

### Gasto Personal en Consumo e Inversión Bruta Privada

Variación % real anual



Nota: Estimado a partir del segundo trimestre 2005  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de BEA

### En 2005-06, el crecimiento económico será cercano al potencial

En los últimos meses, la volatilidad de los indicadores económicos ha generado cierta incertidumbre sobre el ritmo de expansión económica. No obstante, a pesar de estos altibajos, que, parafraseando a Greenspan en su discurso ante el Congreso el 9 de junio, posiblemente se deben a la reacción de datos de alta frecuencia a los cambios en el precio del petróleo, la economía se ha desempeñado favorablemente y los fundamentos económicos continúan sólidos. A nuestro juicio los datos siguen apoyando la expectativa de que el dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión continuarán siendo los principales soportes de la expansión económica en 2005-06, período en el que el crecimiento económico será cercano al potencial, aunque su ritmo será menor al de 2004.

Varios factores seguirán apoyando la expansión del gasto de las familias durante 2005-06. El primero es la evolución de la productividad. Si bien su ritmo de expansión disminuyó en 1T05 hasta 2.5%, significativamente menor al extraordinario ritmo de 5.5% registrado durante 2003, se encuentra en línea con nuestras expectativas y sigue siendo alto: estimamos que se situará entre 2-2.5% durante 2005-06. Esto permitirá mantener las ganancias en el ingreso real de las familias, tanto por las mayores compensaciones reales como por el incremento en el empleo, especialmente en el sector servicios, lo que apoyará el consumo privado. Este también se verá apoyado por el aumento en el valor de las viviendas, ante la posibilidad de extraer valor tomando hipotecas más elevadas a tasas reducidas, si bien este efecto está disminuyendo. Además, las bajas tasas de interés reales seguirán apoyando la expansión del gasto en bienes duraderos.

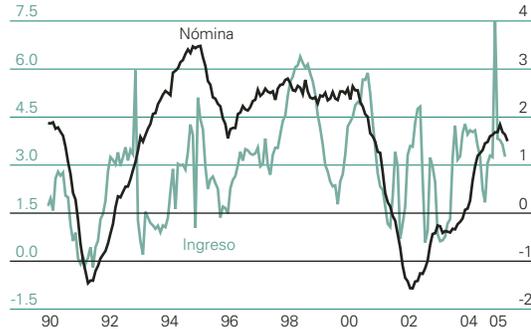
Por su parte, la inversión privada, que se ha acelerado notablemente en el último año tras la fuerte caída que experimentó tras la recesión de 2001, continuará impulsando el crecimiento económico. La sólida situación financiera de las empresas, el bajo costo del capital, el crecimiento de la demanda esperada —con la expansión del consumo privado— y, principalmente, el destacable desempeño de las utilidades empresariales (ver gráfica), seguirán permitiendo elevadas tasas de crecimiento de la inversión, aunque a un ritmo cada vez menor.

En la medida que se desaceleren el consumo y la inversión privada, lo harán las importaciones. Estas también disminuirán en valor al bajar el precio de los energéticos en los próximos trimestres. Lo anterior implica que la contribución negativa del déficit externo se irá reduciendo gradualmente durante los próximos trimestres.

El principal riesgo continúa siendo que el precio del petróleo no baje como lo prevé el nuevo escenario. En este caso, el efecto negativo sobre el consumo y la inversión (menores utilidades empresariales) resultaría en una tasa de crecimiento del PIB en 2005 cercana a 3%. Además, elevados precios de los energéticos afectarían negativamente la producción industrial, cuya expansión anual disminuiría por debajo de 3% en 2005.

### Ingreso Real Personal Disponible y Nómina no Agrícola

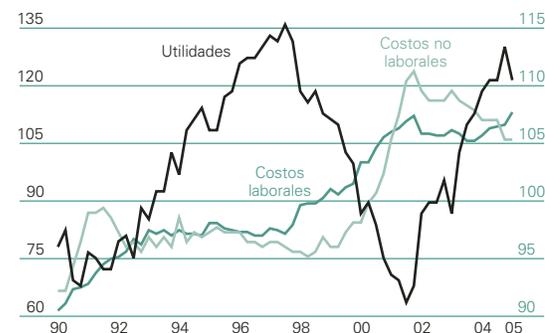
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BEA y BLS

### Costos y Utilidades\*

Índice 1T90-1T05 = 100



\* Por unidad de valor agregado de las corporaciones no financieras  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de BEA

