

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Primer Trimestre 2005



EUA y China: motores de crecimiento en 2005

Un ciclo económico distinto en México

Inflación: ¿bajará significativamente?

¿Es China una amenaza para México?

Prefacio

Una nueva etapa

Con esta edición trimestral de **Situación México*** inauguramos una etapa: nuevas publicaciones, nuevos formatos y nuevos contenidos.

Esta nueva fase se caracteriza por disponer de un conjunto de publicaciones trimestrales y semanales, así como notas ocasionales sobre cuestiones específicas elaboradas por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA Bancomer de forma coordinada entre los distintos bancos del Grupo BBVA.

En este sentido, simultáneamente a la aparición de *Situación México* se divulgan por primera vez publicaciones trimestrales llamadas "Situaciones" en España y otros países de América Latina como Argentina, Chile, Colombia, Perú y Venezuela, con estructura y formatos comunes al de *Situación México*, que complementan el nuevo *LatinWatch* trimestral al suministrar información sobre los países respectivos con un alto grado de detalle, con una visión de carácter más estructural y de largo plazo. Ocasionalmente, los economistas del grupo BBVA en cada país producirán notas, llamadas "*EconomicWatch*", que contendrán análisis con rigor de temas de impacto para la economía y los mercados financieros.

También se ha diseñado una segunda serie de publicaciones. Con frecuencia semanal se tendrán "Situaciones" semanales con un enfoque global y de América Latina; para nuestro país "*Situación Semanal México*". Con carácter ocasional, y buscando oportunidad, se elaborarán "*Notas Rápidas*", publicaciones que estarán orientadas al seguimiento de información de corto plazo, oportuna y con una visión hacia adelante sobre el entorno económico y los mercados financieros.

Además, se mantendrán y fortalecerán otras publicaciones de gran tradición de BBVA Bancomer; como la *Serie Propuestas* que analiza y detalla los cambios regulatorios y estructurales que el país requiere para aumentar su crecimiento. La publicación especializada, que ha contado con gran aceptación de clientes, inversionistas y autoridades, Informe Inmobiliario, cambiará su denominación a *Situación Inmobiliaria México*, lo mismo ocurrirá con el Informe Regional, se llamará *Situación Regional México*, se mantendrán *Temas Bancarios* y *Perspectivas Sectoriales*. Todas con frecuencia semestral.

Confiamos que esta nueva oferta de publicaciones aporte información, análisis y asesoría de calidad sobre la economía y los mercados financieros del país. Podrán consultarse regularmente en www.bancomer.com y en www.bbva.es

* Disponible en inglés, en versión electrónica

Indice

Fecha de cierre: 17 diciembre 2004

Editorial	2
1. Entorno Internacional	
Desaceleración Moderada	3
Recuadro: "Spreads" Emergentes y Liquidez	6
Recuadro: Mercado del Petróleo	7
2. Entorno Macroeconómico México	
2005: Recuperación de la Demanda Interna	8
Recuadro: Sincronía entre México y EUA	11
Recuadro: ¿Cómo Será el Crecimiento Sectorial en 2005?	12
Inflación 2005: ¿ Se Cumplirá la Meta?	13
Recuadro: ¿Cómo se Forman las Expectativas de Inflación?	16
3. Mercados Financieros México	
Presiones en las Tasas de Interés	18
Recuadro: La Regla de Taylor: ¿Es Aplicable a México?	21
Recuadro: La Inversión Extranjera en el Mercado de Dinero	23
El Peso Mexicano en 2005	24
Recuadro: De las Monedas con Mayor Operación en Emergentes	27
Recuadro: La Política en México: Rumbo a 2006	28
Recuadro: Las Elecciones y los Mercados Financieros	29
4. Artículos	
¿Es China una Amenaza para México?	30
5. Indicadores y Pronósticos	35

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

LatAm y Mercados Emergentes: Javier Santiso

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Han elaborado esta publicación:

Jorge Sicilia

Adolfo Albo

Javier Amador

David Aylett

Fernando González

Octavio Gutiérrez

Carlos Herrera

Nathaniel Karp

Alma Martínez

Eduardo Millán

Fco. Javier Morales

Marcial Nava

Fernando Tamayo

Eduardo Torres

Tras una recuperación titubeante a su inicio, 2004 fue un año de alto crecimiento económico en México, impulsado por las exportaciones y por un comportamiento firme del consumo y la inversión. La fortaleza en la demanda interna —incluso en el periodo reciente de desaceleración— ha provocado que este último ciclo económico sea atípico, pues no ha venido acompañado de ninguna crisis. La proximidad con EUA, la aplicación de políticas económicas prudentes orientadas hacia la estabilidad y la solidez del sector bancario (tres importantes soportes en la economía mexicana) han permitido un comportamiento del ciclo más “normal”, acorde con estándares de países desarrollados.

No obstante, el buen año en la actividad económica fue empañado por un fuerte aumento de la inflación que obligó al Banco de México a restringir las condiciones monetarias, lo que se ha traducido en mayores tasas de interés. Estas acciones no han estado exentas de crítica: por aquellos quienes piensan que se ha ido demasiado lejos en el grado de restricción, hasta los que opinan que se ha actuado con tardanza.

Es verdad que los incrementos se han centrado principalmente en los componentes más volátiles, lo que podría hacer pensar que estos incrementos son temporales. Sin embargo, es un hecho que la inflación está muy alejada de la meta que se impuso el Banco de México; que la subyacente esté más cerca del límite superior de 4%, que del objetivo central de 3%, y que las expectativas de los agentes económicos reflejan dudas en torno a cuánto tiempo la inflación va a estar por arriba de la meta, lo cual podría terminar generando efectos de segunda ronda a través de incrementos salariales. En este debate, conviene recordar que el principal activo de las autoridades monetarias es la credibilidad en su compromiso con la estabilidad de precios. Ese activo no se debe ni perder ni poner en duda. Ese es el reto del Banco de México.

Pero otros retos para México quedan en el horizonte. El más importante es el de realizar sus reformas estructurales pendientes, el cual requiere un debate y si fuera posible un amplio acuerdo político. La sociedad mexicana debe decidir cuál es la tasa de crecimiento económico a largo plazo a la que aspira. México tiene potencial para crecer por arriba de 4% de manera sostenida y sin generar presiones de inflación. La discusión no es trivial: tasas de crecimiento más altas permitirían avanzar más rápido en la lucha contra la pobreza. Además, no está garantizado que sin reformas estructurales el país pueda mantener las actuales tasas de crecimiento.

La irrupción de China a los mercados internacionales ha puesto frente a México un formidable competidor por flujos de capital y que también presenta un alto grado de especialización en la exportación de manufacturas. Por ahora, México está resistiendo bien la competencia comercial china, especialmente en sectores en donde los costos de transporte son decisivos y existe una fuerte integración vertical con la producción estadounidense, lo cual más que compensa la ventaja china en costos laborales. Pero no conviene retrasar más la marcha hacia las tareas pendientes. El fenómeno chino ha puesto de manifiesto como las grandes transformaciones en la economía mundial crean simultáneamente retos y oportunidades. De aprovechar México la competencia china como un catalizador para sus reformas estructurales puede facilitársele estar en condiciones adecuadas para alcanzar su enorme potencial de crecimiento económico.

Entorno Internacional

Desaceleración moderada de los dos motores del crecimiento mundial

En 2005 la economía mundial mostrará el tercer año consecutivo de expansión aunque a un menor ritmo que el observado durante 2004. Esto como consecuencia de condiciones monetarias menos expansivas y del impacto de mayores precios de los energéticos. En este entorno cabe esperar que EUA y China continúen ajustando gradualmente sus tasas de interés a niveles menos acomodaticios como lo vienen haciendo desde mediados de 2004. Este proceso podría iniciarse en 2005 en países de la UEM. Esta perspectiva se basa en la continuación de un sólido crecimiento en EUA y China que están actuando como motores de la actividad económica mundial. En este contexto de crecimiento bipolar, sin embargo, el riesgo es que alguno de estos dos motores (si no ambos) falle.

Por parte de China, la incertidumbre radica en si se modera, como es previsible, el crecimiento de forma gradual, evitando que se produzca un ajuste brusco de la actividad. En este contexto hay buenas noticias: el inicio del ciclo alcista de tasas ha reavivado algunas expectativas de que se avance hacia mecanismos de mercado y de que se pueda producir una apreciación de la divisa china contra el dólar en los próximos meses.

En lo que toca a EUA, el riesgo radica en un posible ajuste del déficit en cuenta corriente que se percibe cada vez más como insostenible, especialmente dado que la dispersión de los saldos de las balanzas en cuenta corriente entre países se amplifica año con año. En un contexto en que no se están anunciando medidas para controlar el déficit fiscal no se puede descartar que los ajustes necesarios continúen produciéndose por la vía de las variables financieras. En este sentido, la depreciación del dólar y la ampliación del diferencial de tasas de interés de EUA respecto a la UEM podrían estar reflejando una menor voluntad de seguir financiando el creciente déficit corriente estadounidense. De continuar, esto podría traer consigo presiones de inflación que obliguen a la Fed a ajustar sus tasas de interés de referencia de forma más rápida que la prevista y por tanto un menor crecimiento económico.

En 2005, la economía de EUA crecerá a un ritmo menor

La economía de EUA ha crecido durante los primeros tres trimestres de 2004 a tasas anuales de 4.6%, entre 1 y 1.5 pp por arriba del crecimiento potencial. Lo anterior responde a la continuación del dinamismo del consumo privado y al fuerte impulso de la inversión, principalmente en equipo y software. No obstante, comienzan a acumularse señales de moderación, confirmadas por la tendencia más moderada de las tasas trimestrales del PIB durante 2004.

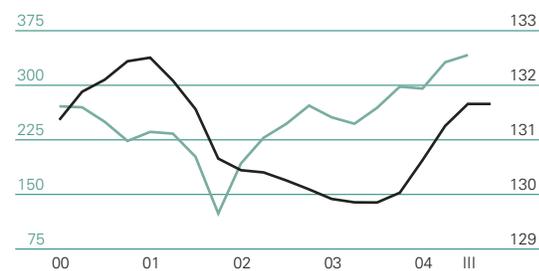
Nuestras perspectivas para 2005 son de una menor demanda interna, tanto inversión como consumo. La inversión está creciendo a tasas superiores de su tendencia de largo plazo en un contexto en que la brecha del producto ya es positiva, lo que implica que el crecimiento pudiera ya haber alcanzado su nivel máximo en el actual ciclo de expansión, y que hacia adelante estas tasas se moderarán. Sin embargo, la solidez financiera de las empresas y la mejoría de la confianza empresarial apoyarán que la inversión mantenga altas tasas de crecimiento en 2005, aunque menores a las registradas durante 2004.

EUA: Escenario Base

	Var. % real anual		Contribución, pp	
	2004	2005	2004	2005
PIB	4.4	3.5	4.4	3.5
Consumo privado	3.7	3.5	2.6	2.5
Inversión fija bruta	12.5	5.8	2.0	1.0
Expor. netas totales	10.9	3.9	-0.5	-0.2
Gasto de gobierno	2.0	1.9	0.4	0.3
Inflación (%)				
General, promedio	2.7	2.2		
Subyacente, promedio	1.8	1.9		

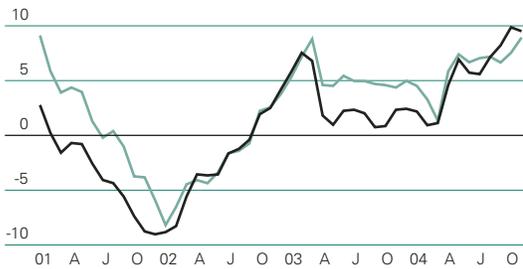
Fuente: BBVA Bancomer

EUA: Utilidades Corporativas y Nómina no Agrícola



■ Utilidades corporativas de empresas no financieras después de impuestos (miles de millones de dólares)
■ Nómina no agrícola, millones de personas
Fuente: BBVA Bancomer con datos de BEA y BLS

EUA: Precios al Productor e Importaciones Variación % anual



■ Precios al productor
■ Importaciones
Fuente: BBVA Bancomer con datos de BLS

El menor crecimiento económico en los siguientes trimestres se sustentará también en menores tasas de expansión del consumo privado. El agotamiento del estímulo monetario y la moderación del impulso fiscal, ambos implementados en los últimos tres años apoyan este pronóstico. El incremento en las tasas de interés reales provocará un ajuste a la baja en la riqueza e incentivará a las familias a incrementar su tasa de ahorro, actualmente en mínimos históricos. Las tasas de crecimiento seguirán apoyadas por la continua recuperación del empleo, particularmente en el sector servicios y el crecimiento positivo en las compensaciones reales por hora trabajada. El menor crecimiento del consumo privado junto con nuestra expectativa de una reducción de los precios de los energéticos y de las materias primas, permitirá moderar el déficit comercial y en cuenta corriente. Para la economía en su conjunto, esperamos un crecimiento de 3.5% en 2005.

La inflación continuará baja aunque los riesgos son de alza

Tras un año de fuertes incrementos en el precio de los energéticos, la moderación de la actividad económica podría limitar las presiones de inflación. Ésta parece ser, al menos, la estimación de los analistas. Según la encuesta *Consensus Forecasts* la inflación promedio prevista para 2005 era 2.4% en noviembre de 2004, sólo 0.3% mayor a la estimada en enero de ese año.

El balance para la inflación es más de alza que de baja. En primer lugar está la depreciación del dólar y el aumento en el precio de las materias primas. En este sentido, conviene prestar atención a uno de los canales que ayudaron a disminuir de inflación en EUA en el pasado: la baja inflación de los países asiáticos. En los últimos meses y en un contexto de intervenciones cambiarias, la mayor liquidez en esos países, debido a la resistencia a la apreciación de sus divisas, está generando mayor inflación. En segundo lugar, la posición cíclica de la economía (con un *output gap* positivo) podría terminar provocando que, a diferencia de lo ocurrido en 2004, un número creciente de empresas traslade los incrementos en costos a los precios finales.

Podemos estar comenzando a ver ya estas presiones. En los últimos meses destaca la inflexión en la tendencia de los precios de los bienes industriales no energéticos, los cuales se encuentran en tasas anuales positivas, algo que no ocurría desde noviembre de 2001 y que podría continuar en el futuro. Parte de estas presiones, sin embargo, podrían verse compensadas por la buena marcha en el componente de inflación de servicios de continuar apoyada por una menor presión del precio de las comunicaciones.

La Fed continuará removiendo la política monetaria acomodaticia

En este escenario, la Fed continuará en 2005 con el proceso de restricción monetaria. El ritmo al que la autoridad monetaria aumentará sus tasas de interés y el impacto que estas alzas tendrán en el resto de los activos financieros son las dos cuestiones clave para el próximo año.

Desde junio de 2004, dos años y medio después del inicio de la fase expansiva de la actividad económica, la Fed ha aumentado de forma ininterrumpida la tasa de los fondos federales. Ello a pesar de que en muchos momentos se ha especulado con la posibilidad de que una

Inflación Anual



■ China
■ Japón
Fuente: BBVA Bancomer con datos de FMI

vez alcanzado un nivel de tasas oficiales que hiciese nulas las tasas de interés reales, la autoridad monetaria se detendría.

