	8.6	13.2	9.1

e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Indicador Sintético de Actividad (ISA BBVA Bancomer) para México: ¿Qué Es? ¿Cómo Funciona? ¿Hacia Dónde Apunta?

¿Qué es el ISA BBVA Bancomer?

El ISA es un indicador que sintetiza el movimiento conjunto de una gran cantidad de información. Por ser un indicador de alta frecuencia, una de sus cualidades es que es útil como herramienta para conocer la tendencia de la actividad con oportunidad: cabe recordar que la medición oficial de la actividad se difunde trimestralmente mediante el PIB, que a su vez es la referencia para calcular la duración y magnitud de los ciclos económicos. El ISA BBVA Bancomer se calcula 45 días después del fin de cada mes, una vez conocidos los datos de actividad industrial y 10 días antes que el IGAE. Las variables incluidas en el ISA se pueden clasificar de acuerdo al sector de actividad al que pertenecen y así monitorear la aportación de cada grupo al total.¹

¿Porqué construir un ISA BBVA Bancomer?

Haciendo uso de la analogía atribuida a Andrew Harvey: hacer previsiones en economía es como querer conducir un automóvil con el parabrisas completamente opaco, disponiendo sólo de los espejos retrovisores. Si en el retrovisor se observa una carretera recta, se tiende a pensar que así seguirá; pero llegada una curva el auto se saldrá a la cuneta y en el peor de los casos se desbarrancará. Uno de los objetivos fundamentales del ISA BBVA Bancomer consiste en anticipar estas "curvas"; y específicamente monitorear "en tiempo real" los puntos de giro que conforman el ciclo económico. Adicionalmente, en una segunda etapa, al seleccionar variables "adelantadas" al ciclo, el ISA será útil como instrumento de apoyo para predecir futuras etapas de expansión y recesión.

¿Cómo se construye el ISA BBVA Bancomer?

El Indicador Sintético se forma con base en la información de 36 variables; al momento de su cálculo se tienen 75% de estas variables observadas mientras que las restantes 25% se pronostican.

1 En el ISA se incluyen variables que se pueden clasificar en siete grupos: de producción (industria, manufacturas, ventas al mayoreo, importación de bienes de capital, etc.), de gasto (ventas al menudeo, importación de bienes de consumo, crédito al consumo), del sector construcción (inversión en construcción, crédito a la vivienda, industria de la construcción), relacionadas con el empleo (asegurados, salario en las manufacturas), de demanda externa (producción industrial en EUA, exportaciones manufactureras, importaciones totales estadounidenses, etc.), de inversión (distinta a construcción) (inversión total, inversión en maquinaria y equipo, crédito empresarial, etc.) y financieras (precios, tasas de interés y tipo de cambio).

La metodología para la construcción del ISA se basa en la técnica de "Componentes Principales"; este método permite sintetizar una gran cantidad de información al capturar la variabilidad conjunta del total de las variables analizadas. La técnica atribuye a cada serie una ponderación de acuerdo a la información que aporta dentro del conjunto. Todas las series se consideran estandarizadas (media cero y varianza uno); lo que es relevante para su interpretación.²

¿Cómo se ha comportado el ISA BBVA Bancomer?

El ISA Bancomer ha capturado los puntos de "giro" observados en la actividad económica desde 1994; en particular capturó la dinámica de la actividad del presente ciclo presentando el dato más alto en junio de 2006 y a partir de entonces la tendencia en el ISA fue a la desaceleración. Con base en el ISA se elabora un indicador de variaciones anuales que igualmente replica las variaciones anuales en el PIB (aproximado mensualmente por el INEGI a través del IGAE). Por su construcción, un ISA con valor de cero indicaría que la economía está creciendo a su "tasa histórica"; valores negativos se asocian con crecimientos menores a la tendencia mientras que valores positivos se relacionan con crecimientos por arriba de la tendencia. Cabe señalar que los movimientos mensuales en el ISA suelen ser volátiles, por lo que el indicador se suaviza en un promedio aritmético móvil de 3 meses (PAM3) lo que proyecta una imagen más estable de la actividad.

ISA BBVA Bancomer e IGAE



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

2 Adicionalmente, cada serie se considera desestacionalizada y no estacionaria, para lo que en la mayoría de los casos se toma la primera diferencia regular del logaritmo natural de los datos. En caso de series estacionarias se toma sólo el logaritmo. Adicionalmente se eliminan en cada variable a lo largo del tiempo las observaciones atípicas con el criterio de tres desviaciones estándar fuera de la media.

El ISA Bancomer durante el 4to trimestre del 2006

Con base en el ISA calculado para noviembre, y en particular el ISA —PAM3—, se perfila una probable trayectoria para el PIB del cuarto trimestre del año pasado. En este sentido, destaca que dicha trayectoria es de moderación suave: el indicador muestra consistente tendencia a la moderación a partir del mes de junio cuando se alcanzó el nivel (del indicador) máximo. El indicador (en promedio móvil) se ubica por primera vez desde mediados de 2005 en niveles ligeramente negativos.

Con información recogida a partir del bimestre octubre y noviembre, se encuentra que cuatro de los siete componentes tuvieron contribuciones negativas. Destaca la contribución negativa de las variables agrupadas en “demanda externa”, en las que los dos últimos indicadores ISA (PAM3) han estado por debajo de cero. A esta contribución negativa se agrega la de los indicadores de inversión distinta a la construcción; en línea con la suave desaceleración observada en tasas de crecimiento en la última parte del año.

En contraste, las variables de “producción industrial”, destacaron por el repunte de los dos últimos meses en el ISA, cabe mencionar que esto a pesar de la trayectoria consistentemente descendente desde mediados del año

cuando en el indicador sintético de actividad industrial se alcanzó el máximo.

Por último, las variables agrupadas en la categoría de gasto tuvieron una contribución negativa al ISA (PAM3), con lo que se puede esperar que la variable consumo privado de la demanda agregada haya crecido a un ritmo menor en el cuarto trimestre que en los dos anteriores.

ISA BBVA Bancomer

	Contribuciones					Ponderación, %
	2005	1T06	2T06	3T06	Oct-Nov	
Inversión (dist. const.)	0.13	0.10	0.24	0.12	0.03	44.3
Producción	-0.01	0.07	0.09	0.00	-0.10	25.4
Gasto	0.01	0.01	0.02	0.02	-0.03	5.6
Construcción	0.04	0.04	0.05	0.03	0.01	4.7
Empleo	0.03	0.04	0.04	0.04	0.03	9.6
Financieras	0.01	0.01	0.04	-0.04	0.00	-11.7
Demanda Externa	0.06	-0.07	0.02	-0.02	-0.06	22.1
IMA BBVA México	0.27	0.19	0.49	0.16	-0.13	100.0

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

En el penúltimo mes del año, 21 de las 36 variables individuales tuvieron contribución positiva. El ISA BBVA Bancomer es consistente con una tasa de crecimiento cercana a 4.4% en el 4T06 y en torno al 4.8% en todo el año.

Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.bancomer.com

Inflación 2005 - 2006

	Var. % anual		Difer.*	Contrib.*
	Dic'05	Sep'06		
INPC	3.33	4.05	0.72	0.72
Subyacente	3.12	3.61	0.49	0.34
Mercancías	2.82	3.38	0.56	0.21
Alimentos	3.69	5.10	1.41	0.21
Otras	2.19	2.12	-0.07	-0.02
Servicios	3.46	3.87	0.41	0.13
Habitación	2.55	3.73	1.18	0.21
Otros	4.55	4.02	-0.52	-0.08
No subyacente	3.76	4.96	1.20	0.37
Agropecuarios	-0.18	8.30	8.48	0.68
Admin. y concert.	4.76	3.14	-1.62	-0.28
Educación	6.63	5.71	-0.92	-0.05

* Puntos porcentuales
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

2006 arrojó resultados mixtos en materia de inflación: cerró ligeramente por encima de la meta del Banco de México, en 4.1% (promedio 3.6%), aunque no como resultado de presiones generalizadas sino por choques de oferta que impactaron significativamente los precios de un reducido número de mercancías en la parte final del año. En medio de todo ello, y pese a que la mayor parte de las presiones de alza se dieron en alimentos, la subyacente se mantuvo fluctuando en un rango acotado y su nivel al cierre, 3.6% (promedio 3.3%), apenas reflejó las presiones de demanda asociadas al crecimiento de la economía, el más alto en seis años.¹

Comparada contra 2005, la inflación al cierre de 2006 repuntó 0.7 puntos porcentuales, 0.5 de los cuales pueden asociarse a cuatro productos: tortilla, azúcar, jitomate y cebolla. Su incremento fue notorio a partir de septiembre. Es decir, si se excluye el efecto del choque agrícola, las cifras de inflación habrían sido prácticamente igual a las de un año antes. Este es un resultado muy favorable, pues más allá de la coyuntura, se avanzó en lo general en la estabilidad de la subyacente, así como en mantener los precios públicos alineados a la meta de largo plazo de Banxico.

Panorama 2007: presiones al inicio que se irán diluyendo

En el escenario para 2007 se anticipa que las presiones al alza continúen durante la mayor parte del primer semestre; dominará la escena el choque agrícola, así como la estacionalidad y los efectos estadísticos. Hacia el segundo semestre, los factores importantes serán la desaceleración, menores precios de materias primas, inflación contenida en EUA y estabilidad en la cotización del peso en términos reales.

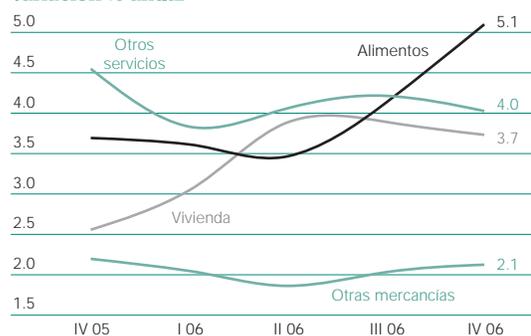
Primero, la desaceleración de EUA generará un doble efecto: por un lado, desaceleración en México con efectos sobre la demanda interna, reflejado en menores presiones sobre el componente de servicios; por el otro, menores presiones de inflación en EUA, que dará estabilidad a los precios de las mercancías importadas.

En segundo lugar, la tendencia a la baja en los precios de materias primas (energía y metales) contribuirá a contener presiones de inflación. Durante 2006, la mayor parte del alza de la subyacente por la parte de servicios reflejó al final el alza en precios de materiales de construcción; asimismo, los elevados precios del crudo implicaron repuntes significativos en los precios al productor. Por otra parte, materias primas en descenso implicarán para el gobierno menor dificultad para mantener precios públicos alineados con la meta del banco central.

Tercero, la estabilidad del peso será igualmente un factor de contención para la inflación. Apoyado en un renovado optimismo sobre la capacidad para concretar algunas de las reformas de largo plazo por parte del gobierno entrante, así como la liquidez internacional, la expectativa para el peso es que mantenga su cotización en términos reales durante el año. La estabilidad en el tipo de cambio ha demostrado ser una pieza fundamental en la convergencia de la

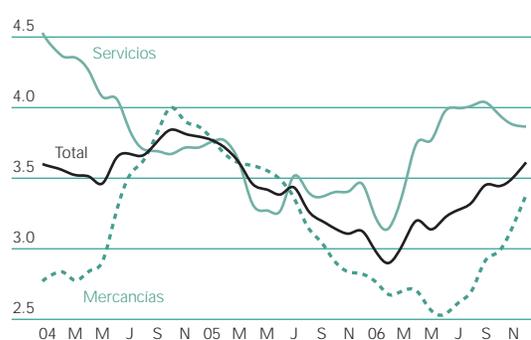
1 Entre los componentes de la inflación subyacente, separados entre mercancías y servicios, los primeros guardan una relación estrecha con la evolución del tipo de cambio, precios internacionales, e incluso choques de oferta (alimentos); los servicios por su parte, especialmente los que excluyen vivienda, reflejan las presiones de demanda interna. En 2006 dichos servicios cerraron con una tasa anual incluso menor a la de 2005: 4 vs. 4.6%.

Inflación Subyacente: Principales Subíndices



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación Subyacente: Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

subyacente (revisar recuadro “El papel de la estabilidad cambiaria en el dinamismo de la inflación”).

Por último está el tema agrícola, que si bien es por definición una fuente de incertidumbre, ha mostrado alternancia entre precios altos y bajos prácticamente en todos los años desde inicios de los noventa; de acuerdo con este patrón, 2007 debería ser de cotizaciones a la baja o con incrementos modestos.

... si bien quedan algunos pendientes

Entre los temas de preocupación está el de alimentos. La tendencia de alza en este subíndice inició el segundo semestre de 2006, impulsada en buena parte por mayores precios de algunas materias primas (maíz y otros granos), con impacto sobre toda la cadena (alimento para ganado, carne, leche, productos derivados del maíz). Los mercados de futuros apuntan a que este nuevo choque agrícola mantendrá presionados los precios hasta mediados de año.

Escenario central: convergencia gradual

La combinación de efectos estadísticos, estacionalidad y presiones coyunturales (alimentos) podrían implicar niveles de inflación próximos al 4.5% en el primer semestre (la general podría alcanzar máximos de 4.7% y la subyacente de 4% en el segundo trimestre), con una convergencia gradual en el segundo. En este contexto, y por la importancia que tiene en los ajustes de precios de inicio de año y en las negociaciones salariales, el alineamiento de las expectativas es un elemento clave para la inflación. Las sorpresas de inflación en la parte final del 2006 se han reflejado en cierto nerviosismo de corto plazo (repunte en expectativas de 12 meses y para 2007) pero hacia el mediano plazo se mantiene el anclaje de las expectativas.

... sin pasar por alto los riesgos

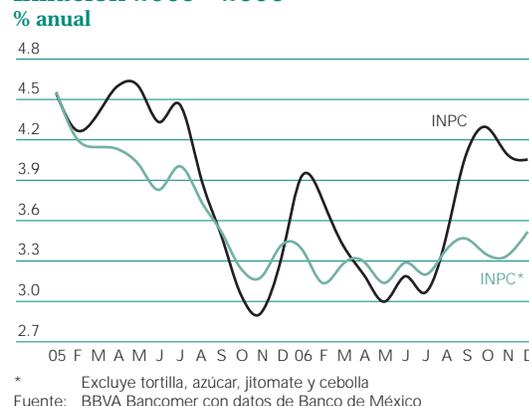
La eventualidad de un alza en las expectativas de mediano plazo constituye uno de los elementos de riesgo para los resultados de la inflación, rebasar la meta del 4% durante algunos meses puede generar cierto nerviosismo y dudas en los mercados sobre la capacidad de convergencia posterior. Siendo que las presiones de inflación se cargan en el primer semestre (en la subyacente, cerca del 60% de los incrementos del año se concentran en los primeros cuatro meses) y más de la mitad de las negociaciones salariales también ocurren en este periodo, niveles de inflación consistentemente por encima del 4% podrían generar efectos de segunda ronda, vía revisiones salariales, si las expectativas no se mantienen ancladas. Un segundo elemento a vigilar es la evolución de las materias primas, ante la posibilidad de que el periodo de alza resulte más intenso o prolongado de lo previsto.