## La inflación subyacente permanecerá contenida

La tendencia de moderación de la tasa de crecimiento de la productividad ha generado preocupación por su impacto en los costos laborales unitarios, que en 1T05 crecieron 4.3% interanual, el mayor aumento desde 3T00. Esta preocupación tiene razón de ser por la evidencia empírica que muestra como el *shock* positivo de la mayor productividad en la década de los 90 permitió que la inflación fuera menor en casi 1.5 pp a la que hubiera existido en ausencia de ese *shock*<sup>1</sup>, lo que plantea dudas sobre cómo evolucionaría la inflación con crecimientos de productividad más moderados. Pese a ello, la compensación laboral por hora no exhibe signos de aceleración en este periodo (ver gráfica adjunta), la tendencia de baja en la variación anual de los salarios desde mediados de 2000 no ha tenido una inflexión, y su aumento interanual está estable en niveles cercanos a 2.5%. Los aumentos recientes en la compensación laboral obedecen a factores transitorios como las alzas significativas en bonos y las ganancias obtenidas por los empleados por el ejercicio de opciones accionarias.

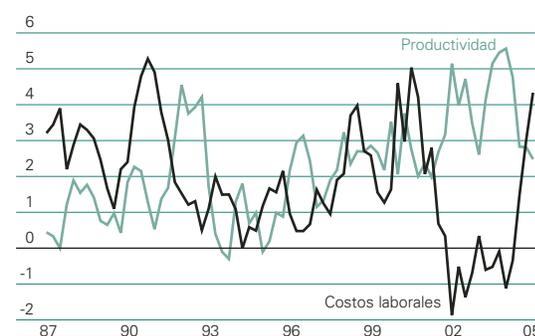
¿Se van a trasladar los incrementos en los costos laborales unitarios a los precios finales? Nuestro escenario central considera que la inflación subyacente se mantendrá contenida, ya que los incrementos en estos costos serán absorbidos en gran medida por una caída en los elevados márgenes de utilidad de las empresas. Este escenario no está exento de riesgos y el grado de transmisión de costos a los consumidores dependerá también de la fortaleza del consumo, que estimamos será moderada, y del grado de utilización de los recursos en la economía.

Con respecto al grado de utilización de los recursos, podría preocupar que tanto la capacidad ociosa como la tasa de desempleo han disminuido en los últimos meses. No obstante, dada la elevada flexibilidad del mercado laboral, la estabilidad de la compensación salarial, los elevados márgenes y utilidades empresariales —que seguirán permitiendo a las empresas absorber mayores costos sin trasladarlos del todo a los precios finales— y la moderación en el ritmo de actividad económica —que permitirá que no se elimine la capacidad ociosa restante en la economía— mantenemos nuestro escenario de inflación subyacente contenida: 2.3% y 2.1% promedio en 2005 y 2006, respectivamente. Por su parte, las previsiones del PCE subyacente se sitúan en 1.7 y 1.6% en estos mismos años.

Este escenario de estabilidad en la inflación subyacente contrasta con la situación de la inflación general, que ha registrado presiones mayores a las esperadas por los elevados precios de los energéticos (el petróleo Brent ha promediado \$51 por barril durante 1S05, 20% más que la estimación de fines de 2004). El nuevo escenario del precio del petróleo (véase recuadro: *Las Paradojas del Mercado Petrolero*) supone que éste se situara en 2S05 en niveles similares al promedio en 1S05 (48.9 dpb), con lo cual la inflación general promediará 3% en 2005, tres décimas mayor al pronóstico anterior. Para 2006, la corrección al alza en el precio del petróleo ha implicado revisar el pronóstico en la misma dirección, así, esperamos que la inflación promedie 2.9% en 2006. Las estimaciones del PCE se sitúan