Hay razones para pensar que lejos de detener este ajuste, lo que se va a observar en 2005 es un continuado proceso de incrementos en las tasas de interés. En primer lugar, por la relativa fortaleza que muestra la actividad Económica. En segundo lugar, porque los riesgos a la baja sobre la inflación han dado paso a un balance de riesgos al alza, consecuencia de la posición cíclica de la economía y de la evolución de los precios de importación. Es más, parece probable que la autoridad monetaria cambie el actual sesgo neutral en inflación a uno alcista en sus primeras reuniones de 2005.

Finalmente, la propia depreciación del dólar está provocando una relajación monetaria, que de momento está compensando las alzas de tasas de interés reales en EUA. El tono de la política monetaria sigue, por tanto, siendo acomodaticio como lo reflejan las bajas tasas de interés y la debilidad cambiaria.

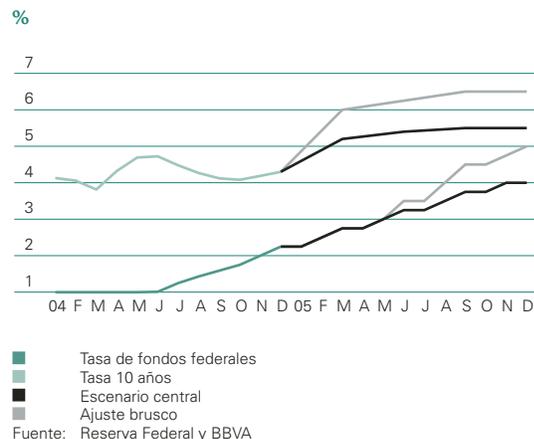
Todo indica que las tasas de interés oficiales alcanzarán rendimientos de 4% a fin de 2005, mucho más cerca de los niveles de tasas reales que se consideran "neutrales". El ritmo de aumentos será relativamente homogéneo en el año, con incrementos graduales de un cuarto de punto y con posibilidad de alguna pausa sólo en el segundo semestre. En este escenario se asume que el dólar-euro se deprecie 7% respecto al promedio de 2004 (1.33 en 2005 vs. 1.24 en 2004)

La otra cuestión clave es el impacto del ajuste monetario en otros activos, especialmente en los bonos de largo plazo, cuyas tasas de interés se han mantenido bajas en el último año. Estos rendimientos de largo plazo han estado fuertemente correlacionados con las expectativas de política monetaria. Dado que las perspectivas de aumentos de tasas de interés que se descuentan para el próximo año son moderadas, un reajuste de éstas podría impulsar al alza las rentabilidades en el tramo largo de la curva de rendimiento hasta niveles de 5.5% a finales de 2005.

No se puede descartar un ajuste algo más brusco de las variables financieras

Cabe señalar que existen elementos de incertidumbre especialmente ligados a una mayor depreciación del dólar asociada con un ajuste brusco del déficit en cuenta corriente en EUA. Dado el importante papel jugado por los bancos centrales en el financiamiento de este déficit (frente al de la inversión directa en la década de los 90), un menor activismo de los bancos centrales asiáticos o un cambio en la composición por divisas de sus activos, con menor preferencia por los activos en dólares, llevaría a un escenario de ajuste brusco del dólar, donde el dólar-euro podría alcanzar niveles de 1.4; rebasar este rango implicaría más riesgo de inflación e inclinaría al Fed a subir sus tasas de interés de forma más agresiva hasta alcanzar a fin de año 5%. En este escenario, la demanda de una mayor prima de riesgo también llevaría a aumentar las tasas interés de largo plazo a niveles de 6.5% a finales de 2005.

EUA: Tasas de Fondos Federales



Fuente: Reserva Federal y BBVA

EUA: Futuros y Tasas de Interés



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

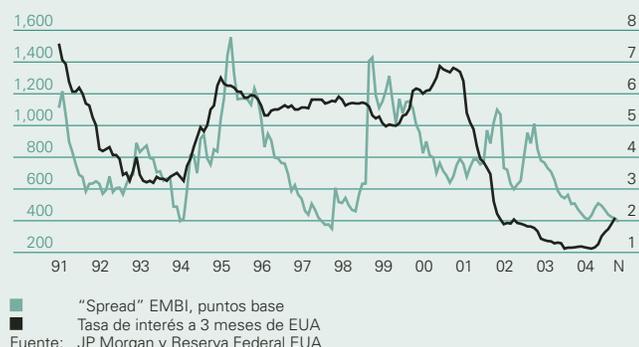
“Spreads” Emergentes y Liquidez

¿Sobre Reacción de “Spreads” Emergentes a Liquidez Internacional?

En el segundo semestre de 2003 los “spreads” de deuda soberana en países emergentes cayeron aceleradamente. En 2004 se estabilizaron en niveles comparables a aquellos previos a la crisis del sudeste asiático.

Muchos analistas estiman que el escenario actual ha sido provocado por la política monetaria expansiva de la Fed de EUA. Este diagnóstico se fundamenta en la alta correlación observada entre las tasas de interés en EUA y el “spread” de los bonos emergentes. En el período julio 2002-mayo 2004, la correlación entre la tasa a 3 meses de EUA y el “spread” EMBI fue 0.91.

“Spreads” y Tasas de Interés EUA



2004 vs. 1994: ¿Vuelta al Pasado?

Esta correlación ha causado aprensión entre muchos analistas que recuerdan los eventos de 1994, cuando una alta liquidez dio paso a políticas restrictivas de la Fed —las tasas de interés pasaron de 3% a 6% en 12 meses—. Esta subida encareció la recompra (“roll over”) de la deuda mexicana y detonó el “efecto Tequila”.

Pero ¿qué pasa con esta relación al mirarla en un lapso más amplio? Si se observa la correlación a partir de 1994 se aprecia que ésta no es significativa y de signo contrario (-0,26) con periodos, como en los tres años entre 1999 y 2001 en que la correlación llegó a -0.41. Si observamos los últimos seis meses, entre mayo y noviembre de 2004, obtenemos una correlación negativa en la que las tasas de EUA han estado subiendo mientras los “spreads” de los bonos emergentes se han reducido.

¿Qué Podemos Esperar en los Próximos Meses?

Considerando los resultados de un análisis de vectores autorregresivos estructurados, la eventual cesión de estos shocks hará que el “spread” vuelva a subir desde los -3.28 a -2.83 (lo que equivale a un incremento de 250 puntos base) a fines de 2005.

Existen muchos otros factores que son necesarios controlar econométricamente para poder predecir el “spread” futuro. Las predicciones no son el fuerte de series de tiempo, en especial si son pronósticos de mediano y largo plazo. En todo caso, la situación actual de reservas y estructura de las deudas emergentes ratifica este resultado, en el sentido de que el aumento esperado del “spread” no sería de ordenes catastróficos, como lo fue en 1994.

Los fundamentos macroeconómicos son mejores que en 1994 y los canales de transmisión no son tan sensibles. El primer canal por el cual una subida de tasas en EUA afecta el “spread” emergente es un efecto sustitución: es más atractivo adquirir bonos americanos en deterioro de los ofrecidos por los países emergentes. Este desplazamiento de la demanda se traduce en un menor precio de los bonos emergentes y, por ende, en un posible aumento de su “spread”.

El segundo efecto tiene que ver con la oferta de bonos emergentes. Al aumentar las tasas en EUA y producirse la consecuente demanda por dólares, esta divisa se aprecia. Dicha apreciación trae consigo un aumento de la probabilidad de impago de la deuda emergente (en especial en Latinoamérica ya que la deuda soberana está mayormente denominada en dólares), y en consecuencia, un aumento en la prima de riesgo de estos papeles.

Pero la sensibilidad que hoy exhiben los “spreads” es diferente a la que exhibían en 1994. Esto se debe a que una de las lecciones aprendidas en los noventa fue la necesidad de mantener más reservas, profundizar la apertura comercial y mejorar la estructura de la deuda externa, principalmente alargando su vencimiento. Por ello es de esperar que, de continuar el ciclo alcista de las tasas de interés en EUA, el “spread” de los países latinoamericanos se incremente, pero no de una manera traumática como en 1994 si no de una forma suave que no genere dinámicas adversas.

Alejandro Neut

alejandro.neut@grupobbva.com

Mercado del Petróleo

Precio del petróleo se ajustará 26% en los próximos dos años

Al cierre de noviembre de 2004, el precio del petróleo acumulaba un incremento de 54% y mostraba una volatilidad de 16.5%. Desde el cierre de 2001, el alza ha sido de 155%, con una media de 30 dólares y una volatilidad de 22%. A la luz de este comportamiento caben tres preguntas: ¿Qué ha cambiado en el mercado petrolero?, ¿Por qué el impacto de esta alza del petróleo ha sido menor que en el pasado?, ¿Cuál será su comportamiento en los próximos dos años?

En el mercado petrolero se han producido cambios estructurales en los últimos cinco años que explican el comportamiento mostrado en la actualidad. Un 75% del incremento promedio de la demanda diaria en ese periodo esta asociada a países emergentes capitaneados por China y el resto de países asiáticos que se caracterizan por ser dos veces y media más ineficientes en el uso del petróleo por unidad de PIB que los países de la OECD. Por el lado de la oferta, 60% del incremento promedio diario en los últimos cinco años del crudo ofertado lo han incorporado los antiguos países de la extinta Unión Soviética liderados por Rusia, mientras que los países de la OPEP solo han aportado 20%. Adicionalmente la capacidad adicional de producción de la OPEP de representar 15% de la demanda mundial de crudo en 1989 ha pasado a 2% en la actualidad. Detrás de esta menor elasticidad de la oferta está la disminución registrada en términos reales de la inversión en exploración y producción que mostró una caída de 16% en promedio para el periodo 1983-2003 con respecto al registrado 1973-1982, mientras que la producción se incrementó entre estos periodos en 13%. Con estos cambios estructurales, el "fair value" para el Brent es de 30-32 dólares el barril en términos reales a dólares de 2004.

El impacto del alza ha sido limitado

Al evaluar la media del Brent para 2004 se tiene que la misma se ubica en 38 dólares que representa en términos reales sólo la mitad de la media observada en 1974-1984. Si se compara con la anterior alza sostenida de precios registrada en 2000 que tuvo una duración de 20 meses, tenemos que el alza actual medida en términos reales sólo representa 60% para EUA y 44% para Europa.

En el corto plazo, los shocks de productividad han hecho que el impacto del alza de los precios del petróleo, atenuado en términos reales, no ha sido devastador sobre el crecimiento. Un impacto sostenido de los precios del petróleo tiene una mayor repercusión en inflación que

en crecimiento. En EUA, un incremento sostenido de 10 dólares en los precios del petróleo por más de un año genera una caída de actividad de 0.2% y un incremento de la inflación de 40 puntos base, mientras que para Europa el impacto es de 0.4% y 50 puntos base y para Japón de 0.3% y 50 puntos base.

El precio caerá 11 dólares entre 2004-2006

En el corto plazo existe una desalineación del precio de mercado con respecto al "estructural" expresado en unos 14 dólares de prima de riesgo coyuntural que viene tanto por factores de demanda como de oferta que irán desapareciendo en los próximos dos años.

Por el lado de la oferta existen unos nueve dólares de prima que irán disminuyendo conforme Arabia Saudita incorpore mayor producción, Irak establezca la suya entre 2-2.4 millones de barriles diarios y culminen las dificultades fiscales de Yukos. Por el lado de la demanda, en la medida que no se produzcan nuevas sorpresas, se diluirá unos 5 dólares que están impactando el mercado en el corto plazo. De hecho se espera que de cara al próximo año, la demanda mundial luego de experimentar un alza de 3.5% en 2004, sea de 2% en 2005. El aumento de la demanda en los países desarrollados se estima alrededor de 1.4%. La oferta mostrará un incremento similar al que experimentará la demanda por lo que se espera una estabilidad del stock actual de inventarios.

Escenario Petrolero 2004-2006

Dólares por barril, promedio

	WTI	Brent		WTI	Brent
I 2003	33.9	31.3	I 2005	44.7	40.3
II	30.0	27.0	II	40.6	37.8
III	31.0	28.6	III	39.0	36.3
IV	29.9	28.5	IV	37.4	34.8
I 2004	35.2	31.8	I 2006	35.9	31.4
II	38.4	35.5	II	35.5	32.0
III	44.1	41.7	III	34.9	32.4
IV	48.8	42.7	IV	34.1	31.7

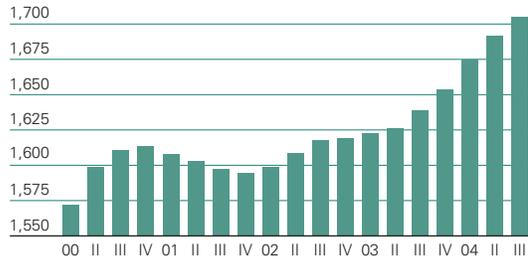
Fuente: BBVA Banco Provincial

Para 2005 se estima para el Brent un promedio de 37.3 dólares, mientras que para 2006 el promedio estimado será de 32 dólares, una corrección de 8.7% entre el cierre de 2005 y 2006. Para los próximos dos años se espera una corrección acumulada de 11 dólares equivalente a 26% del nivel de cierre de 2004.

Giovanni di Placido giovanni.diplacido@grupobbva.com

PIB

Miles de millones de pesos de 1993*



* Ajustado estacionalmente, promedio móvil 3 trimestres
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Ciclos Recientes en la Economía Mexicana

	1981-1985	1985-1994	1994-2000	A partir 2000
Contracción				
No. de trimestres	6	5	2	5
Variación % trimestral*	1.2	0.9	5.0	0.3
Variación % acumulada	7.3	4.7	10.3	1.7
Expansión				
No. de trimestres	9	32	21	na
Variación % trimestral*	0.8	0.9	1.4	na
Variación % acumulada	7.4	33.5	35.2	na

* Promedio
na no aplica
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

PIB: Evolución Trimestral en Diferentes Ciclos • Trimestre inmediato anterior=100*



* Ajustado estacionalmente
■ 1981 - 1985
■ 1985 - 1994
■ 1994 - 2000
■ Actual
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

En 2004 la economía mexicana consolidó su recuperación del periodo recesivo iniciado a finales de 2000, registrando el PIB su crecimiento más elevado en cuatro años. El hecho de que este crecimiento haya estado fuertemente impulsado por la demanda interna marca una gran diferencia respecto a periodos de recuperación anteriores. Por lo que resulta útil contrastar las características del ciclo¹ actual con las observadas en los pasados 25 años.

¿Cómo se compara el ciclo actual?

Entre 1980 y 2000 la actividad económica se caracterizó por periodos de freno-aceleración; habitualmente los programas de ajuste marcaban el inicio y el final del crecimiento. Además, en la mayoría de los casos, la crisis comenzó con el cambio de gobierno, aunque con peculiaridades distintas, en cada uno de los ciclos. En el ciclo que inició en 1981, no se había logrado consolidar la recuperación, cuando a finales de 1985 se presentó un nuevo periodo recesivo. El año de 1995 se caracterizó por la contracción más fuerte (caída acumulada del PIB de 10.3%), el periodo de contracción más corto (tan sólo dos trimestres) y la tasa de crecimiento más alta en la recuperación posterior. En el ciclo actual, la recesión fue la más ligera (1.7%), y la que más rápido alcanzó el nivel previo al inicio de la caída (ocho trimestres).