En sentido opuesto, y con menor probabilidad, el riesgo de tener niveles de inflación más bajos en 2007 vendrá determinado por el dinamismo de la actividad económica: un escenario de desaceleración pronunciada podría llevar a la subyacente a niveles por debajo del 3%.

Conclusiones

Las perspectivas para los principales determinantes de la inflación apuntan a que éste será un año con ligeras presiones en 1S07 y que, haciendo a un lado la coyuntura, podría anticiparse una convergencia gradual a partir de 2S07: para la general anticipamos un cierre de año en niveles próximos al 3.7%, mientras que para la subyacente en torno al 3.5%.

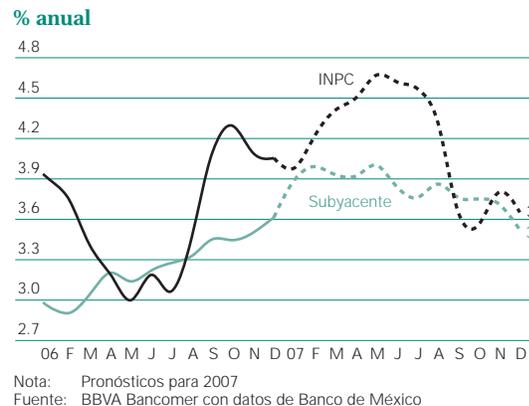
Inflación 2005 - 2006



Expectativas de Inflación*



Inflación 2006 - 2007



El Papel de la Estabilidad Cambiaria en el Dinamismo de la Inflación

La transmisión de fluctuaciones en el tipo de cambio sobre la inflación ha disminuido (documentado en el PesoWatch de Noviembre 2005); pero también la convergencia inflacionaria ha apoyado la fortaleza del peso. Esta relación simultánea entre precio y tipo de cambio es un indicativo, entre otras cosas, de que la estabilidad cambiaria sí ha jugado un papel relevante en el dinamismo de la inflación, en especial, el de la subyacente.

Relación de largo plazo

El tipo de cambio, de acuerdo a la relación poder paridad de compra, debe reflejar el diferencial de precios de los bienes comerciables entre los respectivos países. En economías abiertas como la mexicana, las fluctuaciones cambiarias también tienen una incidencia relevante en el dinamismo propio de los precios. Esto implicaría en teoría que, independientemente de los cambios y choques de corto plazo, debería existir un vínculo estable de largo plazo entre ambas variables. De la gráfica siguiente podemos concluir que el dinamismo del tipo de cambio sí es una condición necesaria para la estabilidad de la inflación subyacente; cambios sustanciales y persistentes en el tipo de cambio, rompen la tendencia observada de la inflación. Pruebas de causalidad corroboran este efecto.

Tipo de Cambio Nominal e Inflación Subyacente



Sin embargo, el proceso de convergencia inflacionaria ha sumergido al peso en un periodo igualmente de estabilidad y de fortaleza en términos reales. La existencia de una relación de largo plazo, y el efecto que desviaciones de esta relación tengan sobre la inflación, sustentaría el papel que la estabilidad cambiaria ha jugado en la trayectoria de los precios. Para corroborarlo, estimamos una ecuación de largo plazo entre el tipo de cambio y el subíndice subyacente. Añadimos el comportamiento del salario real y precios externos¹. Confirmada la existencia de dicha relación y de que sólo hay un vector de cointegración, estimamos un VECM de dos variables (inflación y tipo de cambio) que

incluya las desviaciones típicas de la relación de largo plazo². La ecuación de la inflación queda definida como:

$$\Delta p_{st} = C + \gamma_1 \Delta p_{st-1} + \gamma_2 \Delta p_{st-2} + \Theta (\Delta s_t + \Delta s_{t-1} + \Delta s_{t-2}) / 3 + \alpha_1 \Delta w_t + \alpha_2 \Delta w_{t-1} - \rho (p_{st-1} - \sigma_1 s_{t-1} - \sigma_2 w_{t-1} - \sigma_3 p_{t-1}^* + t)$$

muestra mensual (1997-2006)

Donde p_s , w , p^* , s , son el logaritmo natural de los precios subyacentes, salario real, precios externos, y tipo de cambio respectivamente; ρ representa el grado de ajuste de la inflación a desviaciones de su condición de equilibrio (largo plazo) y su valor es de -0.78, un poco mayor a estimaciones anteriores (-0.1 a -0.5). Esto significa que independientemente de los movimientos de los precios en el corto plazo, éstos deberán corregir y alinearse con su tendencia. En un entorno en el que la estabilidad cambiaria y de precios externos ha marcado la pauta del presente ciclo económico, es presumible afirmar que la inflación en México ha estado acotada en el largo plazo por estos factores. El promedio de las fluctuaciones del peso también muestra una transmisión relevante en los pronósticos de inflación (Θ es igual 0.5).

Tipo de Cambio: Teórico (PPP) y Real

Pesos por dólar



* El área de holgura es el resultado de diferentes modelos para estimar el nivel teórico
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Continúa la fortaleza del tipo de cambio real

El tipo de cambio real se ha mantenido estable desde mediados de 2003. El rango del tipo de cambio teórico se encuentra entre 11 y 11.6 ppp, lo que significa que el peso contaría con margen de depreciación como resultado de cambios desfavorables en el precio del petróleo —o aumentos transitorios de la inflación— que no se trasladaría de manera importante en aumentos adicionales en los precios domésticos.

Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com

- 1 Ver Documento de trabajo # 2003-3 Banxico.
- 2 Prueba de raíces unitarias se llevaron a cabo incluyendo una variable de tendencia para los cambios en precios. Todas las variables son estacionarias de orden (1). Se prefirió una metodología más directa en la determinación de los vectores de cointegración. Lo que significa que no hay restricciones o imposiciones a los parámetros.

Calendario Electoral 2007

En 2007, los partidos políticos estarán nuevamente ocupados en la competencia por votos. Un total de 1,709 cargos de elección popular se renovarán en 14 estados de la República en siete fechas distintas. Además de las gubernaturas de Yucatán, Baja California y Michoacán, estarán en juego 1,219 alcaldías, 297 diputaciones de mayoría relativa y 190 de representación proporcional. De las tres gubernaturas, dos (Yucatán, Baja California) están en manos del PAN y una (Michoacán) la encabeza el PRD. El PRI preside 17 de las 31 administraciones estatales, por lo que la recuperación de cualquiera de las mencionadas plazas aumentaría su influencia regional. Para el PAN y el PRD, la pérdida de cualquiera de las gubernaturas que controlan dificultaría sus intentos para consolidarse a nivel local.

La primera elección para gobernador en 2007 se realizará en Yucatán, donde la disputa es entre el gobernante PAN —cuyas fricciones internas culminaron en la reciente renuncia de Ana Rosa Payán, quien contendrá como candidata ciudadana— y el PRI. En Baja California, el PAN, que preside el gobierno desde 1989, también tiene en el PRI a su más fuerte competidor. En cambio, en Michoacán, la competencia es entre el PRD, que ganó la gubernatura en 2001, y el PRI. Con respecto a las otras elecciones, en Veracruz los tres principales partidos políticos son igualmente competitivos. En las restantes entidades federativas, la disputa es entre el PAN y el PRI

(Durango, Chihuahua, Aguascalientes, Sinaloa, Tamaulipas, Puebla) o entre el PRD y el PRI (Zacatecas, Oaxaca, Chiapas), aunque hay que destacar que en Tlaxcala la disputa podría ser entre el PAN y el PRD.