## Productividad y Costos Laborales Unitarios

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BLS

## Índice de Compensación Laboral

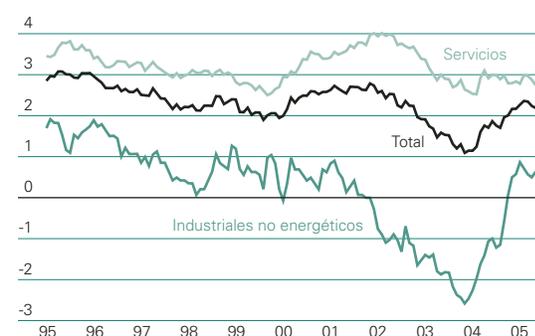
Variación % anual, excluye militares



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BLS

## Inflación Subyacente

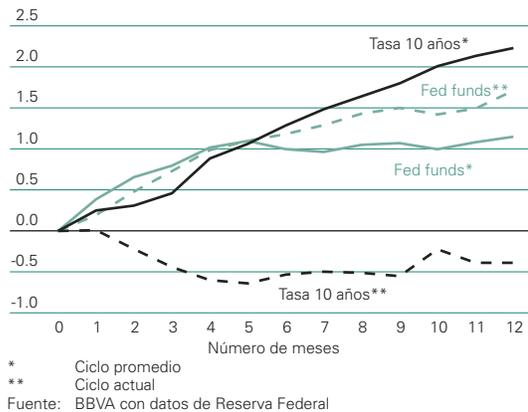
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BLS

1 Ver por ejemplo "Nesting the New Keynesian Phillips Curve within the Mainstream Model of U. S. Inflation Dynamics" Eller y Gordon (2003)

### Tasas de Interés en Ciclos Alcistas Puntos básicos acumulados desde inicio ciclo alcista



en 2.4 y 2.3% en estos mismos años. En este entorno, existen dos riesgos importantes: 1) si los precios del petróleo se mantienen en los niveles actuales, la inflación sería aún mayor (alrededor de 3.2% promedio en 2005) y 2) las mayores presiones podrían transmitirse a las expectativas de inflación y a los precios subyacentes.

### Tasas de interés de largo plazo: la incógnita continúa

Tras el repunte observado en marzo, las tasas de interés de largo plazo han vuelto a descender hasta situarse en niveles próximos a 4% en EUA, esto es, por debajo de los observados cuando la Reserva Federal (Fed) comenzó a aumentar sus tasas de interés en junio de 2004. Este fenómeno parece tener un componente global, pues en la UEM, tras el nuevo deslizamiento a la baja, las tasas a largo plazo se han situado en niveles mínimos históricos. En este contexto, las tasas de interés reales descontadas por el mercado de bonos indexados estadounidenses se mantienen próximos al 1.5%, niveles que son significativamente bajos.

¿Cuáles han sido las razones que han llevado a los bonos a estos niveles de rentabilidad? En primer lugar, debe destacarse, el cambio en las expectativas de política monetaria por parte del mercado. Las subidas de tasas de interés del Fed descontadas por los mercados de futuros se han moderado significativamente: tras alcanzar un máximo a fines de marzo, momento en el que se descontaban tasas de interés a 4.5% a finales de 2006, el máximo de las tasas de interés oficiales a este horizonte se ubica ahora en 4%. La relativa estabilidad de la inflación subyacente ligeramente por arriba de 2% pese a la sostenida depreciación del dólar en los últimos 2 años y los elevados precios del petróleo, y las incertidumbres sobre la evolución de la actividad, en un contexto de mayores precios del petróleo y de reducción de las expectativas empresariales, han estado detrás de esta moderación de las expectativas de subidas de tasas oficiales. La reciente apreciación del dólar ha contribuido también a esta situación.

Aunque previsiblemente el Fed seguirá ajustando al alza sus tasas de interés, normalizando las condiciones monetarias en un contexto de notable crecimiento de la actividad, es difícil prever el momento en el que las expectativas de mercado incorporarán este factor, descontando de nuevo una subida de las tasas de interés hasta niveles de 4.5% (nuestra expectativa de llegada de las tasas del Fed en el 2006), lo que provocaría un impulso alcista en las tasas de largo plazo.

En segundo lugar, los movimientos de flujos de capital también han contribuido a mantener bajos los niveles de rentabilidad en la parte larga de la curva de deuda. A pesar de los buenos fundamentos en el sector corporativo, la revisión a la baja de los *ratings* de General Motors y Ford en abril provocó un cambio de sentimiento de los inversionistas, que buscaron refugio en la deuda pública. Aunque parte del deterioro de los *spreads* corporativos fue sólo temporal, las rentabilidades de la deuda no lograron recuperarse. La posibilidad de que los bancos centrales asiáticos, especialmente Japón, que había ralentizado su ritmo de acumulación de reservas en el primer trimestre del año, aumentaran su actividad al comenzar el segundo trimestre del año, y el hecho de que por razones regulatorias algunos agentes como las compañías de seguro se vean obligados a demandar

### Spread BAA y Tasas de Interés a 10 Años



activos de deuda pública de larga duración, han contribuido a mantener bajas las rentabilidades.