En el ciclo actual, tanto la fase recesiva como la de expansión presentan diferencias notorias respecto a lo observado en los ciclos recientes. La caída, aunque más prolongada, resultó menos pronunciada que en el pasado. Además, los componentes de demanda impulsores de la recuperación han cambiado respecto a otros ciclos. Dos factores permiten explicar este cambio en la respuesta de la actividad: el origen de la recesión y el cambio en las condiciones estructurales, en particular el proceso de integración entre México y EUA.

La recesión de 2001 se originó en el sector exportador; no como en años anteriores, cuando estuvo asociada con desequilibrios internos. Todos los periodos de crisis de 1976 a 1995 fueron producto de ajustes en el déficit de las cuentas externas y del sector público, que provocaron fuertes "crisis financieras", donde el tipo de cambio, sujeto a un régimen controlado,² fue la variable de ajuste. Por contra, en 2001 la caída estuvo relacionada con el fin del ciclo expansivo en EUA.

Es más, en este ciclo, las condiciones estructurales de la economía mexicana eran más sólidas: menor déficit fiscal, sin presiones de financiamiento de la deuda y cuentas externas cubiertas con recursos de largo plazo.

Otra característica que distingue al ciclo actual de los anteriores y que refleja el cambio estructural de la economía es la solidez que ha mostrado el consumo privado. El control de la inflación resultó la clave para moderar el impacto de la contracción en la actividad económica sobre este componente de la demanda. Por una parte, la caída en el nivel de empleo fue compensada por la recuperación de los salarios reales, de modo que la masa salarial se mantuvo en expansión.

Por otra parte, el descenso en las tasas de interés debido en gran parte a la trayectoria de baja en la inflación favoreció la reactivación del crédito,³ limitando la caída en el consumo y en la actividad. En síntesis, en el ciclo actual el consumo no ha presentado los ajustes que lo caracterizaron en el pasado.

La cotización del peso reflejó esta mejor situación estructural: a diferencia de otras ocasiones, durante el periodo de contracción del ciclo actual el tipo de cambio mantuvo una tendencia de apreciación (de 2000 hasta abril de 2002).

La integración entre México y Estados Unidos es un componente adicional que distingue al ciclo actual. La evolución de la producción industrial mexicana ha seguido a la de aquel país a partir de la firma del TLCAN, especialmente en el sector manufacturero, en particular maquinaria y equipo y textil (véase recuadro de sincronización) que representan alrededor de 36% del valor de la producción manufacturera y del empleo en el sector.

En conclusión, en el ciclo actual han estado ausentes las crisis financieras o de balanza de pagos del pasado y su evolución sigue una tendencia más parecida a la de los países desarrollados, asociada a la mayor sincronía con la economía estadounidense, a la flexibilidad del tipo de cambio —que evita acumular desequilibrios con el exterior—, y a la mejoría de los fundamentales de la economía. El reflejo de este cambio en las condiciones económicas se observa en las características del ciclo: un periodo de recesión más suave, estabilidad en las variables financieras y un crecimiento con bases más sólidas.

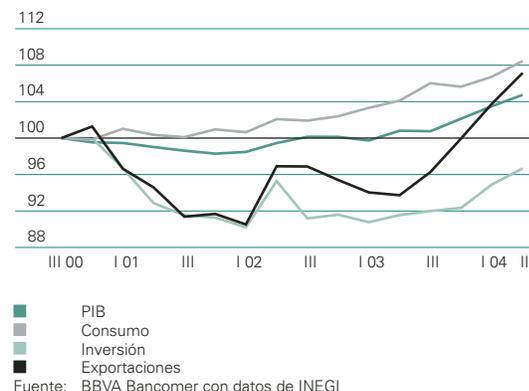
Mercado interno, base del crecimiento en 2005

Una vez consolidada la recuperación en 2004, el escenario para 2005 ofrecerá un crecimiento más moderado del PIB (3.8 vs. 4.1% esperado en 2004), en el que la característica principal será un aumento de la contribución de los componentes internos a la expansión de la actividad económica.

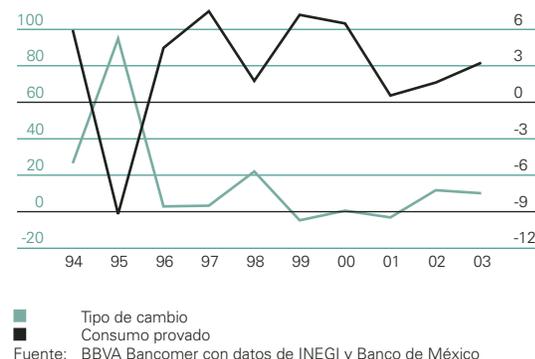
En cuanto al consumo, el ritmo de avance estará apoyado en la recuperación del empleo y la estabilidad financiera, que continuarán impulsando el crédito, principalmente en adquirir bienes duraderos. En menor medida, el gasto público también contribuirá a la expansión de este componente de la demanda. Su crecimiento podría ubicarse en 4.3%, nivel prácticamente igual al de 2004.

En cuanto a la inversión se anticipa que continuarán presentes la mayoría de los elementos que permitieron su reactivación en 2004. Por un lado, los programas de apoyo a la construcción de vivienda por parte del gobierno federal, cuyo desarrollo se ha constituido en una prioridad para la administración actual; por otro, los proyectos de desarrollo de infraestructura, carreteras y proyectos energéticos (electricidad, gas natural y petróleo) que por su naturaleza tienen un presupuesto multianual y garantizan altos flujos de inversión en estos ámbitos. También cabría destacar el aumento en la comercialización de automóviles, que con características crediticias de tasas de interés fijas y plazos mayores de pago, podría continuar impulsando la

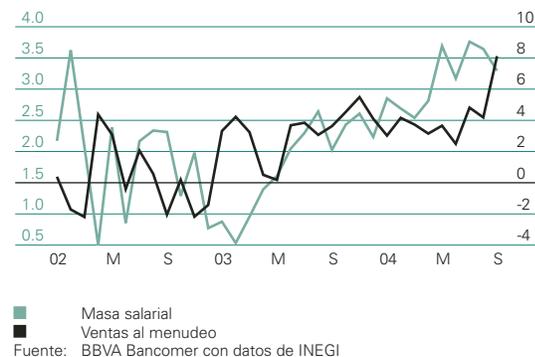
Evolución de los Componentes del PIB Tercer trimestre 2000 = 100



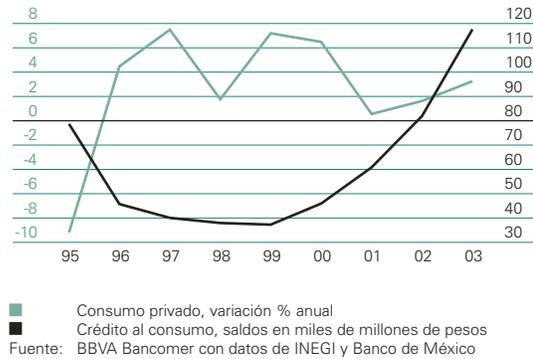
Tipo de Cambio y Consumo Privado Variación % anual, fin de periodo



Masa Salarial y Consumo Variación % anual



Consumo Privado y Crédito al Consumo



inversión —si bien menos que el año previo—, específicamente en el renglón de equipo de transporte.

En el contexto externo, la moderación en el crecimiento esperado en EUA (3.5 vs. 4.4% estimado para 2004), podría tener un impacto modesto en México, sobre todo si la producción industrial mantiene su solidez (pronóstico de 4 vs. 4.5% respectivamente). Pese a ello, los principales factores de incertidumbre en México para 2005 tienen que ver con el desempeño de esa economía (Ver sección entorno internacional).

Por último, cabe advertir que el panorama no está libre de riesgos internos. La primacía de la agenda política en los temas de fondo en la economía podrían frenar el crecimiento, debido al gradual pero persistente rezago en la competitividad. La experiencia de 2004 es reveladora en este sentido: aun cuando se alcanzó el mayor crecimiento en cuatro años, la generación de empleo formal no superó las 500 mil plazas, que son apenas la mitad de lo que requiere el país anualmente para satisfacer la demanda del crecimiento de la población económicamente activa. En este sentido, las reformas estructurales en materia energética, fiscal, laboral y de estado de derecho siguen siendo una condición necesaria para alcanzar mayores tasas de crecimiento y mejores niveles de bienestar.

- 1 La definición de ciclo es relevante: para este análisis se determina el punto máximo y el mínimo de la evolución trimestral del PIB en series ajustadas por estacionalidad, puntos que se utilizan como referencia para todos los componentes de la demanda agregada. Se asigna un índice base 100 en cada punto máximo y se comparan las tendencias posteriores entre periodos y entre componentes. Se define recesión como la ocurrencia de dos trimestres consecutivos con contracción en el PIB. Para ciclo, el periodo entre dos puntos máximos del PIB. Con el fin de respetar la secuencia cronológica y evitar traslapes se ha limitado cada lapso a 14 observaciones trimestrales o bien tres años y medio.
- 2 La libre flotación del tipo de cambio en México se anunció el 20 de diciembre de 1994. Previa a esto, el tipo de cambio se movía dentro de una banda de flotación controlada (crawling peg) definida por el gobierno.
- 3 El crédito estuvo también impulsado por una mayor solidez del sistema bancario: mejoría en el marco regulatorio, instituciones mejor capitalizadas, así como mayor competencia y diversidad en la oferta de crédito.

Cuadro Macroeconómico de México

Variación % anual

	Observado				Pronósticos					Contrib. al crecimiento (pp)	
	2001	2002	2003	2004*	2005	1T05	2T05	3T05	4T05	2004	2005
PIB	-0.1	0.7	1.3	4.1	3.8	4.1	3.7	3.7	3.6	4.1	3.8
Demanda total	-0.5	0.9	0.7	5.8	5.8	5.7	5.8	6.0	5.5	8.0	8.0
Interna	0.6	1.6	0.5	3.8	4.3	4.4	4.3	4.4	4.2	3.9	4.4
Consumo	1.9	1.2	2.9	4.4	4.3	4.3	4.2	4.4	4.2	3.6	3.5
Privado	2.5	1.3	3.0	4.9	4.5	4.5	4.4	4.7	4.6	3.5	3.3
Público	-2.0	0.1	2.5	1.2	2.1	2.6	2.5	1.7	1.9	0.1	0.2
Inversión	-5.6	-1.0	-0.4	5.4	4.1	4.8	3.9	4.2	3.5	1.0	0.8
Privada	-5.9	-4.0	-5.7	6.2	4.5	5.4	4.2	4.2	4.0	0.9	0.7
Pública	-4.2	14.2	22.4	3.0	2.8	1.5	2.5	4.3	2.6	0.1	0.1
Var. existencias**										-0.6	0.1
Externa	-3.8	1.5	1.1	12.1	9.7	9.5	10.0	10.2	9.3	4.1	3.6

* Cierre estimado

** Las tasas anuales no se presentan por ser no representativas

Sincronía entre la Economía Mexicana y la Estadounidense

Las economías de México y de Estados Unidos están estrechamente relacionadas, si bien el grado de sincronización de la actividad productiva de ambos países ha sido cambiante a lo largo del tiempo y difiere entre sectores productivos.

Para analizarlo se llevó a cabo un análisis de correlación de tasas anuales de crecimiento, sobre datos mensuales de series desestacionalizadas con periodos móviles de 36 observaciones entre enero 1981 y septiembre 2004. Los resultados más destacables son: a) la asociación entre ambas economías es creciente en el tiempo, pero diferente por sector de actividad, b) la apertura intensificó esta relación, y c) factores coyunturales, como la crisis de 1995, afectaron la tendencia general.

Producción Industrial Correlación entre México y EUA, 1984-septiembre 2004*



* Series desestacionalizadas, datos mensuales, variación % anual, periodos consecutivos de tres años, gráficos por última observación
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Reserva Federal

Según la relación entre la producción industrial de ambas economías se pueden identificar tres periodos: antes del TLCAN (Tratado de Libre Comercio de América del Norte), los primeros años de este acuerdo y el periodo reciente (2000-2004). En la década de los ochenta, los choques externos y la inestabilidad interna se reflejaron en relaciones inestables y minimizaron el efecto que la apertura de 1985 pudo haber generado. Después de los acuerdos comerciales con América del Norte, la correlación muestra una tendencia creciente que se estabiliza a partir del año 2000, momento a partir del cual el coeficiente de correlación promedio alcanza el 91 %, con fluctuaciones entre 0.77% y 0.99% en el periodo.

Por actividades específicas,¹ la relación más estrecha se presenta en sectores con fuerte presencia en el comercio exterior (sombreado en tabla) y la menor en aquellos dirigidos al mercado interno. Productos Metálicos y Alimentos son los dos principales sectores productivos, el primero es altamente exportador y el segundo dirigido al mercado interno, lo que se refleja en los coeficientes de correlación respectivos.

1 Sin construcción por su orientación al mercado interno

Producción Industrial Variación % anual



■ México
■ Estados Unidos
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Reserva Federal

Relación entre la Producción Industrial de México y EUA • Coeficientes de correlación

	Estruc. % 2003	Después de TLCAN		
		Antes de TLC 1981-1993	Inestabilidad 1994-1999	Estabilidad 2000-2004
Total	100.0	0.23	0.41	0.93
Manufacturas	73.4	0.11	0.46	0.90
Productos metálicos (1)	21.6	0.24	0.44	0.79
Textil, confecc. y cuero	5.1	-0.39	-0.03	0.79
Quím., der. pet. y plást.	11.1	-0.04	0.31	0.75
Metálicas básicas (2)	3.7	0.59	0.19	0.75
Papel, imp. y editorial.	3.2	-0.19	0.20	0.65
Min. no metálicos (3)	5.3	0.03	0.53	0.59
Alim., bebidas y tabaco	19.6	0.09	0.12	0.38
Otras manufacturas	2.0	-0.07	0.26	0.30
Madera y prod. madera	1.8	-0.05	0.32	-0.05
Minería	5.0	0.22	0.40	0.42
Electricidad, gas y agua	6.3	-0.03	-0.28	-0.13

Notas:

- (1) Integrada principalmente por la industria automotriz terminal y de autopartes, maquinaria y equipo eléctrico y electrónico, y equipo profesional y científico
- (2) Fundición de acero, cobre, zinc y otros metales
- (3) Cemento, vidrio, cerámica, etc.

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Reserva Federal

En suma, la mayor sincronía entre ambas economías alcanzada en los últimos diez años se explica por la vecindad geográfica, la globalización y liberalización de la economía mexicana y especialmente por el TLCAN, y se ve reflejada en los sectores más abiertos al exterior.

Fernando González f.gonzalez8@bbva.bancomer.com
Eduardo Torres e.torres@bbva.bancomer.com

Referencias:

- Cuevas C.A., Messmacher M., Werner A.M. (2003), "Sincronización Macroeconómica entre México y sus Socios Comerciales del TLCAN", Banco de México
Torres G.A., Vela T.O. (2002), "Integración Comercial y Sincronización entre los Ciclos Económicos de México y los de Estados Unidos", Banco de México

¿Cómo Será el Crecimiento Sectorial en 2005?

La dinámica de crecimiento económico en 2005 continuará la tendencia de consolidación iniciada en 2004, con tasas anuales de crecimiento menos volátiles al interior de las nueve grandes divisiones que conforman el aparato productivo. A un entorno de crecimiento de la demanda externa, si bien más moderado que el de 2004, se le unirá una mayor fortaleza de la demanda interna. En conjunto se prevé que el motor de crecimiento en 2005 será el mercado doméstico (contribuirá con 4.4 puntos porcentuales) mientras que el sector externo tendrá una aportación neta negativa de 0.6 puntos porcentuales, resultado de un mayor dinamismo de las importaciones respecto a las exportaciones.