Valoración

Pese al elevado abstencionismo que suele caracterizar las elecciones locales y el escaso interés que suscitan en el ámbito político nacional, los mencionados procesos permitirán evaluar el nivel de competitividad del PAN, del PRD y del PRI en diversos estados en el año posterior a la justa presidencial del 2 de julio. Para los actuales dirigentes nacionales del PAN, la retención de las gubernaturas de Yucatán y Baja California indicaría que los votantes están satisfechos con la manera en que ese partido ha gobernado dichos estados. Asimismo, si el PRD mantiene el control del gobierno de Michoacán, habrá demostrado que sabe conservar la lealtad de la mayoría de los electores, quienes —igual que los de Baja California— están preocupados por la violencia derivada de las actividades del crimen organizado. Para los próximos líderes del PRI, ganar al menos una gubernatura adicional —ya sea Yucatán, Baja California o Michoacán— ayudará a restaurar la confianza de ese partido luego de los reveses sufridos en las elecciones federales de 2006.

David Aylett

david.aylett@bbva.bancomer.com

Calendario Electoral 2007

Fecha	Estado	Elecciones locales				Total
		Gobernador	Alcaldías	Diputado MR	Diputado RP	
20 Mayo	Yucatán	1	106	15	10	132
1 Julio	Durango		39	17	13	69
	Chihuahua		67	22	11	100
	Zacatecas		58	18	12	88
5 Agosto	Baja California	1	5	16	9	31
	Aguascalientes		11	18	9	38
	Oaxaca			25	17	42
2 Septiembre	Veracruz		212	30	20	262
7 Octubre	Chiapas		118	24	16	158
	Oaxaca*		152			152
14 Octubre	Sinaloa		18	24	16	58
11 Noviembre	Michoacán	1	113	24	16	154
	Tamaulipas		43	19	13	75
	Tlaxcala		60	19	13	92
	Puebla		217	26	15	258
Total		3	1,219	297	190	1,709

* Sólo en 152 municipios se realizan elecciones; 418 se rigen por usos y costumbres
Fuente: Institutos Estatales Electorales

Volatilidad Anualizada del Peso y Expectativa de Política Monetaria en EUA



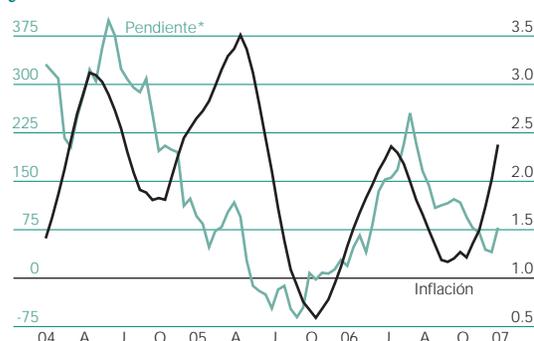
* Expectativa 3 meses, puntos básicos
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Bloomberg

Bono a 10 Años y Riesgo Soberano de México



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

Volatilidad Anual de la Inflación General y Pendiente de la Curva



* M10 - Cetes 28 días, %
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Durante 2006, la marcha de los mercados financieros en México estuvo influenciada —en gran medida— por la incertidumbre vinculada al rumbo monetario en EUA, la persistencia de flujos internacionales y la transición política interna. Una vez que se fueron diluyendo las dudas sobre estos factores y se confirmó la pausa monetaria de Banxico (fondeo bancario en 7% desde abril 2006), los mercados fueron asignando menores primas de riesgo: las tasas de los bonos a 10 años (M10) se redujeron para cerrar el año en 7.4% (vs. 8.2 y 9.3% promedio enero y junio de 2006); y el tipo de cambio en 10.9 ppd (vs. 10.6 y 11.5 ppd promedios respectivamente).

Si bien factores internacionales seguirán siendo relevantes en 2007, la atención de los mercados a principios del año se ha centrado en la acumulación de presiones inflacionarias, el grado de desaceleración de la economía, la reducción de los precios del petróleo y la acción monetaria que pudiera tener Banxico hacia adelante. La incertidumbre asociada a estos factores se plasmó en una mayor volatilidad financiera y en un ligero incremento en la pendiente de la curva de rendimientos. De esta forma, es conveniente analizar con mayor detalle los factores anteriores a fin de identificar el perfil que pudiera adoptar las tasas de interés y el tipo de cambio, así como sus potenciales sesgos a lo largo del año.

Un mayor reto para Banxico en 2007: incremento de los riesgos sobre inflación y dudas sobre la magnitud de la desaceleración

Desde el segundo semestre de 2006 se han registrado sucesivos choques de oferta en mercados específicos que —si bien transitorios— se han traducido en un alza continua en la inflación. Al momento, el repunte de la inflación no se ha dado de forma generalizada; pero, si ha incrementado los riesgos de transmisión a otros bienes y servicios, de contaminación de las expectativas inflacionarias y de hacer vulnerable el objetivo inflacionario frente a futuros choques de oferta.

Para el primer semestre de 2007, es previsible que la inflación subyacente se sitúe por arriba de 4% debido a la potencial rigidez a la baja en algunos precios (v.gr. alimentos y servicios) y a las alzas estacionales que se tienden a registrar a inicios de año. Para la segunda parte del año, estimamos que la economía se desacelerará hacia el 3.6 (cerca del potencial) y con ello se restarán presiones a la inflación. No obstante, la incertidumbre sobre el grado de desaceleración podría introducir dudas sobre la trayectoria de la inflación y la respuesta monetaria en el año.

En el plano internacional, las condiciones de liquidez internacional se mantienen benignas ante las perspectivas de una pausa monetaria prolongada en EUA (estimamos que los fondos federales se mantendrán en 5.25% a lo largo del año). De esta forma, se reduce la posibilidad de que la paridad cambiaria registre depreciaciones abruptas, lo cual facilita que la inflación subyacente disminuya hacia su tendencia de largo plazo en la segunda parte de 2007.

Ante el incremento de la incertidumbre y el deterioro del balance de riesgos, los mercados asignaron una mayor probabilidad, no solo a la prolongación de la pausa monetaria, sino también a la eventualidad de mayor restricción (tasa implícita en futuros descontó un incremento de 25 pb en el fondeo para abril). En este sentido, Banxico en su primer comunicado del año (26 Ene) reflejó este entorno y endureció su comunicación al mercado como se esperaba. En particular, alertó sobre la volatilidad de los precios internacionales del crudo; la posibilidad de aumento en los precios de alimentos procesados; los elevados niveles de precios de servicios; y las expectativas inflacionarias elevadas. Paralelamente, Banxico dejó en claro de que no dudará en ajustar las condiciones monetarias internas en caso de que los choques de oferta recientes contaminen a otros precios y servicios, las expectativas de mediano plazo y los salarios en el país.

Consideramos que la postura de Banxico —mantener la pausa monetaria y endurecer su comunicación— refleja prudencia frente al inicio de una fase de desaceleración en la economía. Antes de comprometerse a impulsar una política monetaria restrictiva valorará el grado de desaceleración de la economía para evitar retroalimentar adversamente el menor dinamismo. Si bien, Banxico revisó a la alza sus estimados de inflación general y subyacente (entre 3.5 y 4%), pensamos que si hubiera contado evidencia suficiente de una inflación persistentemente arriba de 4% en la segunda mitad de 2007, entonces habiéramos observado un incremento en su restricción monetaria.

En suma, juzgamos que el balance actual de riesgos está en el “límite” y es vulnerable a nuevos choques de oferta y/o una mayor fortaleza de la demanda interna. Esta situación justifica la prolongación de la pausa monetaria hasta que se consolide una trayectoria inflacionaria descendente (ya adentrados en el segundo semestre del año). En contraparte, no existe por el momento evidencia suficiente que sustente un cambio radical en el ciclo monetario. El endurecimiento del tono de los comunicados pudiera ser una herramienta efectiva mientras los efectos de segunda ronda no sean importantes.