La mayor globalización puede estar favoreciendo una reducción de las tasas de interés reales. El ahorro mundial está aumentando como resultado de la aportación de los países asiáticos, que logran más que compensar el descenso del ahorro de los países desarrollados. En un contexto de mayor ahorro y en el que los inversionistas reducen su sesgo doméstico, este hecho podría justificar tasas reales más bajas, aunque es difícil cuantificar el impacto de este factor. Esto hará que las tasas de interés a largo plazo aumenten en los próximos meses de forma limitada. Estimamos que en EUA se situarán en 4.5% al finalizar 2005 y en 5.2% al finalizar 2006.

Por su parte, las tasas a 10 años en la UEM no superarán 3.5% en 2005 y sólo avanzarán hacia el 4% el próximo año, escenario que asume una mejoría de los datos de actividad en Europa que permita al BCE aumentar sus tasas de interés en medio punto porcentual en el segundo semestre de 2006. Supone también una reducción de la incertidumbre institucional generada tras el triunfo del "no" a la constitución en Francia y Holanda y una recuperación de la confianza de los agentes económicos. En consecuencia, el diferencial de tasas de interés entre EUA y la UEM se mantendrá en niveles altos.

Esto último implica que el dólar podría encontrar un elemento de soporte tras las cesiones recientes. Después de tres años en los que la depreciación del dólar frente al euro se ha basado en el temor a un ajuste brusco de la economía de EUA, consecuencia del elevado déficit corriente, este factor parece estar perdiendo peso en la actual dinámica de las monedas por la conjunción de diversos factores. En primer lugar, de la extensión de la idea de que una gran parte de este déficit es estructural, resultado de la globalización y, en particular, del exceso de ahorro de las economías en desarrollo y de Europa y Japón, estas últimas por razones demográficas. En segundo lugar, por la mejoría esperada en relación al déficit público en EUA. En tercer lugar, porque la balanza de rentas de EUA sigue siendo superavitaria. Finalmente, el balance de productividad seguirá favoreciendo a EUA, consecuencia de la difusión de la tecnología en el sector servicios, como revela la evidencia macroeconómica reciente, aspecto en el que Europa sigue rezagada. A pesar de todos estos argumentos, tanto el nivel del déficit como el hecho de que siga financiándose sin flujos de inversión directa hacia EUA, generan un elemento importante de cautela en las proyecciones a medio plazo del dólar.

En conjunto, se reduce significativamente la probabilidad de escenarios de ajuste brusco del dólar y mejora la perspectiva a corto plazo para esta divisa, especialmente si se mantiene la incertidumbre institucional y económica en la UEM. Además, las perspectivas de una revaluación del yuan chino, que indudablemente han aumentado, podrían limitar la presión apreciadora que el euro ha experimentado en los últimos tres años. En este sentido la previsión para el dólar-euro se sitúa en el rango 1.2-1.25 para fin de este año, lo que implica un dólar más apreciado del que se esperaba a comienzos de 2005. El rango para 2006 es 1.17-1.25, señalando una consolidación del dólar en torno a los niveles alcanzados a mediados de junio.

## Nota del Tesoro a 10 Años



\* Indizada a la inflación  
Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

## Tipo de Cambio Dólar - Euro

Observado y límites de previsión



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

## Las Paradojas del Mercado Petrolero

En el mercado petrolero se encuentra una importante paradoja, en la medida que aumenta la oferta y se incrementan los inventarios en EUA, el precio reacciona al alza. Si bien, hasta 2002 existía una clara y robusta correlación negativa entre precios del petróleo y stock de reservas, desde ese año esta correlación se ha hecho positiva.

Tradicionalmente, un incremento de los precios del petróleo de 10% explicaba una caída de la demanda de petróleo entre 0.3-0.5% para los países desarrollados. En los últimos trimestres los incrementos de precios no han generado la corrección esperada de la demanda, lo que parece indicar una disminución de la elasticidad precio.