Evolución y Pronóstico del Producto Interno Bruto

Variación % anual

	2001	2002	2003	2004e	2005p
Total	-0.1	0.7	1.3	4.1	3.8
1. Agricultura, silvicultura y pesca	3.5	0.3	3.9	3.0	1.5
Sector industrial	-3.4	-0.3	-0.8	4.0	3.9
2. Minería	1.5	0.4	3.7	3.2	3.8
3. Manufactura	-3.8	-0.7	-2.0	3.9	3.7
I. Alimentos, bebidas y tabaco	2.3	1.8	1.2	2.7	2.7
II. Textil, vestido y cuero	-8.6	-5.8	-8.9	1.5	0.1
III. Madera y sus productos	-6.7	-4.9	0.2	1.8	1.3
IV. Papel, imprenta y editoriales	-4.3	-1.8	-1.7	2.3	2.5
V. Química y derivados del petróleo	-3.8	-0.2	1.8	4.5	3.2
VI. Minerales no metálicos	-1.8	3.8	0.7	4.4	4.8
VII. Metálicas básicas	-7.1	1.3	3.4	6.6	5.6
VIII. Maquinaria y equipo	-6.8	-2.2	-5.9	5.1	5.2
IX. Otras manufacturas	-2.1	-3.2	-8.3	5.3	6.9
4. Construcción	-5.7	1.3	3.4	5.6	5.4
5. Electricidad, gas y agua	4.7	0.4	1.1	2.0	2.8
Sector servicios	1.2	1.5	2.1	4.4	4.1
6. Comercio, restaurantes y hoteles	-1.2	0.0	1.3	4.3	3.9
7. Transporte, almacenaje y comunic.	3.8	1.9	3.3	8.9	7.6
8. Financieros, seguros e inmuebles	4.5	4.3	4.3	4.6	4.4
9. Comunes, sociales y personales	-0.3	0.5	0.5	1.6	1.7

e Cierre estimado
p Pronóstico BBVA Bancomer
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

En el ámbito interno, el aumento de la inversión física, principalmente en edificación privada, apoyará la construcción de vivienda, de establecimientos comerciales y de entretenimiento, posibilitando que el sector construcción supere la dinámica general (5.4 vs. 3.8%) y beneficie al crecimiento de la minería (3.8%) y la manufactura de minerales no metálicos como cemento, vidrio y cerámicas, entre otros (4.8%) y de metálicas básicas (5.6%).

A su vez, el impulso del consumo privado beneficiará de forma directa a cuatro divisiones manufactureras: química y derivados del petróleo; alimentos, bebidas y tabaco; papel, imprenta y editoriales; y madera y sus productos con avances de su PIB de 3.2, 2.7, 2.5 y 1.3%, respectivamente, y al de los servicios, en particular en financieros, seguros e inmuebles (4.4%) y comercio, restaurantes y hoteles (3.9%).

El incremento de 4% anual previsto para la producción industrial de EUA —menor que el de 2004— continuará apoyando la senda de crecimiento de las exportaciones manufactureras de México. Esto se reflejará principalmente en el crecimiento del PIB del sector manufacturero, del de transporte y en menor medida, el del comercio, por mayores transacciones mayoristas.

Aunque todas las divisiones manufactureras son sensibles a los cambios en la demanda externa, algunas lo son con más intensidad. Las actividades que recibirán el mayor impacto positivo de las compras foráneas serán otras manufacturas, metálicas básicas (acero), maquinaria y equipo (autopartes y equipo eléctrico y electrónico) y textiles y prendas de vestir con crecimientos anuales de 6.9, 5.6, 5.2 y 0.1% respectivamente. El modesto avance de textiles y prendas de vestir proviene de problemas de competitividad y de pérdida de mercados.

Perfil de la Dinámica de Crecimiento Productivo

	2001	2002	2003	2004e	2005p
Desviación estándar					
Grandes divisiones (1-9)	3.8	1.5	2.1	2.2	1.9
Industria (2-5)	4.8	0.8	2.6	1.5	1.1
Manufactura (I - IX)	3.4	3.2	4.6	1.8	2.2
Servicios (6-9)	2.9	1.9	1.8	3.0	2.4

e Cierre estimado
p Pronóstico BBVA Bancomer
* Grado de dispersión respecto a la media
Fuente: BBVA Bancomer

La consolidación del crecimiento sectorial esperada para 2005, significará una menor dispersión respecto a la media de la registrada en el periodo 2001-2003 lo que, de acuerdo con el cuadro anterior, podrá observarse tanto en las nueve grandes divisiones de actividad, como en los sectores industrial y servicios.

Alma Martínez ag.martinez2@bbva.bancomer.com

Inflación 2005: ¿Se Cumplirá la Meta?

2004 estuvo caracterizado por problemas de oferta que presionaron los precios al alza la mayor parte del año y condujeron a una inflación superior al objetivo del Banco de México. En 2005 las condiciones podrían ser más favorables, aunque la pregunta es si serán o no suficientes para converger con el límite superior de la meta: 4%.

¿Qué determinó la inflación en 2004?

El crecimiento de los precios (INPC) en 2004, estimado en 5.4% al cierre de diciembre, resultó particularmente alto. Presentó un aumento de 1.4 puntos porcentuales (pp) comparado con el cierre de 2003 y 2.4 pp por arriba de la meta¹ del Banco de México (3% con un límite máximo de 4%). Más aún, el componente subyacente, con un incremento anual estimado de 3.8%, interrumpió la tendencia a la baja de los cinco años previos.

El repunte de la inflación en 2004 estuvo asociado principalmente a condiciones coyunturales, tanto internas como externas que afectaron a los componentes más volátiles del INPC. De hecho, el aumento en el componente no subyacente —casi 9%— explica aproximadamente 50% de la inflación anual. El contexto externo fue el principal causante de este resultado. Por un lado, el crecimiento acelerado en la región de Asia, particularmente China, presionó al alza los precios de las materias primas, incluyendo energéticos. En el caso del petróleo, el aumento en la demanda se combinó con choques negativos de oferta (inestabilidad política en países exportadores) para llevar su cotización a niveles récord en términos nominales. El efecto de la volatilidad en el precio de los energéticos se reflejó en el subíndice de “administrados y concertados”, en especial en el gas natural, las gasolinas, la electricidad y el transporte público, con incrementos en algunos casos de hasta 17%. La contribución de este subíndice a la inflación del año fue de 23%. En el ámbito interno, el sector agropecuario fue el componente con mayor volatilidad en el INPC: con su crecimiento (13.4%), aportó 20% de la inflación observada en 2004.

No toda la historia de la inflación en 2004 se explica por los componentes volátiles. En la subyacente, aunque con una evolución más estable, también se acumularon presiones en precios durante el año. En el componente de mercancías se reflejó parte de los incrementos en agropecuarios, a partir de alimentos procesados (crecimiento de 7%) y también la inflación importada. Asimismo, este componente debió absorber el efecto de la depreciación del peso: el análisis estadístico muestra que la inflación total incorpora cerca de dos tercios de los movimientos en el tipo de cambio con un rezago de hasta un trimestre.

Tal vez la noticia más favorable en materia de precios en 2004 provino del componente de servicios, cuya contribución fue de 22.5% en la inflación general. Excluyendo educación y transporte, considerados volátiles, su incremento resultó inferior al del INPC por primera ocasión en cuatro años. El dato es relevante por dos factores: primero, porque sugiere que el aumento en los precios no es resultado de presiones de demanda; en otros términos, podría estar indicando

Inflación Observada vs. Meta

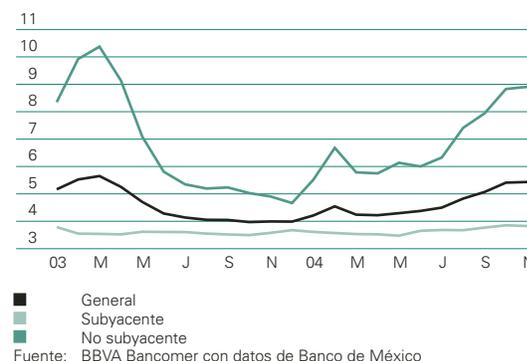
Variación % anual

	General	Subyacente	Objetivo oficial
1995	52.0	52.8	19.0
1996	27.7	25.6	20.5
1997	15.7	15.9	15.0
1998	18.6	17.7	12.0
1999	12.3	14.2	13.0
2000	9.0	7.5	10.0
2001	4.4	5.1	6.5
2002	5.7	3.8	4.5
2003	4.0	3.7	3.0
2004*	5.4	3.8	3.0

* Cifras a noviembre
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

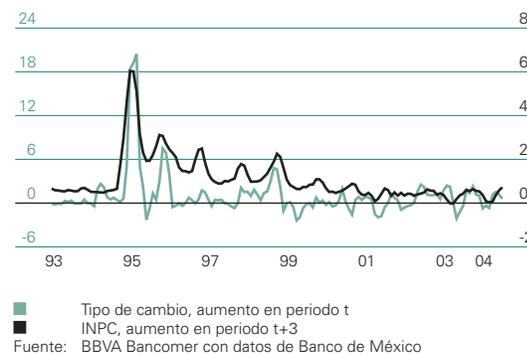
Evolución de la Inflación en 2004

Variación % anual



Transmisión Tipo de Cambio a Precios

Variación % mensual, promedio móvil 3 meses



Contribución a Inflación por Subíndices Principales en 2004

	Inflación*	Contribución	
		pp	%
INPC	5.4	5.4	100.0
No subyacente	8.9	2.7	50.5
Administrados y concertados	7.2	1.2	23.2
Agropecuarios	13.4	1.1	20.2
Educación	7.5	0.4	7.3
Subyacente	3.8	2.7	49.5
Mercancías	3.9	1.4	27.0
Servicios	3.7	1.2	22.5

* Variación % anual, cifras a noviembre
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Contribución a Inflación por Objeto del Gasto en 2004

	Inflación*	Contribución	
		pp	%
INPC	5.4	5.4	100.0
Alimentos, bebidas y tabaco	9.4	2.1	39.4
Transporte	5.4	0.7	13.4
Vivienda	4.9	1.3	23.9
Educación y esparcimiento	4.8	0.6	10.3
Otros servicios**	4.7	0.3	6.0
Salud y cuidado personal	2.8	0.2	4.5
Ropa y calzado	1.4	0.1	1.5
Muebles y electrodomésticos	1.2	0.1	1.1

* Variación % anual, cifras a noviembre
** Incluye restaurantes, bares y servs. profesionales, entre otros
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación Servicios y Negociaciones Contractuales • Variación % anual



■ Inflación servicios
■ Negociaciones (línea discontinua es la tendencia)
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y STPS

que las tasas actuales de crecimiento —que implican una brecha de producción ligeramente positiva— no traen consigo una mayor inflación. Segundo, porque es alentador el descenso de este componente dada la rigidez con respecto a la inflación general que lo ha caracterizado en años recientes, sobre todo en un contexto de alza generalizada en el resto de los subíndices del INPC.

2005, con perspectivas más favorables

Dado que en 2004 las principales presiones sobre los precios obedecieron a factores coyunturales, la probabilidad de que éstas se moderen o incluso se revierta el proceso, es el escenario más probable para 2005. Los factores que más contribuyeron al aumento en la inflación en 2004 podrían en este año favorecer su descenso.

Por una parte, se anticipan menores precios de las materias primas. En cuanto al petróleo, al cierre de 2004 los precios mostraban ya un descenso importante respecto a los niveles máximos alcanzados durante el año. Si bien las presiones de demanda mantendrán los precios relativamente altos en 2005, comparados con 2004, la tendencia será a la baja. En cuanto al sector agrícola, la evidencia de los años recientes revela un patrón cíclico en el que las variaciones (alzas o bajas) en un año se revierten en el siguiente; siguiendo esta tendencia, 2005 se puede perfilar como un año de precios agrícolas bajos.

Por último, otro elemento que podría incidir en el descenso de la inflación es el compromiso del gobierno con la meta del Banco de México a partir de una política congruente de precios administrados. Esto sería un gran avance, pues entre 1990 y 2004 sólo en dos ocasiones el incremento en este subíndice fue menor al del INPC.

Este mejor escenario no significa que será fácil cumplir la meta del Banco de México en 2005, aun cuando en alguno de los meses se registre, como en años anteriores, una caída en los precios. En nuestro escenario base, que supone un “buen año” agrícola, es probable que la inflación comience a descender hacia finales del primer trimestre, con una convergencia gradual de acuerdo con el patrón de estacionalidad. Nuestro pronóstico es que la inflación se ubique al final de 2005 en 4.2%, mientras que la subyacente podría llegar a 3.7%.

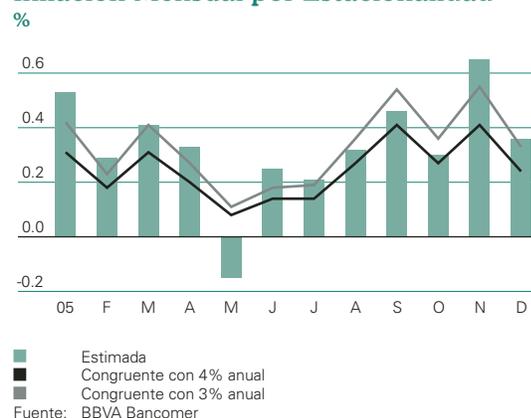
Este escenario, sin embargo, no está exento de riesgos. Como mínimo, la convergencia de la inflación quizá se demore más tiempo del previsto. Entre los factores que podrían desviar la trayectoria de la inflación respecto a nuestra proyección original destaca, primero, la eventualidad de aumentos salariales arriba de 4%. En 2004, la evolución de los salarios negociados para los próximos 12 meses presentó una senda ascendente. La negociación de los contratos colectivos al inicio de 2005 podría marcar la pauta para los incrementos salariales en el resto del año. Al principio de 2005 se deberán concretar numerosos procesos de negociación salarial en sindicatos del sector privado, que tendrán como referencia, primero, un crecimiento del salario mínimo de 4.5%, y segundo, inflación en niveles superiores a 5%.

De hecho, esta preocupación es palpable en las autoridades monetarias, que restringieron fuertemente las condiciones monetarias en el transcurso de la segunda mitad de 2004. Pese a esta política restrictiva, las expectativas de inflación en México para los próximos 12 meses se sitúan por arriba de 4%, el límite máximo de tolerancia del Banco de México. La expectativa del mercado para los próximos dos años es que la inflación se ubique en un nivel ligeramente menor (véase recuadro ¿cómo se forman las expectativas de inflación en México). De trasladarse estas expectativas a las negociaciones salariales y conjuntarse con potenciales demandas de recuperación del poder adquisitivo perdido en 2005, las perspectivas de inflación a medio plazo podrían empeorar significativamente.

El segundo riesgo es un choque de oferta más largo que lo anticipado por mayores precios de las materias primas y de las mercancías importadas. Por último, existe la posibilidad de que los precios agrícolas no disminuyan o lo hagan a un ritmo más lento del previsto. Estimamos que, como mínimo, la combinación de estos elementos podría prolongar hasta el verano el periodo de inflación alta. Lo preocupante de este escenario es que llevaría aparejado una convergencia más lenta de la inflación a la meta del Banco de México; y que sería compatible con incrementos superiores a 4% en el subíndice subyacente.