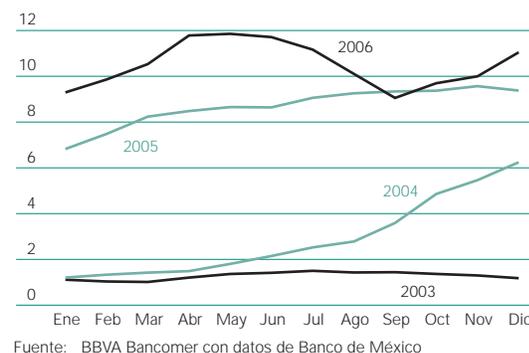
Por el momento, valoramos que el próximo ciclo de la política monetaria será a la baja, el cual pudiera iniciar en la última parte de este año y extenderse para 2008 en sincronía al ciclo de desaceleración económica.

Bonos y Paridad: con periodos de volatilidad transitoria y acotada

Ante este panorama incierto, no se descartan periodos de mayor volatilidad en los mercados financieros (previo a las decisiones de política monetaria) que se traduzcan en alzas en la curva de rendimientos. No obstante, los repuntes en la volatilidad tenderán a ser moderados y transitorios gracias a las perspectivas de niveles de tasas de interés en EUA próximos a los actuales (fondos federales en 5.25% y bonos 10 años en 4.9% promedio en el primer semestre del año). Adicionalmente, conforme los mercados incorporen mayor información respecto a la transitoriedad de la inflación, la volatilidad tenderá a limitarse y fluctuar a niveles cercanos a los internacionales.

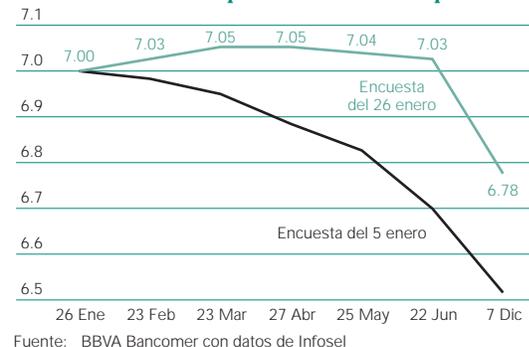
Tenencia de Bonos Mexicanos por Parte de Extranjeros

Saldos en miles de millones de dólares



Perspectiva de la Tasa de Fondeo Bancario

Consenso de analistas para cada reunión de pol. monet.



Índice de Condiciones Monetarias

Base promedio 2002 - 2003



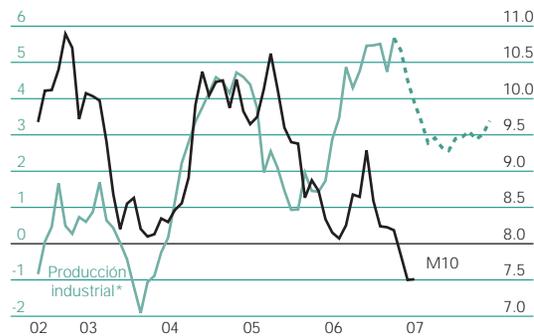
Nota: Alza en el índice señala el endurecimiento relativo de las condiciones monetarias internas
Fuente: BBVA Bancomer

Pendiente de la Curva de Rendimientos
10 años - 1 mes, puntos básicos



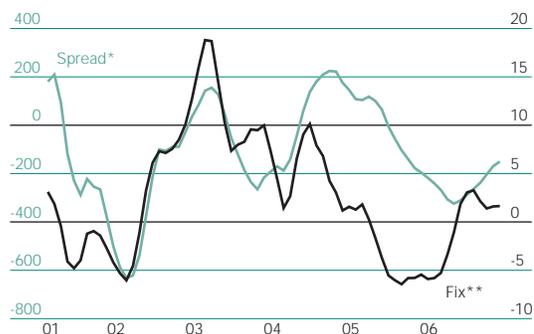
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal

Actividad Económica y Bono 10 Años
% anual



* Promedio móvil 6 meses
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México e INEGI

Spread México-EUA y Tipo de Cambio



* Puntos básicos, variación anual
** Variación % anual, nominal
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal

Otro elemento a considerar en la marcha de los mercados en este año, será la posibilidad de avances en reformas estructurales prioritarias para la economía (particularmente la fiscal, energética y pensiones del sector público). Pensamos que desde el segundo periodo ordinario de sesiones de la actual Legislatura (1 Feb a 30 Abr) se contará con información suficiente para valorar la viabilidad y profundidad de dichas reformas. Al respecto somos optimistas sobre la aprobación parcial de modificaciones legales que contribuyan, no sólo a acotar la volatilidad en los mercados, sino también a incrementar el apetito por activos mexicanos.

De esta forma, y bajo un entorno aún incierto (inflación, crecimiento y reformas), el promedio de las cotizaciones del bono a 10 años se ubicará entre 7.2% y 7.9% en el primer semestre, con tendencia a la baja para la segunda parte del año de confirmarse el ciclo de relajamiento monetario.

En materia de paridad cambiaria continuamos estimando que existen condiciones de una relativa fortaleza en los dos primeros trimestres y con tendencia a debilitarse en los últimos meses del año. En primer lugar, el reciente incremento en la inflación —además de ser limitado a ciertos bienes y servicios— no ha sido de magnitud y extensión suficiente como para inducir una depreciación acentuada más allá de su tendencia de largo plazo (véase recuadro). En segundo lugar, la perspectiva de estabilidad en las políticas monetarias tanto en EUA como en México contribuye a consolidar al tipo de cambio en rangos estrechos de fluctuación.

En tercer lugar, la influencia del petróleo sobre la paridad es aún limitada sobre su tendencia y en donde las perspectivas de depreciación frente a disminuciones en los precios del crudo se acotan en un entorno de solidez en las finanzas públicas, de diversificación en las exportaciones y de baja aversión internacional al riesgo. En cuarto, y último lugar, la posibilidad de reformas contribuiría a aumentar las perspectivas de crecimiento potencial de la economía y limitar el riesgo de nuestro país; situación que incluso pudiera llevar más adelante a una mejora en la calificación crediticia. De esta forma, la cotización promedio del tipo de cambio pudiera fluctuar entre 11.1 y 10.8 ppd en el año.

Detonantes de escenarios alternos

El principal factor, de origen externo, que pudiera marcar una trayectoria distinta de los mercados es una desaceleración más acentuada en el crecimiento de EUA y por tanto de México en este año. Este escenario “Adverso” —al cual le asignamos una baja probabilidad— implicaría para los inversionistas un repunte en las primas de riesgo que se manifestarían en el alza en los diferenciales de tasas de interés con EUA, un incremento en la pendiente de la curva de rendimientos y en una mayor depreciación cambiaria.

La desaceleración en ambas economías tendería a limitar la expansión de precios en México y aumentaría la probabilidad de un ciclo expansivo de política monetaria más acelerado. En este contexto, el fondeo bancario cerraría el año hacia 6%, el M10 hacia 7.3% y la paridad tendiendo al 12 ppd.

En cuando a factores internos, los detonantes de escenarios alternos pueden ser de distinta naturaleza. Por el momento, mantenemos un sesgo optimista sobre mercados financieros derivado del potencial reformador de esta nueva Legislación lo cual pudiera llevar a una "moderada euforia" por activos mexicanos. A pesar de que las complicaciones internas en cuanto a la inflación y crecimiento pudieran persistir, este escenario implicaría reducciones en las primas de riesgo soberano, mayores flujos a la economía y, por tanto, menor pendiente de la curva de rendimientos y apreciación cambiaria. De nuestros escenarios alternos este es el que asignamos con una mayor probabilidad (ver tabla de pronósticos alternos).