En el mercado hoy prevalece la visión de un frágil equilibrio entre la oferta y la demanda y, en particular, el temor de que ante una eventual salida de un productor importante no exista capacidad para contrarrestarla. El sustento de esta visión se encuentra en una reducida capacidad adicional de producción por parte de la OPEP y el declive de la producción de los países de la OECD. En 1985, la capacidad excedente se ubicaba en 10 millones de barriles diarios (mbd), equivalentes a 17.2% de la demanda de ese año, mientras que en 2005 se ubica cerca de 2 mbd, solo 2.3% de la demanda esperada para este año.

En la medida que la acumulación de inventarios responde a una mejora de la oferta, se produce una caída del potencial adicional de producción que incide en las expectativas y éstas en los precios. Esta conjunción de factores, aunada a la acumulación precautoria de inventarios, que ha producido un cambio estructural en el nivel deseado de estas reservas, hacen que se vean más como un incremento de "reservas estratégicas" que de uso de corto plazo.

Por el lado de la oferta, si bien estimamos que los escenarios de una interrupción importante de suministros, tienen una probabilidad de ocurrencia inferior a 2%. Al mismo tiempo, los temores sobre la capacidad de refinación, hacen que a pesar de encontrarse EUA en el nivel máximo de inventarios de gasolina de los últimos cinco años, el incremento de la demanda por precaución de éstos hace que se perciba una situación distinta a la que muestran los inventarios en su conjunto.

En el corto plazo, ¿puede la oferta acompañar a una demanda menos impactada por los precios del petróleo que en el pasado y que además tiene como protagonista a los países emergentes? Y, en el mediano y largo plazo, dadas las características de los países de la OPEP, donde se en-

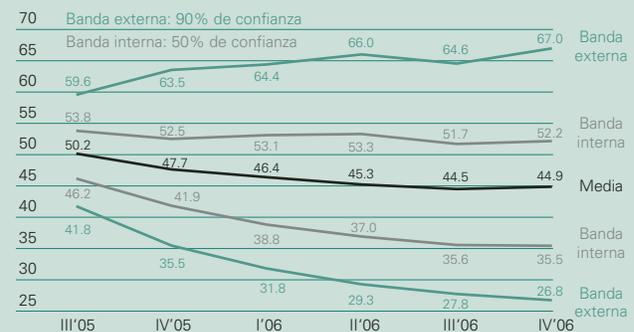
cuentran el 80% de las reservas de petróleo, ¿se realizarán las inversiones necesarias para transformar estas reservas en oferta y alejar los fantasmas de la escasez?. Las respuestas que descuenta el mercado son poco halagadoras, hecho que se ha manifestado en la incorporación de una prima estructural de riesgo en el segundo trimestre del año y que desplaza la curva de precios.

### Revisión del escenario de precios

Ante este paradójico comportamiento del mercado petrolero, se ha hecho necesario revisar al alza el escenario de precios del petróleo, en la que se incorpora el alto impacto (y persistencia) sobre los precios de las noticias y temores del mercado acerca del balance futuro entre demanda y oferta de crudos y destilados petroleros.

En el escenario central, el valor esperado promedio del Brent para 2005 se ubica en 49.7 dólares por barril (dpb), mientras que para 2006 sería de 45.3 dpb. Para la mezcla mexicana estimamos 37.8 y 34.8 dpb para 2005 y 2006. Los límites máximo y mínimo que acotan la incertidumbre futura de los precios, apuntan a disipar temores exagerados en torno a la posible escalada del precio trimestral promedio del Brent por encima de la barrera de los 70 dólares, eventos que como mostramos en la gráfica adjunta poseen una probabilidad de ocurrencia inferior a 5% incluso dentro de un horizonte de un año.

### Estimación del Precio del Brent 2005 - 2006 Dólares por barril, precios de abril 2005



Fuente: Estimaciones del Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Más allá del ajuste al alza de nuestro pronóstico central, se mantiene el perfil descendente del escenario previo, lo que refleja la transitoriedad que a pesar de su persistencia se espera tendrán los shocks de expectativas que han originado el reciente rally alcista de los precios.