1 Entre 1995 y 1999 las metas de inflación del Banco de México se establecieron en coordinación con la Secretaría de Hacienda mediante los programas de ajuste económico (1995-1997) y los Criterios Generales de Política Económica (1998-1999); el objetivo en esos años fue cualitativo, para "coadyuvar" al descenso de los niveles de inflación. A partir de 2000 establece objetivos cuantitativos, de corto y mediano plazos, para alcanzar al cierre 2003 la meta de 3% de inflación anual. En 2003 se adiciona a la meta de 3% un rango de variabilidad de más menos un punto porcentual. A partir de 2004 la meta de inflación (incluyendo el intervalo de variación) se establece para todos los meses del año y no sólo para el cierre.

Inflación Mensual por Estacionalidad



Inflación 2005 Variación % anual



¿Cómo se Forman las Expectativas de Inflación en México?

Una de las razones por las cuales las expectativas de inflación son importantes es porque en determinadas circunstancias son capaces de generar inflación. Por ejemplo, si los trabajadores esperan un nivel de precios más alto para este año, ante la expectativa de un deterioro en su poder adquisitivo podrían demandar salarios más altos, lo cual a su vez contribuiría a generar presiones en el nivel general de precios en la economía. Ejemplos similares se pueden encontrar en la fijación de precios que llevan a cabo las empresas cuando esperan precios elevados de sus insumos. Obviamente esta capacidad de traslación depende del momento del ciclo en que se encuentre la economía y de la competencia y flexibilidad de los mercados.

Expectativas de Inflación en la UE

Variación % anual



Es precisamente por esta necesidad de acotar las expectativas de inflación por lo que los países desarrollados han optado por dotar a los bancos centrales de autonomía en la gestión de una política monetaria encaminada a mantener la estabilidad de precios.

En la teoría económica existen dos enfoques para modelar la formación de las expectativas de inflación: el de las *expectativas adaptativas* y el de las *expectativas racionales*. En las primeras los agentes económicos desarrollan pronósticos de inflación basados en los errores de cálculo que cometieron en el pasado. En términos coloquiales, esto significa que el mejor pronóstico de inflación es la inflación pasada, por lo que si los agentes formaran sus expectativas de esta manera, las sorpresas transitorias en la inflación se podrían tornar permanentes.

Más recientemente, la formación de expectativas de inflación se suele modelar mediante un enfoque distinto: el de las *expectativas racionales*, el cual sugiere que si

bien los individuos cometen errores de previsión, éstos no son persistentes. El modelo se puede escribir de la siguiente manera:

$$\pi_t = \alpha + \beta E_{t-1}(\pi_t) + \varepsilon \quad (1)$$

Donde π_t es la inflación actual y $E_{t-1}(\pi_t)$ es la inflación esperada en $t-1$ para el periodo t . Bajo expectativas racionales los agentes utilizan toda la información a su alcance tanto del pasado como del presente para formar sus expectativas de inflación. Dentro de este enfoque existen dos modalidades. La primera, conocida como *racionalidad fuerte*, se refiere a la utilización óptima y disposición plena de toda la información necesaria para llevar a cabo un pronóstico lo más exacto posible. Sin embargo, en la mayoría de los casos los agentes cuentan únicamente con un subconjunto de la información necesaria o bien no cuentan con las herramientas para hacer el mejor uso de la misma, en cuyo caso hablamos de *racionalidad débil*.

Expectativas de Inflación en México

Variación % anual



El enfoque racional constituye la punta de lanza en el análisis de cómo se forman las expectativas de inflación de los agentes. Si los individuos tuviesen expectativas racionales fuertes no modificarían su pronóstico por sorpresas de inflación de naturaleza transitoria.

La racionalidad de las expectativas de inflación se ha probado para otros países. En el caso de Estados Unidos, Dutt y Gosh (1998) utilizando datos de la encuesta NBER-ASA¹ encuentran que entre 1981 y 1997 las expectativas dan muestras de racionalidad débil mas no fuerte. Nielsen (2003) evalúa por su parte la racionalidad de las expectativas para la Unión Europea (UE) en el periodo 1986-2001, obteniendo resultados similares.

1 National Bureau of Economic Research-American Statistical Association

Este ejercicio se puede aplicar a México (desde 1998 a la fecha)² utilizando información de las "Encuestas sobre expectativas de los especialistas en economía del sector privado" realizada por el Banco de México, así como de las encuestas llevadas a cabo por Infosel. Nuestros resultados (véase tabla) apuntan a que en nuestro país las expectativas de inflación de los especialistas y la inflación observada se forman con criterios de racionalidad débil; es decir, se utiliza la mejor información disponible aunque no de manera óptima.

Expectativas de Inflación en EUA

Variación % anual



Sin embargo, hay diferencias. La racionalidad de los agentes en EUA y en la UE también se refleja en la estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo con independencia de la presencia de choques transitorios, lo que permite a las autoridades monetarias ejercer sus políticas de forma más gradual que en el caso de que las expectativas de inflación no estuvieran ancladas. En México, dichas expectativas de inflación no son tan estables.

Ante el aumento de la inflación, el Banxico tuvo que endurecer en 2004 su política monetaria con más frecuencia para evitar que las expectativas de inflación crecieran aceleradamente y contagiaran la determinación de precios en la economía. En México, es posible que los agentes crean que el efecto de la inflación actual es más permanente de lo que en realidad es, o que confíen menos en la capacidad del Banco de México para llevar la inflación a su

meta, o bien que ponderen el pasado reciente con mayor proporción a la hora de formar sus expectativas.

No obstante, si el incremento en la inflación de 2004 fue como consideramos, en cierta medida transitorio, es muy probable que este año las expectativas se corrijan a la baja una vez que la inflación observada comience a descender.

Expectativas de Inflación en México

Expectativas un año adelante, periodo 1998 - noviembre 2004

Relación de largo plazo

Cointegración (enfoque Engel-Granger)	ρ	t	D-F	Ho: $\rho=0$, no cointegración*
$\Delta \hat{u}_t = \rho \hat{u}_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \delta_i \Delta \hat{u}_{t-i} + \omega_t$	-1.153	-2.84	2.6	
$\hat{u}_t =$ residuales de la ecuación (1)				

Relación de corto plazo

Modelo de corrección de errores	β	t	χ^2	Ho: $\beta=1$ **
$\Delta \pi_t = \beta \Delta E_{t-1} [\pi_t] + \phi \hat{u}_{t-1} + \varepsilon_t$	-0.2443	2.1924	141	

D-F	Dicky-Fuller
*	Rechazada. Conclusión: Existe relación de largo plazo
**	Rechazada. Conclusión: No existe evidencia de racionalidad fuerte

Si nuestras observaciones son correctas y las expectativas se forman bajo la hipótesis de racionalidad aunque sea débil, los agentes tarde o temprano incorporarán el compromiso del Banxico con la meta de inflación, razón por la cual es poco probable que las expectativas de inflación crezcan en forma indefinida y contagien significativamente la determinación de precios en la economía. Ahora bien, no cabe duda que cuanto más tiempo permanezcan altas las expectativas habrá un mayor riesgo de que choques transitorios de inflación se trasladen a la fijación de precios y salarios.

Marcial Nava jm.nava@bbva.bancomer.com

Referencias:

- Dutt, Swarna, y Ghosh, Dipak (1998), "Inflation expectations: are they rational? An empirical examination", *Applied Economic Letters*, 7, pp. 103-106.
- Nielsen, Hannah (2003), "Inflation Expectations in the EU - rational or not?", Freie Universität Berlin, Departamento de Economía, Instituto de Estadística y Econometría.
- Sargent, Thomas (1986), "Rational Expectations and Inflation", Harper & Row Publishers, Nueva York, pp. 1-18.

2 Éstos consistieron en estimar la ecuación (1). La hipótesis de racionalidad fuerte es equivalente a probar la hipótesis nula $H_0 = \alpha = 0, \beta = 1$ mediante un modelo de corrección de errores debido a la no estacionariedad de las series. Debido a que tanto la inflación observada como la esperada están integradas en orden 1 fue necesario llevar a cabo una prueba de cointegración al estilo Engel-Granger para rescatar la relación de largo plazo entre ambas variables, lo cual es equivalente a probar la hipótesis de racionalidad débil.

Continuarán los Aumentos en las Tasas de Interés en 2005, pero a Menor Ritmo

En 2005, las tasas de interés promediarán niveles más elevados que los observados en 2004 y presentarán un perfil de evolución diferente al registrado en ese año, el cual estará ligado a la marcha de la inflación y a la conducción de la política monetaria en el país. De esta forma, estimamos que las tasas de interés durante este primer semestre continuarán su tendencia ascendente —pero a un ritmo menos acelerado al mostrado en los últimos meses de 2004— para estabilizarse en la segunda parte del año en niveles elevados.

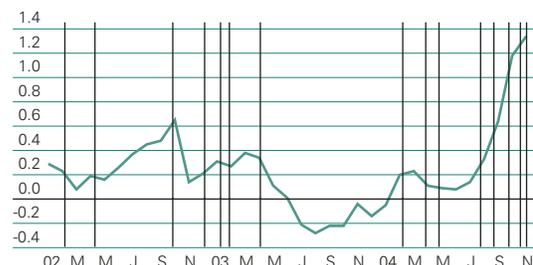
Alta inflación en el primer semestre, moderándose en el segundo

El año pasado se distinguió por registrar fuertes presiones sobre los precios en la economía las cuales se trasladaron gradualmente a mayores expectativas de inflación, de forma tal que la alejaron sustancialmente del objetivo inflacionario del Banco de México (Banxico). En respuesta a ello, las autoridades monetarias incrementaron el “corto” en nueve ocasiones entre julio y diciembre, lo que se tradujo en acelerados aumentos en la tasa de interés de corto plazo: tan sólo la tasa de fondeo bancaria aumentó más de 200 puntos básicos (pb) en el último semestre de 2004.

Si bien las presiones inflacionarias empezarán a ceder en 2005, es poco probable que la inflación termine el año por debajo de 4%. Más aún, la probabilidad de que la inflación y sus expectativas persistan alejadas de la meta durante los primeros meses del año es alta. Por tal motivo, Banxico mantendrá la astringencia en su política monetaria e inducirá mayores aumentos de las tasas de interés de corto plazo durante el primer semestre. Bajo este entorno los Cetes a 28 días pudieran promediar 8.9% de enero a junio de 2005 (vs. 7.63% promedio del segundo semestre de 2004).

Expectativas de Inflación y “Corto”

pp de desviación respecto a meta (4.5% en 2002; y 4% en 2003-04)



Nota: Las fechas del “corto” son: 8-Feb-02, 12-Abr-02, 23-Sep-02, 6-Dic-02, 10-Ene-03, 7-Feb-03, 28-Mar-03, 20-Feb-04, 12-Mar-04, 27-Abr-04, 23-Jul-04, 27-Ago-04, 24-Sep-04, 22-Oct-04, 26-Nov-04, 10-Dic-04
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Eventos Relevantes de Política Monetaria en 2005

Mes	Programa de política monetaria	Informe de política monetaria	Informe tri-mestral sobre inflación	Decisión de política monetaria*		Reporte de inflación**	
				Sólo anuncio	Con boletín	1a. quin. mes	Mes anterior
Enero	31	31	31	14	28	24	7
Febrero				11	25	24	9
Marzo				11	23	22	9
Abril			27	8	22	22	7
Mayo				13	27	24	9
Junio				10	24	23	9
Julio			27	8	22	22	7
Agosto				12	26	24	9
Septiembre				9	23	22	8
Octubre		31	26	14	28	24	7
Noviembre				11	25	24	9
Diciembre				9		22	8

Eventos en EUA

Reunión comité mercado abierto	Reporte de política monetaria al congreso
1, 2	X
22	
3	
29 - 30	
	X
9	
20	
1	
13	

* Difundido al mercado a las 9:00 hrs. Cd. México
** Difundido al mercado a las 14:30 hrs. Cd. México
Fuente: Banco de México y Reserva Federal

A partir de julio de 2005, la inflación anual podría empezar a disminuir una vez que los aumentos transitorios en precios volátiles observados a finales de 2004 se diluyan; reduciendo con ello las presiones de una mayor restricción monetaria por parte de Banxico. En este sentido, consideramos que la tasa de interés a 28 días pudiera empezar a estabilizarse en niveles relativamente elevados: 9.14 y 9.06% promedio para el tercer y cuarto trimestres, respectivamente.

¿Cómo afectarán las condiciones monetarias internacionales?

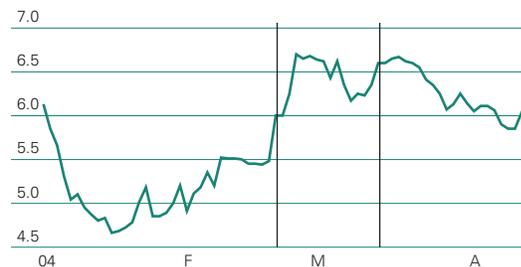
La Fed incrementará en 2005 su tasa de referencia con el objetivo de llevarla a 4.0% a finales de 2005 y retirar, con ello su sesgo expansivo de la política monetaria. En este contexto, es importante cuestionarse cuál va a ser el grado de traslación del incremento de tasas de referencia de la Fed a la tasa de fondeo bancaria en México. Resalta que desde junio de 2004 Banxico no ha dejado de anunciar que “mientras así lo juzgue conveniente” quiere que los aumentos de las tasas de interés en EUA se trasladen a las de México. Si bien, se puede argumentar que este discurso responde a la existencia de presiones de inflación comunes para ambas economías (p.e. alza de precios de materias primas), no conviene desdeñar la importancia que ha tenido este anuncio como estrategia de comunicación del Banxico. Desde que comenzó a utilizarlo, la autoridad monetaria mexicana ha podido reforzar el carácter restrictivo de su política monetaria y ha evitado —a diferencia del pasado— que el “corto” tuviera efectos transitorios sobre las tasas de interés de corto plazo en el país.

¿Hasta cuándo va a sostener esta estrategia? Nuestra opinión es que se mantendrá hasta que el Banxico quiera eliminar su “sesgo” de alza en tasas; lo cual podría ocurrir en la segunda parte del año cuando la inflación retome su senda descendente. Hasta ahora, las presiones de inflación han sido más fuertes en México —en parte porque las expectativas de inflación están menos “ancladas” que en nuestro vecino del norte— lo que ha demandado incrementos de tasas de interés mayores en nuestro país que en EUA. No obstante, esta circunstancia podría cambiar en 2005 en función a la evolución de los precios volátiles (p.e. agropecuarios). En suma, consideramos que el debate no debe centrarse en cuánto subirá las tasas de la Fed, sino hasta que grado el Banxico considera necesario mantener su actual discurso para garantizar que la inflación converja a 3%.

En conjunto, las tasas de interés de corto plazo en México seguirán parcialmente a los incrementos de tasas en EUA en los primeros meses del año pero podrían dejar de hacerlo en la segunda mitad de 2005. Lo anterior daría pie a que en el segundo semestre Banxico abandonará su discurso de “seguimiento de la Fed”, y que, por tanto, observemos un ligero desfase de las políticas monetarias entre México y EUA. Para que esto se presente deberá verse una inflación convergiendo hacia el objetivo y unas negociaciones salariales que permitan anticipar que esta senda no se va a revertir.