Con una baja probabilidad por el momento, otro escenario posible que ha empezado a discutirse en el mercado es el vinculado a la permanencia de la inflación, ya sea por un alza de precios más generalizada en los mercados (particularmente en servicios y alimentos), la contaminación de expectativas y la ocurrencia de nuevas perturbaciones de oferta. Este escenario induciría un nuevo ciclo de alza en la tasa de fondeo bancario que se tendería a trasladar a mayores rendimientos de bonos de largo plazo aunque con la posibilidad de un tipo de cambio relativamente fortalecido en caso de prevalecer la liquidez internacional (ver tabla de pronósticos alternos).

Calendario de Anuncios Monetarios 2007

Mes	México				EUA	
	Anun- cios ¹	Informe inflación ²	Rep. Infla. ³ 1a. Mes Quin.	Mes ant.	FOMC ⁴	Re- porte ⁵
Ene	26	31	24	9	30/31	
Feb	23		22	8		X
Mar	23		22	8	20/21	
Abr	27	30	24	9		
May	25		24	9	9	
Jun	22		22	7	27/28	
Jul	27	30	24	9		X
Ago	24		23	9	7	
Sep	21		24	7	18	
Oct	26	31	24	9	30/31	
Nov	23		22	8		
Dic	7		21	7	11	

- 1 Anuncios de Política Monetaria y Comunicados. Difundido al mercado a las 9:00 hrs. Cd. México
 - 2 Informe trimestral sobre inflación
 - 3 Difundido al mercado a las 14:30 hrs Cd. México
 - 4 Reunión FOMC
 - 5 Reporte al Congreso
- Nota: El 31 de Enero se difunde el Programa Monetario 2007
Fuente: BBVA Bancomer con información de Banco de México

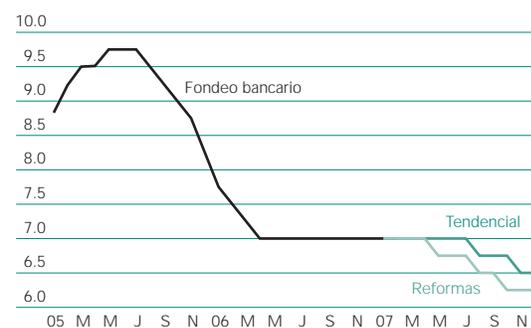
Mercados Financieros 2007

Fin de periodo

	1er. trim.	2do. trim.	3er. trim.	4to. trim.	Promedio
Fondeo bancario, %					
Reformas	7.00	6.75	6.50	6.25	6.63
Tendencial	7.00	7.00	6.75	6.50	6.81
Ponderado*	7.00	6.90	6.66	6.40	6.74
Bono M10, %					
Reformas	7.5	7.1	7.0	7.0	7.2
Tendencial	7.8	7.7	7.7	7.5	7.7
Ponderado*	7.7	7.4	7.4	7.3	7.5
Tipo de cambio, pesos por dólar					
Reformas	10.6	10.6	10.7	10.5	10.6
Tendencial	10.8	10.9	11.1	11.3	11.0
Ponderado*	10.7	10.7	10.9	11.0	10.8

* 60% escenario tendencial y 40% reformas
Fuente: BBVA Bancomer

Fondeo Bancario %



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Postura Monetaria en México

Todo Banco Central moderno utiliza como principal herramienta de política monetaria una tasa de interés de referencia de corto plazo. La regla más sencilla nos dice que en la medida en que la tasa real de corto plazo compense las presiones inflacionarias o el crecimiento real, la postura monetaria será restrictiva y viceversa. Sin embargo, el mecanismo de transmisión monetaria en un país abierto y pequeño como México no se concentra únicamente en el efecto real de la tasa de interés; por ello, desde el Situación México 2T05, difundimos un índice (Índice de Condiciones Monetarias (ICM)) que refleja de mejor manera esta transmisión, por lo que incluye el tipo de cambio real, tasas de interés real, mercados financieros, y ciclos económicos.

ICM y herramientas de política monetaria

Una condición que el ICM debe satisfacer es que mantenga una correlación importante con las señales de política monetaria que mande el Banco Central. Para corroborar que nuestro índice está capturando este proceso, lo comparamos con los movimientos de las herramientas monetarias de Banxico ("corto" y fondeo bancario). Construimos una curva que integre cambios en el "corto" y/o en la tasa de fondeo. Ésta puede interpretarse como la dirección de las acciones implementadas por Banxico. Como puede apreciarse, el ICM sí captura los mensajes que las autoridades monetarias envían a través de sus acciones directas, ya sea utilizando el "corto" o la tasa de referencia.

Índice de Condiciones Monetarias y Curva de Acción Monetaria*



* Integra en una sola curva los cambios en el corto y la tasa de fondeo bancario
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

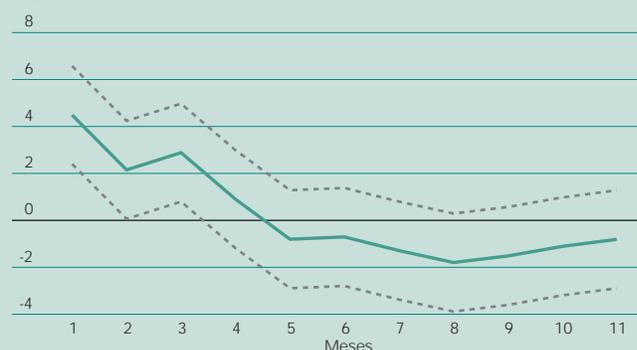
No obstante, el ICM no tiene que responder únicamente a las acciones directas de Banxico; también es sensible al endurecimiento o relajamiento de los comunicados, declaraciones de las autoridades, cambios en la percepción riesgo país, o incluso factores internacionales. Como puede apreciarse, desde que Banxico interrumpió el ciclo de relajamiento monetario, en abril del año pasado, el ICM ha fluctuado en un rango estrecho, con un sesgo de relajamiento en un

principio. Una ligera depreciación cambiaria, incertidumbre internacional, y menores tasas de interés real, propiciaron este sesgo. Sin embargo, desde que se iniciaron los choques de oferta que han afectado a la inflación desde mediados de 2006, el ICM se ha movido hacia una zona más restrictiva. Sin que se haya efectuado una acción directa, Banxico ha compensado las presiones a través del endurecimiento de sus comunicados y la respuesta de los mercados.

El dilema: restringir o acomodar

Si las condiciones internacionales son favorables, es previsible que el ICM continúe moviéndose en el área de restricción. Sólo en una situación extrema, en la que los riesgos inflacionarios (expectativas, choques, mayor actividad a la esperada o depreciaciones pronunciadas) no cedan, Banxico se vería obligado a utilizar la tasa de fondeo e iniciar un ciclo restrictivo a través de acciones.

Respuesta del ICM a un Choque Transitorio de 1 pp en la Inflación (+/- 2 Desviaciones Estándar)



Fuente: BBVA Bancomer

El endurecimiento en el tono de sus comunicados y la credibilidad que genere en los mercados, pudiera ser suficiente para acomodar los choques y sólo permitir que el ICM compense las presiones inflacionarias. De hecho, como se observa arriba, sí hay evidencia que las condiciones monetarias responden a sorpresas inflacionarias.

Si la tasa de fondeo se mantuviera en 7.0%, y la tasa de interés real esperada oscila entre 3.1 y 3.6%, sería suficiente para acomodar los efectos transitorios de inflación, y mantener una posición neutral en tasas dado el crecimiento económico esperado por Banxico en 2007 (3.25-3.75%). En este contexto, ante mayores presiones inflacionarias y dados nuestros escenarios de tasas de interés, tipo de cambio y crecimiento, nuestro ICM aumentaría en los próximos meses para acomodar las presiones coyunturales de inicios del año.

Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	I'06	II'06	III'06	IV'06	I'07	II'07	III'07	IV'07	2005	2006	2007
Actividad Económica											
PIB (variación % real anual)	3.7	3.5	3.0	3.4	2.7	2.8	3.0	2.8	3.2	3.4	2.8
Gasto personal en consumo	3.4	3.0	2.7	3.7	3.1	3.0	2.7	2.1	3.5	3.2	2.7
Inversión fija bruta	6.9	3.9	2.0	-0.6	-1.0	0.4	1.7	4.6	7.5	3.0	1.4
No residencial	7.4	7.2	8.3	6.8	5.2	5.7	4.6	6.0	6.8	7.4	5.4
Estructuras	2.6	8.0	14.1	11.7	9.0	5.4	2.9	3.0	1.1	9.1	5.0
Equipo y software	9.2	6.8	6.0	4.8	2.7	4.7	4.3	6.1	8.9	6.7	4.5
Residencial	6.1	-1.5	-8.1	-12.6	-12.9	-10.5	-5.7	-0.3	8.6	-4.2	-7.6
Exportaciones totales	9.0	8.2	9.1	9.2	7.6	7.7	7.7	6.7	6.8	8.9	7.4
Importaciones totales	6.4	6.4	7.2	3.1	1.9	2.3	1.6	3.0	6.1	5.8	2.2
Consumo del gobierno	2.0	2.0	1.6	2.8	2.1	2.1	2.1	2.1	0.9	2.1	2.1
Contribución al Crecimiento (pp)											
Gasto personal en consumo	2.4	2.1	1.9	2.6	2.2	2.1	1.9	1.5	2.5	2.3	1.9
Inversión privada	1.0	1.2	1.0	-0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.6	0.9	0.8	0.0
Exportaciones netas	-0.1	-0.2	-0.2	0.5	0.5	0.5	0.6	0.3	-0.3	0.0	0.5
Consumo del gobierno	0.4	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.4	0.4
Precios y Costos (variación % anual, promedio)											
CPI	3.6	4.0	3.3	1.9	2.0	1.5	1.4	2.5	3.4	3.2	1.8
Subyacente	2.1	2.5	2.8	2.6	2.6	2.3	2.2	2.3	2.2	2.5	2.3
PCE	3.0	3.3	2.8	1.9	1.7	1.2	1.2	1.8	2.9	2.8	1.5
Subyacente	2.0	2.2	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.2	2.1
Deflactor del PIB	3.1	3.3	2.9	2.5	2.3	2.0	2.0	2.4	3.0	2.9	2.2
Productividad	2.8	2.5	1.4	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.1	2.0
Compensación real por hora	2.6	1.6	1.0	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.0	1.6	1.4
Costo laboral unitario	3.6	3.1	2.9	2.1	1.4	1.4	1.4	1.4	2.0	2.9	1.4
Otros Indicadores											
Producción industrial (variación % real anual)	3.3	4.2	5.1	3.7	4.4	3.7	3.4	3.1	3.2	4.1	3.6
Capacidad utilizada (%)	81.2	82.0	82.3	81.7	81.6	81.3	81.0	80.7	80.2	81.8	81.2
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	16.9	16.4	16.6	16.4	16.6	16.6	16.5	16.6	16.9	16.6	16.5
Inicio de casas (miles, anualizado)	2,123	1,873	1,714	1,564	1,723	1,681	1,662	1,657	2,073	1,819	1,681
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	176	115	185	136	106	100	95	99	165	153	100
Tasa de desempleo (promedio, %)	4.7	4.6	4.7	4.5	4.6	4.6	4.7	4.7	5.1	4.6	4.7
Tasa de ahorro personal	-1.4	-1.3	-1.4	-1.3	-0.6	-0.4	-0.1	0.2	-0.5	-1.3	-0.2
Balanza comercial (mmd)	-213	-217	-226	-186	-201	-202	-191	-174	-724	-759	-713
Balanza cuenta corriente (mmd)	-853	-869	-902	-743	-805	-809	-764	-695	-805	-842	-768
% PIB	-6.6	-6.6	-6.8	-5.5	-5.9	-5.8	-5.5	-4.9	-6.4	-6.4	-5.5
Balance fiscal (mmd, año fiscal)	—	—	—	-260	—	—	—	-286	-318	-275	-301
% PIB	—	—	—	-2.1	—	—	—	-2.2	-2.6	-2.1	-2.2
Brent (dólares por barril, promedio)	66.4	74.6	72.0	63.4	58.1	57.2	56.3	55.1	58.3	69.1	56.7
Mercados Financieros (fdp)											
Fed funds (%)	4.75	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	4.25	5.25	5.25
Libor 3 meses (%)	5.00	5.48	5.37	5.36	5.32	5.32	5.32	5.32	4.54	5.36	5.32
Nota del Tesoro 10 años (%)	4.85	5.14	4.63	4.70	4.90	4.90	4.90	4.90	4.39	4.70	4.90
Dólar/euro	1.21	1.28	1.27	1.32	1.30	1.30	1.30	1.30	1.18	1.32	1.30