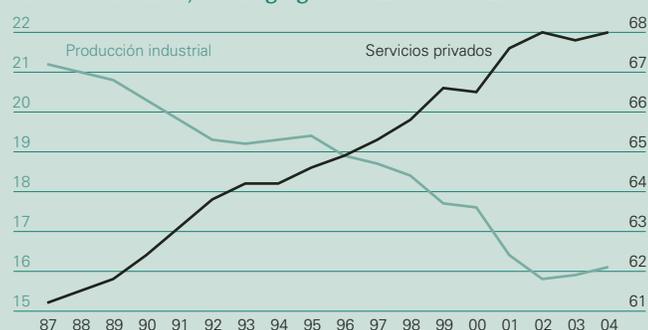
Giovanni Di Placido [giovanni\\_diplacido@provincial.com](mailto:giovanni_diplacido@provincial.com)

## EUA: Panorama de la Producción Industrial

### Aspectos estructurales

Entre 1987 y 2004, la producción industrial ha disminuido su participación en el total de la economía; su valor agregado pasó de 21.2 a 16.1% del PIB al tiempo que el sector de servicios privados aumentó su participación de 61.2 a 68%. No obstante, esta tendencia se ha estabilizado en los últimos años.

### Producción Industrial y Servicios Privados Precios corrientes, valor agregado como % del PIB



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento de Comercio

Estos datos no implican un deterioro general de los sectores que integran el índice de actividad industrial. Al interior del grupo de manufacturas<sup>1</sup> (85% del total), maquinaria, productos metálicos, equipo eléctrico y otros han disminuido su participación en el PIB, mientras que computadoras y equipo electrónico ha mantenido una significativa participación. Lo anterior refleja el elevado dinamismo del sector de alta tecnología. Entre 1973 y 2005, éste creció a una tasa interanual promedio de 21.5% vs. 1.7% del resto de las manufacturas y 3.1% del PIB.

La menor importancia relativa del sector industrial se ha debido tanto a una progresiva disminución del gasto dedicado a bienes de consumo en relación a los servicios, como a la mayor importación de insumos intermedios (*outsourcing*). Este cambio estructural ha provocado una pérdida de empleos en las manufacturas que se aceleró a partir de la recesión de 2001.

Entre enero de 1970 y mayo de 2005, la nómina en las manufacturas se redujo aproximadamente en 4 millones de empleos. En el sector de bienes duraderos el empleo

<sup>1</sup> La actividad industrial se compone de tres grandes grupos: manufacturas, minería, e industrias de servicios públicos que comprenden generación, transmisión y distribución de electricidad, y distribución de gas.

alcanzó un máximo de 8.9 millones en 1979 y en mayo de este año se ubicó en 6.2 millones. Igualmente, en mayo de 2005 la nómina en el sector de bienes no duraderos se situó en 3.8 millones de empleos, 1.9 millones menos en comparación al máximo de 5.7 alcanzado en 1973. En contraparte, el sector servicios incrementó su nómina de 48.4 millones en enero de 1970 a 111.2 en mayo de 2005.

En condiciones normales se podría esperar un crecimiento del empleo manufacturero con la recuperación cíclica; sin embargo, la tendencia de largo plazo en la nómina manufacturera parece indicar que ésta difícilmente regresará a los niveles anteriores a la recesión de 2001. Entre los factores que explican este fenómeno destacan: el *outsourcing*, un incremento sostenido de la productividad en el sector manufacturero mayor al de la demanda de bienes; la competencia con países cuyos costos de producción son menores, y un sesgo mayor hacia la contratación de trabajadores temporales.

### Nómina no Agrícola Millones



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento del Trabajo

### Aspectos coyunturales

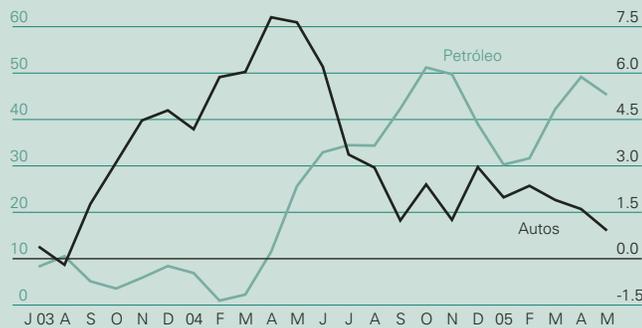
En 2003, la producción industrial inició una etapa de recuperación, aunque a partir de la segunda mitad de 2004 ha moderado su ritmo de crecimiento principalmente en electricidad, gas y manufacturas de bienes duraderos (que en conjunto representan 54.2% del total). Al mismo tiempo, el crecimiento de la producción manufacturera de bienes no duraderos (35% del total) se ha mantenido estable y la minería ha repuntado ligeramente.