Al respecto, no debe sorprendernos que la conducción de la política monetaria del Banxico se “aparte nominalmente” del ciclo restrictivo en EUA: conviene tener en cuenta que la Fed acaba de comenzar su política de normalización hacia tasas de interés neutrales mientras que el Banxico lleva ya unos meses de adelanto, lo cual ha llevado a

Tasa de Fondeo Bancario: Efectos Transitorios • 2004, %



Nota: Las fechas del “corto” son: 20-Feb, 12-Mar
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Tasa de Fondeo Bancario: Efectos Perdurables • 2004, %



■ Las fechas del “corto” son: 27-Abr, 23-Jul, 27-Ago, 24-Sep, 22-Oct, 26-Nov, 10-Dic
■ Las fechas Fed son: 30-Jun, 10-Ago, 21-Sep, 10-Nov
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal

Condiciones Monetarias, 2005* Cetes 28 días, promedio mensual, %



* Ver recuadro Regla de Taylor
■ Base
■ Riesgo inflación elevada
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

EMBI+
Puntos básicos, 2004



Diferencia Tasas de 10 Años: México y EUA • Puntos básicos



Tenencia en Poder de Extranjeros
% del total en circulación, 2004



la tasa de interés real doméstica a niveles considerablemente elevados (4.4% real en 2005 vs. 3.0% promedio 2001-2005). Es más, la expectativa de menor inflación en México en el segundo semestre del año junto con niveles de tasas de interés nominales estables implica que las tasas reales podrían aumentar gradualmente, con lo cual Banxico continuaría restringiendo las condiciones monetarias en la segunda parte del año.

El riesgo de una mayor inflación

Ahora bien, si se presentara un escenario de mayor inflación en México, Banxico implementaría un mayor número de “cortos” o continuaría “siguiendo a la Fed” en la segunda parte del año lo cual mantendría la senda alcista en las tasas de interés nominales y, con ello, el sesgo restrictivo de su política monetaria. De forma ilustrativa, la evolución de las condiciones monetarias estimadas para México en función a la Regla de Taylor (calculada en el recuadro anexo); considerando nuestros supuestos de evolución de la inflación doméstica (vigente y riesgo), de las tasas de fondos federales de EUA y los riesgos descritos; sería compatible con presiones a la alza en las tasas de interés en el 1S05 y su estabilización en el 2S05.

Por otro lado, tampoco convendría descartar que la política monetaria restrictiva junto a un mejor comportamiento de los precios volátiles conduzcan a una mayor moderación de la inflación y, tras ello, a un acentuado regreso en la segunda parte del año de las tasas de interés. Sin embargo, este escenario tiene actualmente una baja probabilidad y está estrechamente vinculado a las negociaciones salariales de los próximos meses.

Las tasas a largo plazo

En lo que respecta a rendimientos a mayor plazo, su evolución durante 2005 continuará estando ligada a la marcha de las tasas de interés de largo plazo en EUA. Dada la senda alcista de éstas en EUA, los bonos mexicanos a 10 años pudieran cerrar el primer semestre pagando una tasa de 10.9% y el año 2005 en niveles ligeramente por arriba del 11%. Sin embargo, las tasas de interés a 10 años pudieran ser mayores en caso de generarse un ajuste brusco de tasas de interés en EUA en respuesta al deterioro en la confianza en ese país en torno a su elevado déficit en cuenta corriente.

Si bien lo anterior implica tasas reales mayores en el país, éstas no estarían alejadas a las observadas en otros periodos históricos. Además, un aumento de tasas de interés en EUA podría generar salida de inversionistas extranjeros que justificarían tasas domésticas más elevadas a las actuales. Sin embargo, mientras se mantengan las tasas de interés de largo plazo en EUA en niveles bajos, México podría seguir beneficiándose —al igual que otros países emergentes— de una búsqueda de rentabilidad y flujos con lo que las tasas de interés de largo plazo en México podrían no estar muy alejadas del entorno del 10%.

La Regla de Taylor: ¿Es Aplicable a México?

En 1978, John Taylor desarrolló un modelo para evaluar el desempeño de la Reserva Federal (Fed) de EUA en torno a sus objetivos de inflación y crecimiento económico denominado “Regla de Taylor”. Esta regla postula que el Fed fija su tasa de interés nominal de acuerdo con el nivel de la inflación observada y la tasa real de equilibrio (la cual asume constante); y en proporción a la “brecha de inflación” (inflación esperada menos su objetivo) y de la “brecha de producción” (PIB observado menos potencial).

La intuición de la regla es sencilla; Taylor propone que el banco central mantenga una tasa de interés real (tasa nominal menos inflación observada) igual a la tasa real de equilibrio, siempre que la inflación sea igual a su objetivo y que el PIB iguale a su potencial. Por el contrario, el banco central optará por una tasa real superior (inferior) a la de equilibrio —modificando la tasa de interés nominal— como reacción a una “brecha de inflación” positiva (negativa) y/o a una “brecha de producción” positiva (negativa).

Regla de Taylor “básica”

$R = \alpha + \beta(\text{brecha de inflación}) + \gamma(\text{brecha de producción})$
donde,

R es la tasa de interés nominal de corto plazo

α la constante igual a inflación observada más la tasa de interés real de equilibrio; β y γ son los coeficientes de cambio en R ante un cambio en la brecha de inflación o de producción ($\beta = \gamma = 0.5$ en la especificación original)

Esta regla resulta difícil de estimar dado que ni la tasa de interés real de equilibrio ni el PIB potencial son variables observables. No obstante, esta regla es útil para predecir la evolución de las tasas de interés en países con mercados financieros sin grandes fluctuaciones en la tasa real de equilibrio y con una política monetaria con instrumentos definidos (p.e. tasa de referencia); así como para valorar el grado de restricción monetaria en un momento en el tiempo. Sin embargo, existen limitaciones para su aplicación en casos en que: (1) los bancos centrales no tengan instrumentos definidos u objetivos claros de política monetaria; (2) los mercados financieros sean poco maduros, presenten restricciones a la movilidad de capitales y existan cambios estructurales en las tasas reales; y (3) el banco central fije otras variables de control como la base monetaria o la determinación de la posición acreedora frente al sistema financiero. A pesar de ello, versiones modificadas de esta regla pueden funcionar en economías emergentes.

Evidencia en México

El instrumento explícito de política en México es el “corto” y no una tasa de referencia. Pese a ello y en virtud a que

el primer canal de transmisión de la política monetaria a la economía es a través de las tasas de interés interbancarias y que las intenciones de política monetaria de Banxico —con intervenciones verbales y/o modificaciones del “corto” — se trasladan directamente a las tasas de interés, se puede asumir que la tasa de fondeo bancaria actúa como una referencia implícita de política monetaria.

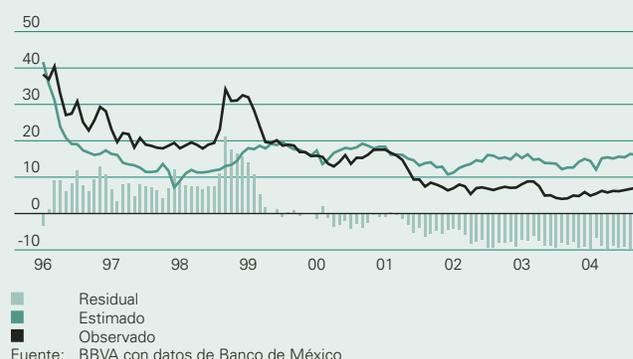
Una estimación “directa” de la Regla de Taylor en México tiende a predecir tasas más elevadas que las observadas en los últimos años. Si bien, lo anterior pudiera interpretarse como la adopción de políticas monetarias relativamente laxas, esto se debe a la disminución en la tasa de interés real por el avance en la estabilidad financiera (del 8.37% promedio entre 1995-99 a 3.30% de 2001 a la fecha) y a que es reciente la adopción de un objetivo fijo de inflación (2001) ya que antes la meta variaba año con año.

Regla de Taylor “básica”: Resultados para México

$R = 0.12 + 1.68(\text{brecha de inflación}) + 1.52(\text{brecha de producción})$
(20.2) (5.82) (2.5)

R es la tasa de Cetes a 28 días. Muestra de 1996-2004. Los parámetros son significativos al 95% (valor del estadístico t entre paréntesis) y $R^2 = 0.23$

Regla de Taylor “Básica”: Resultados para México Cetes 28 días, %



Para especificar esta regla en México, debiera utilizarse otras variables para explicar la evolución de las tasas de interés. Las condiciones monetarias en EUA y las variaciones en el tipo de cambio han podido determinar movimientos de las tasas de interés gracias a que México se ha convertido en una economía abierta. Además el banco central debe responder más a la inflación esperada que a la inflación en cada momento del tiempo. Finalmente, para calibrar mejor una regla se puede argumentar que, similar a otros países, los ajustes en la tasa de interés nominal son implementados de forma

gradual (o inercial) en relación a las brechas de inflación y producción a fin de reducir la volatilidad en el ciclo económico. Considerando lo anterior, se puede especificar la siguiente ecuación:

Reglas de Taylor “Modificada” para México*

Ecuación 1:

$$R_t = \alpha + \beta' \pi_t^e + \gamma'(Y^{obs} - Y^{pot}) + \rho R_{t-1} + \eta 1' TC_t + e_t$$

Ecuación 2:

$$R_t = \alpha' + \beta' \pi_t^e + \gamma'(Y^{obs} - Y^{pot}) + \rho R_{t-1} + \eta 2' \Delta(FF_{t-1}) + e_t$$

donde,

R_t es la tasa de Cetes a 28 días en el periodo t; π_t^e es la tasa de inflación esperada en t de t+1; $Y^{obs} - Y^{pot}$ es el PIB observado sobre el potencial calculado a través del filtro Hodrick-Prescott; TC_t es el tipo de cambio nominal (en logaritmo natural); $\Delta(FF_{t-1})$ es el cambio en la tasa de fondos federales de EUA; $\beta = \beta' / (1-\rho)$; $\gamma = \gamma' / (1-\rho)$; $\eta = \eta' / (1-\rho)$

Interpretación de parámetros: Si $\beta > 1$ el banco central ajusta la tasa nominal de corto plazo a fin de abatir la inflación esperada. Si $\beta < 1$, el cambio en la tasa “acomoda” los cambios esperados en la inflación. Si $\gamma > 0$ la tasa nominal se ajusta a fin mantener las tasas reales en la economía y estabilizar el producto. ρ es la gradualidad en el ajuste de las tasas nominales (valor entre cero y uno). $\eta 1$ y $\eta 2$ es la respuesta monetaria al tipo de cambio o al nivel de la tasa de fondos federales respectivamente.

* Detalle del marco conceptual en Svensson (1999).

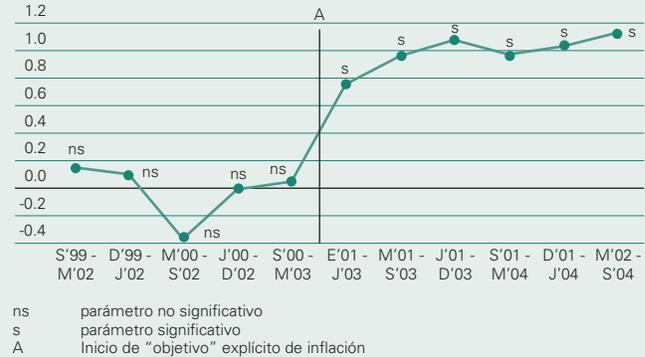
Resultados Regla de Taylor Modificada para México Dependiente: R_t (Cetes28); muestra mensual de ene'01 a sept'04*

	α	Π_t^e	$(Y^{obs} - Y^{pot})_t$	R_{t-1}	TC_t	ΔFF_{t-1}
Ecuación 1	-0.138 (-3.37)	1.047 (+3.50)	-0.001 (-1.84)	0.682 (+8.62)	0.047 (+2.95)	-
Ecuación 2	-0.021 (-2.02)	0.833 (+2.63)	-0.001 (-1.51) ns	0.728 (+8.15)	—	1.512 (+2.01)
	R2	DW	F			
Ecuación 1	0.937	1.867	0.000			
Ecuación 2	0.936	1.784	0.000			

* Todas las variables son I(0)
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Banco de México

Con la cautela que cualquier ejercicio de este tipo requiere, de la estimación de esta regla se desprenden las siguientes conclusiones. Existe evidencia de que las desviaciones esperadas a su objetivo de inflación motivan al Banxico a inducir un ajuste a las tasas de interés nominal a fin de contrarrestar el aumento en precios (parámetro b significativo y mayor a 1). Es importante destacar que esta reacción cobró mayor importancia desde que se anunciaron los objetivos “fijos” de inflación en 2001 (ver gráfica), ya que es en esa fecha cuando el parámetro de reacción de Banxico (b) frente a la brecha de inflación es mayor a uno.

Coefficiente Beta sobre Inflación Esperada



Bajo esta especificación, la tasa de interés doméstica también responde a la tasa de fondos federales en EUA, al tipo de cambio peso por dólar y, en menor medida, a la brecha de crecimiento económico. En particular se distingue que por cada incremento de 25 pb en la tasa del Fed, los Cetes 28 días aumentan aproximadamente 30 pb al cabo de un par de días. De igual forma, como se observa en otros países, la autoridad monetaria prefiere no responder de forma abrupta a cambios en la economía sino a modificar las tasas de interés de forma gradual.

En suma, el avance en la profundidad en los mercados financieros y la disminución de las tasas de interés real ha hecho relevante la estimación de reglas de comportamiento monetario en México como forma de entender la actuación del banco central. Un ejercicio econométrico inicial nos apunta a que ante una desviación en el objetivo inflacionario, Banxico actúa más que proporcionalmente para ajustar las tasas de interés nominal con el fin de corregir esta desviación lo que muestra su compromiso de combatir a la inflación y garantizar la estabilidad de precios. De igual forma, existe evidencia de que también reacciona ante cambios en la restricción monetaria en EUA. Conforme, se avance en la consolidación y transparencia en los mercados, especificaciones de la regla de Taylor serán herramientas cada vez más útiles para analizar el comportamiento de la política monetaria en México.

Octavio Gutiérrez o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

Referencias:
Taylor, J (2002). " Uso de Reglas de Política Monetaria en Economías de Mercados Emergentes". Banco de México.
Torres, A. (2002). " Un Análisis de las Tasas de Interés en México a través de la Metodología de Reglas Monetarias". Banco de México
Svensson, L. (1999). " Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability". NBER 1999.

La Inversión Extranjera en el Mercado de Dinero

Durante 2004 hubo una importante entrada de capitales al Mercado de Dinero, se estima un flujo superior a los 4 mil millones de dólares. Cantidades similares no se habían registrado desde el periodo previo a la crisis de 1994. En ese momento, para evitar una fuga masiva de capitales, se ofrecieron a los inversionistas internacionales instrumentos denominados en dólares con atractivas tasas de interés, superiores a sus similares en EUA, que eliminaban el riesgo cambiario, fueron conocidos como “*Tesobonos*”.¹

Ante estas circunstancias, es oportuno plantear varias preguntas: ¿cuáles son los incentivos de los inversionistas internacionales para comprar bonos en el mercado doméstico?, ¿cuál es la valoración de este hecho?, ¿representa un nuevo riesgo para la economía y los mercados financieros del país?.