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

	2003	2004	2005	2006	2007	I'06	II'06	III'06	IV'06	I'07	II'07	III'07	IV'07
Actividad Económica													
PIB (series desestacionalizadas)													
Variación % real anual	1.4	4.2	3.0	4.8	3.6	4.2	6.0	4.6	4.4	2.9	2.9	3.5	4.9
Por habitante en dólares*	6,356	6,729	7,497	8,173	8,785	8,057	8,206	7,841	8,587	8,335	9,054	8,460	9,292
Miles de millones de dólares	639	683	769	847	919	832	849	813	893	868	946	886	975
Inflación (% fdp)													
General	4.0	5.2	3.3	4.1	3.7	4.4	3.2	4.1	4.1	4.4	4.6	3.7	3.7
Subyacente	3.7	3.8	3.1	3.6	3.5	3.6	3.2	3.4	3.6	3.9	3.8	3.8	3.5
Mercados Financieros (Promedio ponderado: 60% escenario tendencial y 40% reformas) ¹													
Tasas de interés (% fdp)													
Fondeo bancario	6.1	8.6	8.3	7.0	6.4	7.3	7.0	7.0	7.0	7.0	6.9	6.7	6.4
Cetes 28 días	6.0	8.6	8.0	7.0	6.5	7.3	7.0	7.1	7.0	7.0	7.0	6.6	6.5
TIEE 28 días	6.3	9.0	8.6	7.4	6.7	7.6	7.3	7.3	7.4	7.3	7.3	6.9	6.7
Bono 10 años	8.3	9.7	8.5	7.6	7.3	8.7	9.7	8.2	7.6	7.7	7.4	7.4	7.3
Tipo de cambio													
Pesos por dólar, fdp	11.2	11.3	10.7	10.9	11.0	11.0	11.4	11.0	10.9	10.7	10.7	10.9	11.0
Finanzas Públicas													
Balance fiscal (% del PIB)	-0.6	-0.2	-0.1	0.2	0.0	nd	nd	nd	0.2	nd	nd	nd	0.0
RFSP (% del PIB)	-3.3	-2.5	-1.7	1.7	1.6	nd	nd	nd	1.7	nd	nd	nd	1.6
Sector Externo**													
Balanza comercial (mmd)	-5.8	-8.8	-7.6	-5.8	-19.9	0.7	-0.2	-2.5	-3.9	-3.0	-4.6	-5.7	-6.6
Cuenta corriente (mmd)	-8.8	-6.7	-5.0	-1.9	-15.9	0.7	1.1	-1.1	-2.5	-3.1	-3.3	-4.4	-5.0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.4	-1.0	-0.7	-0.2	-1.6	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.7	-1.2	-1.5	-1.6
Petróleo (mezcla mexicana, dpb, fdp)	25.7	28.6	44.9	49.7	43.3	51.4	55.5	58.5	49.7	44.7	45.9	44.6	43.3
Agregados Monet. y Act. Bancaria (var. % anual)													
Captación bancaria tradicional	6.9	3.1	3.2	1.0	4.9	6.7	6.2	3.3	1.0	6.1	7.1	5.7	4.9
Créd. vigente banca comercial***	5.5	27.7	26.6	25.0	17.5	27.8	28.5	26.8	25.0	20.0	16.1	15.7	17.5
Demanda Agregada (var. % anual, desestacionalizada)													
Total	1.2	6.2	4.6	7.2	5.3	7.0	8.6	7.1	6.2	4.8	4.6	5.3	6.6
Demanda interna													
Consumo	2.1	3.6	4.8	5.6	4.3	6.6	5.9	5.1	4.8	4.1	4.2	4.2	4.5
Privado	2.2	4.1	5.4	5.5	4.7	6.5	5.5	5.1	5.0	4.4	4.8	4.8	5.0
Público	1.0	-0.4	0.3	6.2	0.1	7.3	8.7	5.2	3.6	2.0	-0.8	-0.8	0.2
Inversión	0.4	7.5	7.6	10.3	6.8	12.9	9.6	10.1	8.9	7.0	6.0	7.1	7.1
Privada	-1.6	8.8	9.6	11.6	6.3	11.1	11.9	13.4	9.8	7.5	6.2	5.0	6.6
Pública	8.5	2.5	-0.4	8.5	5.3	22.1	-1.6	9.6	6.0	4.6	4.8	2.0	8.7
Demanda externa													
Importaciones	0.7	11.7	6.8	10.8	7.5	11.1	13.1	11.2	8.0	6.7	5.6	7.5	10.0
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)													
Agropecuario	3.1	3.5	-1.5	4.4	4.0	2.3	7.4	-0.8	8.8	-2.0	0.9	6.8	10.4
Industrial													
Minería	3.7	3.4	1.2	2.4	2.6	3.8	1.5	2.6	1.8	0.9	3.2	2.9	3.3
Manufacturas	-1.3	4.0	1.2	4.9	2.8	4.6	6.2	5.1	3.5	2.5	1.9	2.7	4.2
Construcción	3.3	6.1	3.3	6.8	4.7	6.4	7.4	7.3	6.3	5.1	5.8	4.2	3.9
Electricidad, gas y agua	1.5	2.8	1.4	5.0	2.8	2.6	5.5	6.5	5.3	3.7	2.1	0.3	5.2
Servicios													
Comercio, restaurantes y hoteles	2.1	4.4	4.2	4.6	3.6	4.6	6.0	4.7	3.0	2.5	3.7	3.8	4.3
Transporte y comunicaciones	1.5	5.5	3.1	3.9	2.9	3.7	4.8	4.2	2.7	1.9	3.4	3.0	3.1
Financieras, seguros e inmuebles	5.0	9.2	7.1	8.6	6.0	8.5	9.1	9.5	7.1	5.5	6.4	5.2	7.0
Comunales y personales	3.9	3.9	5.8	4.8	4.1	5.8	5.5	4.5	3.4	3.8	4.0	4.1	4.5
	-0.6	0.6	2.1	2.7	1.7	3.0	3.4	2.6	1.6	1.0	1.4	2.0	2.6

1 Véase página 21

fdp fin de período

mmd miles de millones de dólares

dpb dólares por barril

* Series ajustadas estacionalmente para datos trimestrales

** Acumulado, últimos 12 meses

*** Al sector privado

RFSP Requerimientos Financieros del Sector Público

nd no disponible

Nota: Pronóstico aparece con **negritas**

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Bogotá www.bbva.com.co		
Coyuntura Macroeconómica y Perspectivas	Cientes Banca Corporativa	Bogotá, Octubre 2006
Coyuntura Macroeconómica y Perspectivas	Cientes Tesorería	Bogotá, Noviembre 2006
Buenos Aires www.bancofrances.com.ar		
Panorama Macro Financiero de Argentina 2006/2007	Cientes Banca Corporativa	Buenos Aires, Octubre 2006
Perspectivas Económicas 2007 Enfocadas al Sector Turismo	Asociación de Hoteles de la Rep. Argentina	Buenos Aires, Diciembre 2006
Caracas www.provincial.com		
Perspectivas Económico-Financieras 2007	Dresdner Bank	Caracas, Octubre 2006
Riesgo País y Proyecciones 2007	Misión Embajada de Francia	Caracas, Diciembre 2006
Lima www.bbvabancocontinental.com		
Contexto Económico para la Toma de Decisiones	Asociación de Bancos del Perú	Lima, Setiembre 2006
Las Primeras Señales del Gobierno	American Chamber	Lima, Octubre 2006
Perspectivas del Lado Monetario Peruano	Universidad San Martín de Porres	Lima, Octubre 2006
Entorno de la Economía Peruana	Euromoney	Lima, Noviembre 2006
Expansión más Globalizada, Incertidumbres más Localizadas	Reunión Coyuntura - Clientes BBVA	Lima, Noviembre 2006
Comercio Exterior: Balance y Retos	Reunión Coyuntura - Clientes BBVA	Lima, Diciembre 2006
Madrid www.bbva.com		
Gestión del Riesgo en América Latina	8º Foro Latibex	Madrid, Noviembre 2006
Crecimiento Económico y Dependencia Energética	16ª Jornada Anual Finanzas y Tesorería	Barcelona, Noviembre 2006
The World Ahead: Challenges, Surprises and Unknowns	Ibero American Business Forum	Madrid, Noviembre 2006
Grupo de Analistas de Coyuntura Económica	AEB	Madrid, Octubre 2006
México www.bancomer.com		
México Empieza a Revertir la Competencia China en EUA	Desarrollo Iberoamericano	México D.F., Octubre 2006
Una Mirada a México en el 2007	Jornadas de Planeación BEHG	México D.F., Octubre 2006
Construyendo una Agenda Económica Mínima para los Próximos Seis Años	El Semanario	México D.F., Octubre 2006
Retirement Savings System (SAR) Reforms: 10 Years Later	LACEA	México D.F., Noviembre 2006
¿Cómo Va a Actuar Banxico ante el Repunte de la Inflación y la Desaceleración en EUA?	Consejo de Presidentes Regionales	México D.F., Noviembre 2006
¿Cómo se Construye un Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala?	ITESM	México D.F., Noviembre 2006
Una Mirada al Sector Inmobiliario en el 2007	Hipotecaria Nacional	México D.F., Noviembre 2006
BBVA USA www.lnb.com		
U.S. Electoral System & 2006 Elections	BBVA USA Board of Directors	Houston, Noviembre 2006
U.S. Economic Perspectives 2006-2008	Economic Research Department	Houston, Noviembre 2006
Santiago de Chile www.bhif.cl		
Inserción Internacional de Chile: ¿Qué nos falta para dar el salto?	Segundo Seminario Regional BBVA	Puerto Varas, Noviembre 2006
Presentación Situación Chile	Prensa	Santiago, Noviembre 2006

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: Giovanni di Placido

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia:

Perú: David Tuesta

Venezuela: Alejandro Punte

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Servicio de Estudios Económicos Norteamérica

Jorge Sicilia

j.sicilia@bbva.bancomer.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

David Aylett

david.aylett@bbva.bancomer.com

Fernando González

f.gonzalez8@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

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

Javier Amador

javier.amador@bbvausa.com

Marcial Nava

jm.nava@bbva.bancomer.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.