Al interior de la producción de bienes duraderos, destaca la moderación de la tasa de crecimiento del sector automotriz de 4.1 promedio en 2004 a 1.4% en mayo de

2005. Este sector (17% de la producción manufacturera), que es de gran importancia para México, ha sido afectado principalmente por un cambio en las preferencias de los consumidores y estrategias de las empresas domésticas con resultados limitados frente a sus competidores extranjeros. Lo anterior ha propiciado, en parte, la adquisición de un mayor número de automóviles importados de Europa y Asia.

Los altos precios del petróleo también han incidido negativamente sobre la producción automotriz. En los últimos meses el alza en el precio de la gasolina ha incentivado la adquisición de vehículos compactos importados, más eficientes en el uso de combustible, como los autos híbridos. De enero a mayo de 2005, las ventas de autos importados aumentaron mensualmente a una tasa interanual promedio de 1.9%, mientras que, en el mismo período, las de autos domésticos disminuyeron -1.1%.

**Precio del Petróleo y Producción de Automóviles**  
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reserva Federal y OPEP

Por el contrario, computadoras y equipo electrónico (19% de la producción de bienes duraderos), sigue creciendo a tasas elevadas (17.9% en lo que va de 2005 vs. 14.8% en 2004) y constituye el principal motor de la actividad industrial.

El resto de los componentes puede clasificarse en tres grupos. En el primero se encuentran aquellos cuyo crecimiento se ha moderado en los últimos cuatro años; en el segundo, aquellos que en ese mismo período han mostrado descensos en su actividad; y en el tercero, aquellos que han presentado un deterioro permanente.

En el corto plazo, los altos precios del petróleo seguirán impactando negativamente el desempeño de la

producción industrial. Para 2005 y 2006 anticipamos un crecimiento interanual de 3.3% (vs. 4.1% en 2004) y 3.0%, respectivamente.

**Crecimiento de la Actividad Industrial**  
Variación % anual promedio

	1980-1989	1990-1999	2000-2005*
<b>Grupo 1: Desaceleración con crecimiento</b>			
Computadoras y equipo	12.4	20.7	12.5
Bienes duraderos	2.6	6.5	2.5
Electricidad	3.0	2.4	1.8
Petróleo y carbón	-1.1	1.2	1.7
Automóviles y partes	2.6	5.9	1.6
<b>Servicios públicos</b>	<b>2.3</b>	<b>2.2</b>	<b>1.6</b>
Químicos	2.2	2.1	1.5
<b>Manufacturas</b>	<b>2.2</b>	<b>4.2</b>	<b>1.2</b>
<b>Producción industrial</b>	<b>1.9</b>	<b>3.8</b>	<b>1.1</b>
Alimentos, bebidas y tabaco	1.6	1.3	0.8
Distribución de gas natural	-0.3	1.0	0.6
Minerales no metálicos	0.3	2.2	0.3
Maquinaria y equipo	0.2	2.5	0.2
<b>Grupo 2: Desaceleración con decremento en la actividad a partir de 2000</b>			
Bienes no duraderos	1.9	1.7	-0.2
Muebles	2.3	3.0	-0.3
Otras industrias manufactureras	2.4	1.0	-0.6
Plástico y hule	4.5	4.6	-0.7
Madera	2.3	2.3	-0.8
Papel	2.2	1.0	-1.0
Metálicos	0.0	2.8	-1.1
Trans. aeroespacial y otros	2.5	-0.4	-1.2
Metales básicos	-1.7	1.7	-1.5
Equipo eléctrico	0.5	2.7	-1.6
Impresión e industrias conexas	4.8	1.4	-2.6
Textiles	1.5	1.1	-4.8
<b>Grupo 3: Deterioro estructural</b>			
<b>Minería</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.4</b>
Prendas de vestir y artículos de piel	-0.6	-1.0	-10.8

\* Mayo 2005  
Notas: En **negritas** se encuentran el índice general y sus tres grandes divisiones

Cabe mencionar que aunque la participación de la actividad industrial en el total de la economía se ha reducido en los últimos veinte años, su recomposición seguirá favoreciendo principalmente a las industrias intensivas en capital humano como es el caso de la industria de alta tecnología. En la medida en que las industrias que ganan participación crezcan a tasas elevadas, el índice total se comportará más como éstas y menos como aquellas que pierden participación, pues aún cuando su dinamismo fuese negativo, restarían cada vez menos a la variación total.

Marcial Nava [jm.nava@bbva.bancomer.com](mailto:jm.nava@bbva.bancomer.com)