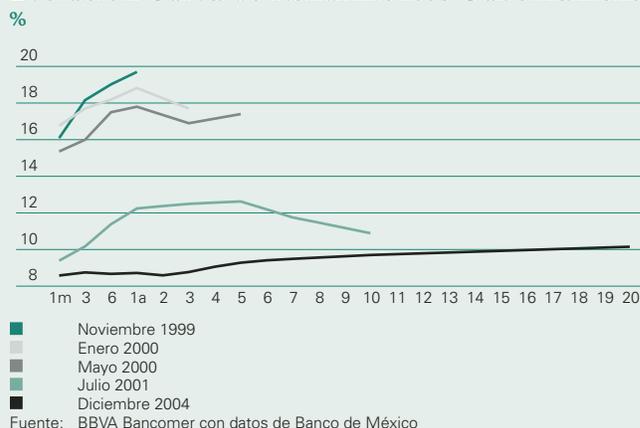
Es posible identificar dos incentivos principales: primero, la rentabilidad de la inversión y segundo, la necesidad de conformar un portafolio de valores de mercados emergentes que incluya instrumentos mexicanos, de tal forma que permita replicar una cierta referencia o “*benchmark*”.² La mayor rentabilidad proviene de los diferenciales de tasas de interés entre México y principalmente con EUA: algunos pueden decidir tomar el riesgo cambiario y otros cubrirlo mediante derivados. Sea cual fuera la motivación, es posible obtener rendimientos superiores a sus similares en EUA. En se contexto, dos elementos generan confianza a los inversionistas: el proceso gradual de convergencia entre nuestro país y el vecino del norte, que propicia que las tasas de interés tiendan —en lo general y de largo plazo— a moverse en la misma dirección y por otro lado, el grado de inversión del país, que le otorga una menor volatilidad a sus mercados en referencia a países de alto riesgo.

La valoración de este proceso de transformación del Mercado de Dinero doméstico hacia una mayor internacionalización es positiva, tanto desde el punto de vista de mercados como macroeconómico. La entrada de más participantes a cualquier mercado le otorga una mayor liquidez y una formación de precios más ordenada. Esta circunstancia fue particularmente válida en 2004; desde principios de enero los inversionistas institucionales domésticos han desinvertido de bonos del gobierno federal, conocidos como M’s; ese lugar fue tomado gradualmente

tanto por los inversionistas extranjeros como por otros nacionales. Es posible que si no hubiera existido la participación de los primeros el aumento de las tasas de interés de largo plazo hubiera sido superior.

Desde la perspectiva macroeconómica también hay beneficios por un mayor número de participantes. Gradualmente se ha logrado ampliar la curva de rendimientos gubernamental. Hace no mucho tiempo —en 2000—, el mayor plazo, en particular en los Cetes, era de un año. Actualmente, se tienen plazos representativos a tres, cinco, siete, diez y veinte años, siendo en los plazos más largos donde más se han concentrado los inversionistas extranjeros. Esta ampliación y profundización de la curva de rendimientos gubernamentales ha sido uno de los factores que ha permitido que se empiece a formar una curva de rendimientos para emisiones de deuda privada. Estas nuevas referencias son favorables para préstamos de largo plazo.

Evolución Curva de Rendimientos Gubernamental



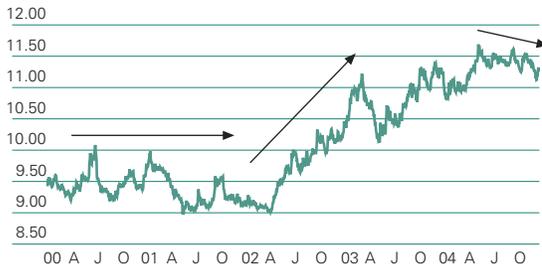
Los riesgos por la entrada de inversionistas extranjeros son significativamente menores que los observados en 1994, porque las condiciones son diametralmente distintas. Lo más importante en este aspecto es el régimen de tipo de cambio, antes predeterminado o ahora flexible, lo cual evita acumular presiones en forma permanente. Por otro lado, el volumen del mercado de cambios es mayor mientras la participación de extranjeros sobre el total de la deuda es menor. En los últimos años el nivel más alto ha sido de 15%, en 1994 superó el 70%. En síntesis, es favorable una mayor participación de los inversionistas extranjeros en el Mercado de Dinero doméstico pues contribuye a su fortalecimiento y desarrollo, con independencia de que cambios en la estrategia de estos inversionistas, puedan generar movimientos en los mercados, generando cierta volatilidad.

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

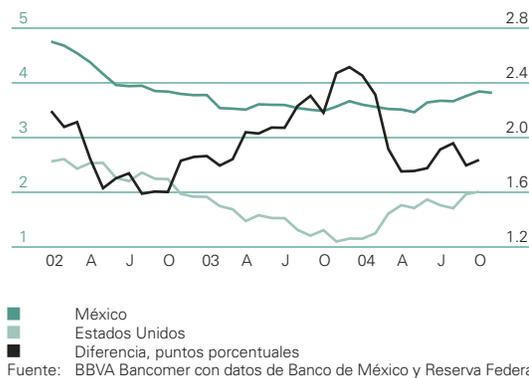
1 Los Tesobonos fueron los Certificados de la Tesorería de la Federación denominados en dólares norteamericanos.
2 El índice de Lehman Brothers denominado “*Global Aggregate*” modificó su ponderación, incluye a partir de enero de 2005, bonos mexicanos de largo plazo, los M’s.

Evolución del Tipo de Cambio Spot cierre, pesos por dólar



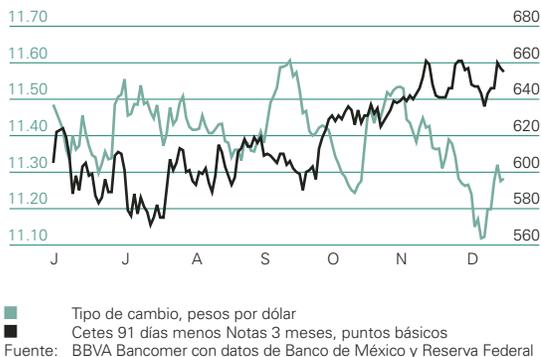
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación Subyacente en México y EUA



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

Tipo de Cambio y Diferencia de Tasas de Interés



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

El peso mexicano abrirá con fuerza en 2005 pero se atenuará su impulso conforme avance el año

A partir de 2002, el peso mexicano mostró un continuo retroceso frente al dólar el cual se moderó a mediados de 2004 apoyado por factores coyunturales (p.e. liquidez internacional y precios del petróleo). Durante este periodo nuestra moneda se ha estabilizado gradualmente, de forma tal que la depreciación acumulada en 2002, 2003 y 2004 fue 11.9, 7.5 y 0.4%, respectivamente. Si bien para el primer semestre de 2005 es probable que la paridad mexicana esté fuerte, principalmente a inicios del año, es factible que en la segunda mitad converja gradualmente a su patrón de moderada depreciación.

De enero de 2002 hasta junio del año pasado, la debilidad del peso se explicó por un menor ritmo de expansión de la economía mexicana y de la estadounidense —el cual fue más acentuado en nuestro país— y por un diferencial de inflación subyacente adverso para México desde julio de 2002 hasta diciembre de 2003. La trayectoria promedio del peso en este periodo reflejó la pérdida de competitividad en la economía: mayor brecha de inflación y deterioro en el diferencial de crecimiento. Con esto, también se corrigió la relativa fortaleza del peso observada entre 1999 y principios de 2002.

Los factores que beneficiaron al peso en el segundo semestre de 2004 podrán continuar en los primeros meses de 2005

A mediados de 2004, la tendencia de depreciación del peso se revirtió por los siguientes factores: 1) la ampliación de los diferenciales de tasas de interés ente México y EUA; 2) el incremento en los flujos internacionales hacia economías emergentes; 3) el mayor crecimiento de la economía mexicana sobre la de EUA; y 4) la combinación de sólidos fundamentales de la economía mexicana con favorables condiciones externas (p.e. efecto del precio del petróleo sobre finanzas públicas y cuenta corriente).

Es importante destacar que bajo este entorno, la prudente conducción de las políticas monetaria y fiscal en 2004, el reducido déficit por cuenta corriente y la naturaleza de los choques observados en el año pasado —que afectaron asimétricamente a México y EUA—, implicaron que la trayectoria de nuestra paridad cambiaria se desfasara de la divisa norteamericana, especialmente a partir de septiembre de 2004: mientras el peso se apreció 2% frente al dólar en diciembre, el dólar retrocedió frente al euro en más de 10%.

Elevado diferencial de tasas de interés y búsqueda de rentabilidad

El mayor diferencial en las tasas de interés —inducido por la mayor astringencia monetaria en México con respecto a EUA— ha alentado la entrada de inversión extranjera en el mercado (véase recuadro de Inversión Extranjera en Mercado de Dinero) y aumentado la demanda de pesos. En especial, al cierre de noviembre de 2004 la tenencia de valores gubernamentales en manos de extranjeros se ubicó en 15% del monto total en circulación de bonos a tasa fija con plazos de 3, 5, 10 y 20 años (vs. 4% a principios de 2004).

Las disminuciones en las tasas de interés de largo plazo en EUA a inicios del cuarto trimestre de 2004 alentaron la búsqueda de mayor rentabilidad financiera en economías con diferenciales de tasas de interés atractivas con respecto a las de los bonos del Tesoro de EUA. Este proceso favoreció la reducción de los “spreads” de economías emergentes y llevó a una apreciación generalizada de sus monedas. Al respecto destaca que el peso mexicano, no fue de las divisas más favorecidas.

No obstante, a lo largo de 2005 se puede anticipar un retiro gradual de la política monetaria expansiva en EUA lo cual traerá consigo condiciones de menor liquidez en el mercado internacional a las prevalecientes en la segunda mitad de 2004 y en presiones en el “spread” de países emergentes y, por tanto, en sus monedas. Sin embargo, —a diferencia de años anteriores— la reducción en el déficit fiscal y la disponibilidad de recursos de largo plazo para financiar el déficit de cuenta corriente favorecerán la menor percepción de riesgo soberano de México y atenuarán los impactos de mayores tasas en EUA sobre el EMBI+ del país y, por tanto, sobre nuestra paridad cambiaria (véase recuadro sobre “spreads”).

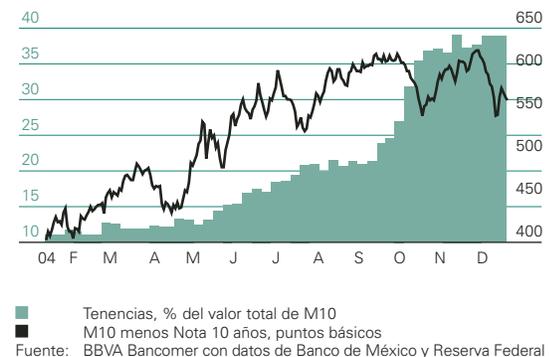
El diferencial de crecimiento con EUA será favorable a México con sólidos fundamentales

Adicionalmente, en 2004 se presentaron menores diferenciales en la brecha de crecimiento entre EUA y México lo cual tiende a repercutir en el retorno esperado de los proyectos productivos en ambas economías y a incidir sobre la asignación de recursos en nuestro país. Para 2005 estimamos que este diferencial continuará a favor de México, la economía podrá crecer ligeramente por arriba de EUA (3.8% vs. 3.5% anual).

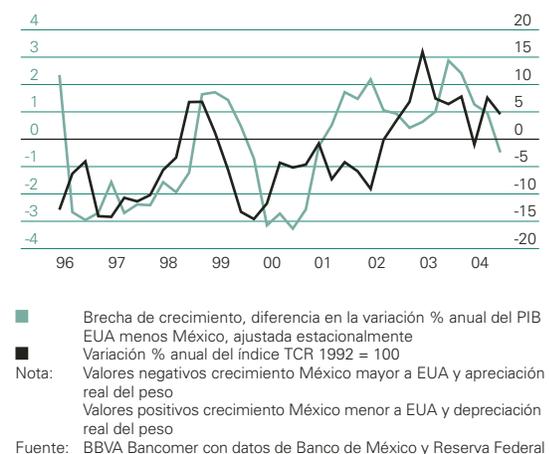
Este determinante podrá pasar a un segundo término toda vez que anticipamos pocas reformas de carácter estructural en 2005 (incluso en 2006) en un contexto político centrado en las elecciones presidenciales de 2006 (véanse recuadros). Si bien eventos políticos pudieran introducir volatilidad en el mercado cambiario, los sólidos fundamentales macroeconómicos contribuirán a mitigar este riesgo. En primera instancia, el déficit fiscal se situará en 0.3% del PIB¹ (vs. 0.4% del cierre proyectado para 2004) con lo cual se mantiene su trayectoria descendente en el presente sexenio. Además, la incertidumbre que pudiera causar la volatilidad en el precio del petróleo en 2005 sobre la recaudación fiscal, se reduce en la medida en que la existencia de instrumentos de cobertura y los estabilizadores del gasto público —incluidos en el presupuesto de egresos— permitirán mantener el compromiso de déficit fiscal.

Con esta política fiscal, el sector público absorberá menos ahorro privado interno y externo para financiarse lo cual favorecerá la percepción del riesgo soberano. Más aún, en la política de deuda aprobada para 2005 se contempla una disminución del endeudamiento externo de 500 millones de dólares. Con esto, se continúa reduciendo la proporción de deuda externa con respecto al total y se acota el riesgo cambiario en las finanzas públicas al encontrarse prefinanciada para este año.

Diferencia de Tasas de Interés y Tenencia Extranjera de Valores Mexicanos



Brecha de Crecimiento EUA-México y Evolución del Tipo de Cambio Real

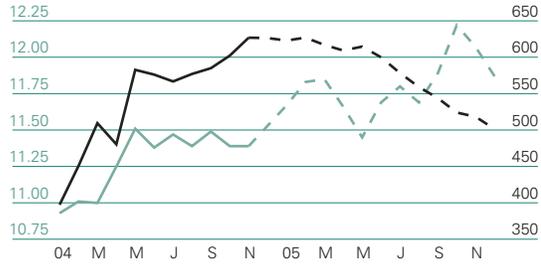


Tipo de Cambio y Tenencia Extranjera de Valores Gubernamentales



1 Déficit público según lo autorizado por la Cámara de Diputados en el Presupuesto de 2005. No obstante, la autoridad fiscal ha insistido que buscará situarlo en 0.1% del PIB.

Trayectoria del Tipo de Cambio y Diferencia de Tasas de Interés



■ Tipo de cambio, pesos por dólar
■ Cetes 91 días menos Libor 3 meses dólares, puntos básicos
 Nota: Estimado a partir de diciembre 2004
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal

Respecto a la cuenta corriente, si bien anticipamos un mayor déficit para 2005 (2.0% del PIB vs. 1.2% cierre estimado 2004) este será cubierto —casi en su totalidad— por ingresos de largo plazo provenientes de la inversión extranjera directa (entre 2002 y 2004 promedió 13.7 mmd anuales) que se generarían en un entorno de gradual recuperación económica.

En suma, la recuperación mundial con gradual ajuste en la política monetaria en EUA y el sostenimiento de la astringencia monetaria en México en la primera parte de 2005, llevarán a un tipo de cambio relativamente fuerte, que podría cotizar en niveles promedio de 11.6 ppd. Sin embargo, no se descarta que podría ser inferior en caso de intensificarse los flujos a los mercados emergentes. Para el segundo semestre es mayor la probabilidad de un incremento en las presiones sobre la paridad en la medida que continúen los incrementos en las tasas de interés en EUA y se pueda estrechar, por tanto, el diferencial de tasas de interés nominal. Para 2005 estimamos que la divisa cierre el año en niveles de 11.85 ppd.

No se pueden descartar factores de riesgo

En los últimos meses ha prevalecido en el mercado internacional el sentimiento negativo derivado de la ampliación en el déficit de cuenta corriente de EUA, lo que en un contexto de bajas tasas de ahorro público y privado ha debilitado el dólar frente a las principales divisas del mundo. Si se intensifica el deterioro de la confianza en contra de la divisa norteamericana, se podría generar un ajuste brusco en las tasas de interés de ese país y con ello reducir el retorno de las inversiones en pesos. En caso de materializarse este escenario no se podría descartar una depreciación acentuada del peso en el año, la cual sería mayor si la inflación en México no converge rápidamente hacia la meta.

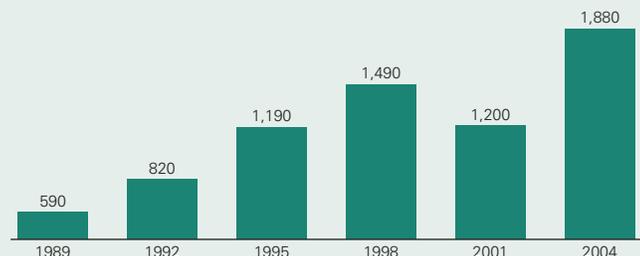
El Peso Mexicano, una de las Monedas con Mayor Volumen de Operación de los Mercados Emergentes

En las últimas décadas, los mercados de cambios en el mundo han tenido un fuerte crecimiento; desde principios de los 90 sus volúmenes se han multiplicado por tres. El Banco Internacional de Pagos (BIS)¹ estima que en un día promedio de abril de 2004 la operación de divisas en el mundo fue de 1.8 millones de millones de dólares, monto equivalente a 2.8 veces el valor del PIB de México.

En los últimos tres años el proceso ha renovado su impulso, asociado a la consolidación del sistema bancario —con una presencia cada vez más global—, a la concentración de los grandes corporativos y a la mejora de los sistemas de operación electrónica (*brokers*) en calidad y costo. Las condiciones macroeconómicas también han ayudado, con mayores flujos de comercio e inversión.

Volumen de Transacciones Globales en los Mercados de Divisas

Promedios diarios de abril, miles de millones de dólares



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BIS

En éstos últimos años, los mercados emergentes de divisas e incluso algunos desarrollados han resultado atractivos para los inversionistas como los fondos de pensiones, las compañías de seguros, las tesorías corporativas y los fondos apalancados o "*hedge funds*".² La mayor importancia de estas inversiones proviene de la alta rentabilidad que obtienen por los movimientos de los tipos de cambio, su propia volatilidad y amplios diferenciales de tasas de interés, que permiten realizar operaciones conocidas como "*carry trades*".³ Éstas son operaciones en las que los inversionistas se financian en monedas con bajas tasas de interés e invierten en monedas con mayores tasas de interés, obteniendo un diferencial o "premio". Las principales divisas en las cuales se obtiene financiamiento son: dólares americanos, yenes y francos suizos; por el contrario, se invierte en libras esterlinas, dólares australianos, dólares

canadienses, etc. Dadas estas condiciones, es natural que los principales centros de operaciones se concentren en el Reino Unido (31%), EUA (19%) y Japón (8%). En los últimos años empiezan a ser relevantes otros lugares como Singapur (5%), Alemania (5%), Hong Kong (4%), Australia (3%), Suiza (3%) y Francia (3%).

¿Cómo se ubica el peso mexicano en estas ligas?...

El peso es una moneda en ascenso, se ubica como la número 12 del mundo y concentra 0.6% del volumen global, después de las principales monedas "fuertes". Es un mercado muy concentrado, en el cual cuatro de ellas participan con más de 80% del total de operación de cambios mundial: dólar americano (44.4%), euro (18.6%), yen (10.2%) y libra esterlina (8.5%).

El peso mexicano se encuentra bien posicionado en América Latina, es la moneda más líquida, con un volumen cinco veces mayor que el real brasileño y 10 veces superior al peso chileno. En referencia a otras monedas emergentes, tiene un volumen similar al won coreano y al dólar de Singapur. No obstante, es importante comentar el fuerte crecimiento de otras monedas. En Asia, destaca el dólar taiwanés, en Europa del Este, el rublo ruso y el zloty polaco.

Las razones que explican el mayor volumen de operación del peso mexicano provienen de los flujos comerciales y financieros (como inversión, remesas, turismo, etc) que se han intensificado a partir del TLCAN. En forma más reciente, el atractivo de nuestra moneda se deriva del proceso de convergencia con EUA y de la importancia creciente de los derivados con los cuáles es posible cubrir los riesgos cambiarios, como los futuros en Chicago (CME) y en el Mercado Mexicano de Derivados (MexDer). Esta flexibilidad de operación y el atractivo de los diferenciales de tasas de interés son factores que han contribuido a una mayor actividad en el mercado de cambios en el país, condiciones que probablemente permanecerán en el futuro próximo.

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

1 El BIS publica la encuesta sobre los Mercados de Cambios y Derivados. En abril de 2004, participaron 52 bancos centrales. Se obtuvo información sobre los mercados tradicionales de cambios, incluyen operaciones spot, forwards, swaps cambiarios y derivados. BIS (2004). "Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in april 2004"

2 Los "Hedge Funds" invierten grandes cantidades de dinero, que a su vez piden prestado, con un conjunto de estrategias heterogéneas. En éstos últimos años, la importancia de este tipo de fondos es creciente. De acuerdo con la base de datos TASS, a principios de 2004, administraban recursos por 850 mil millones de dólares.

3 La estrategia más sencilla será rentable cuando las divisas en donde se ha invertido se deprecia moderadamente o incluso registra una apreciación frente a la divisa en donde se ha endeudado, de tal forma que se pueda obtener el diferencial de tasas de Interés, más una ganancia de capital. Existen otras estrategias de mayor complejidad que incluyen operaciones con derivados.

La Política en México: Rumbo a 2006

2005 es un año pre-electoral, donde el proceso de selección de los candidatos del PAN, del PRI y del PRD a la Presidencia dominará el calendario político. Por primera vez en siete décadas, las contiendas internas de los partidos se realizarán bajo circunstancias en que el PRI ya no encabeza el Poder Ejecutivo; serán además, muy disputadas.

En esta ocasión a diferencia de 1999, cuando nadie contendió con Vicente Fox por la candidatura, hay cuatro aspirantes de primera línea en el PAN: el secretario de Gobernación, Santiago Creel; el ex-secretario de Energía, Felipe Calderón Hinojosa; el senador Carlos Medina Plascencia; y el líder del PAN en la Cámara de Diputados, Francisco Barrio. Otros posibles candidatos son: el canciller, Luis Ernesto Derbez, y el secretario de Medio Ambiente, Alberto Cárdenas.

Para el PRI, el proceso de selección de su candidato ya no depende del Presidente en turno, quien tradicionalmente escogía a su sucesor; empero, el dirigente nacional de ese partido, Roberto Madrazo, está bien colocado para ganar la nominación. Varios gobernadores pasados y presentes esperan competir contra Madrazo: Natividad González Parás, de Nuevo León; Arturo Montiel, del Estado de México; Miguel Alemán, de Veracruz; Tomás Yarrington, de Tamaulipas; y Miguel Ángel Núñez Soto, de Hidalgo. El líder del PRI en el Senado, Enrique Jackson, tampoco se puede ignorar.

Para el PRD, la contienda de 2006 le ofrece su mejor oportunidad para alcanzar la Presidencia desde que Cuauhtémoc Cárdenas obtuvo 31% de los votos en las elecciones de 1988. Las esperanzas de la izquierda están centradas en el

Jefe de Gobierno de la Ciudad de México, Andrés Manuel López Obrador. Si bien él podría estar sujeto a un proceso de desafuero en 2005 luego de ser acusado de desacatar una orden de la Suprema Corte de Justicia, López Obrador sigue siendo el político más popular del país. Pese a todo, no conviene descartar a Cárdenas.

Al igual que en 2004, se anticipa cierto ruido político en 2005, particularmente entre mayo y noviembre, periodo que abarca el probable comienzo y culminación de las campañas de quienes aspiran a ser candidatos de sus partidos a la Presidencia. Por otra parte, se renovarán las gubernaturas de Guerrero, Baja California Sur, Hidalgo, Quintana Roo, Estado de México, Nayarit y Coahuila. Con excepción de Baja California Sur y Nayarit, todos esos estados son gobernados por el PRI. Los comicios del Estado de México serán un útil barómetro electoral, tanto por la cercanía de esa entidad federativa con el D.F. como por el hecho de que reúne el mayor número de votantes del país: 7.7 millones.

Las campañas que montarán los aspirantes presidenciales en 2005 serán recias, lo cual no debería ser motivo para alarmarse. En todo el mundo la competencia es la marca distintiva de los procesos democráticos y algo que los mercados financieros incorporan como variable intrínseca. Para fines de 2005, los partidos habrán concluido sus procesos internos y nombrado sus candidatos. Si todo se desarrolla con normalidad, será hasta los primeros meses de 2006 que los contendientes, así como sus programas económicos, despertarán el interés de los inversionistas.

David Aylett

dp.aylett@bbva.bancomer.com

Sucesos Políticos Relevantes 2005-2006

Sucesos	Año pre-electoral 2005	Año electoral 2006
Presidencia	<p>Mayo-junio: Registro de precandidatos presidenciales</p> <p>Sept.-nov.: Procesos internos de partidos para elegir candidatos</p> <p>Dic. 31: Fecha límite renuncia funcionarios con aspiraciones presidenciales</p>	<p>Enero 1-15: Registro candidatos presidenciales y comienzo campañas</p> <p>Junio 29: Conclusión de campañas</p> <p>Julio 2: Elección de Presidente</p> <p>Julio 5: Cómputo oficial de resultados</p> <p>Septiembre 1: VI Informe de Gobierno del Presidente Fox</p> <p>Diciembre 1: Toma de posesión del nuevo Presidente</p>
Congreso	<p>Febrero 1-abril 30: Periodo ordinario Congreso: posible proceso desafuero López Obrador</p>	<p>Marzo 15-30: Comienzo campaña por el Senado</p> <p>Abril 1-15: Comienzo campaña por la Cámara de Diputados</p> <p>Junio 29: Conclusión de campañas</p> <p>Julio 2: Elección de todo el Congreso</p> <p>Sept. 1: Comienzo periodo ordinario de sesiones del nuevo Congreso</p>
D.F.		<p>Julio 2: Elección Jefe de Gobierno, 16 delegados y Asamblea Legislativa</p>
Estatales	<p>Febrero 6: Elección Gobernador Guerrero, Baja California Sur y Quintana Roo</p> <p>Febrero 20: Elección Gobernador Hidalgo</p> <p>Julio 3: Elección Gobernador Estado de México y Nayarit</p> <p>Septiembre 25: Elección Gobernador Coahuila</p>	<p>Julio 2: Elección Gobernador Guanajuato, Jalisco y Morelos</p> <p>Agosto 20: Elección Gobernador Chiapas</p>
Otras	<p>Marzo: Elección nuevo líder PAN y PRD</p>	<p>Fuente: IFE y Congreso de la Unión</p>

Las Elecciones: Efectos en los Mercados Financieros

Desde 1976, las elecciones presidenciales en México casi siempre estuvieron acompañadas de crisis cambiarias y abrupta caída de la actividad económica. Por fortuna, 2000 fue diferente. Por primera vez en la historia, el país asistió a la transmisión pacífica del poder de un partido a otro. Este suceso tuvo lugar sin grandes sobresaltos financieros, lo cual demostró que la adopción de un sistema cambiario de libre flotación, el desarrollo de instituciones autónomas y creíbles (el IFE, el Banco de México) y el mantenimiento de un entorno macroeconómico estable habían facilitado un cambio democrático con certidumbre.

Elecciones en 2000 + / - 60 días



La reciente experiencia de México con elecciones competitivas que no contagian, de manera significativa, el ambiente económico, permite a los mercados financieros tener un mayor grado de confianza en la capacidad del régimen de partidos y los principales actores políticos para procesar la sucesión presidencial de 2006 sin contratiempos. Por consiguiente, se puede anticipar, con un razonable grado de certeza, que los comicios venideros generarán solamente un moderado nerviosismo entre los inversionistas y que ese sentimiento se diluirá al poco tiempo de conocerse los resultados.

Es útil examinar hasta qué grado el comportamiento de las variables financieras en el pasado avala esta afirmación. Para ese propósito, las elecciones presidenciales de 2000 y las legislativas de 2003 son las únicas relevantes: a diferencia de las anteriores, ocurren en circunstancias de libre flotación del peso, transparencia electoral y alternancia política. En ambas ocasiones, la incertidumbre en las semanas previas a los comicios ocasionó una demanda de dólares por precaución, lo que provocó presiones pasajeras sobre el tipo de cambio. Por

su parte, las tasas de interés aumentaron ligeramente y el "spread" soberano se elevó muy moderadamente por la percepción de riesgo. Concluidas las votaciones, todo regresó a su cauce normal. El efecto de los mencionados procesos electorales sobre las variables financieras fue temporal.

Elecciones en 2003 + / - 60 días



Cada elección, sin embargo, tiene sus particularidades. No se encuentran tan lejanas las elecciones presidenciales en Brasil en 2002, que fueron precedidas de notable volatilidad financiera, depreciación de la moneda local y persistentes dudas sobre el manejo de la abultada deuda pública. Los antecedentes radicales de "Lula", candidato de la izquierda que lideraba los sondeos, así como algunas de sus declaraciones pasadas sobre la reestructuración de la deuda, provocaron nerviosismo entre los inversionistas, quienes aborrecen la incertidumbre. Una vez aclarado el compromiso del candidato ganador con una política monetaria y fiscal responsable, los mercados financieros se tranquilizaron notablemente.

En México, es razonable suponer que los aspirantes presidenciales reconocen los riesgos de enviar un mensaje equivocado o confuso a los agentes económicos y financieros en plena campaña electoral. A sabiendas de que en un país como México la disciplina fiscal y monetaria no es lo único que asegura la confianza, ellos tendrán que tomar en cuenta los temores, las susceptibilidades y los prejuicios de los mercados financieros. Quién aspire a ganar la Presidencia de la República deberá estar consciente que la actual estabilidad económica y solidez institucional son activos que valoran tanto los votantes como los inversionistas.

David Aylett

dp.aylett@bbva.bancomer.com

¿Es China una Amenaza para México?

Comercio de China % del comercio mundial*



* Comercio = exportaciones + importaciones
Fuente: BBVA Bancomer con datos de OMC

De acuerdo con la Organización Mundial de Comercio (OMC), uno de cada cinco dólares de las exportaciones de China tiene como destino los Estados Unidos (EUA), el principal socio comercial de México. Más aún, a pesar de la menor actividad económica estadounidense en años recientes, la penetración del país asiático en sus mercados de manufacturas ha sido vigorosa. Esto ha generado una creciente preocupación en nuestro país por un posible desplazamiento de las exportaciones mexicanas.

En este artículo tratamos de esclarecer algunas incógnitas: ¿cuáles son las fuerzas que explican el dinamismo exportador de China?, ¿existe un desplazamiento de las manufacturas mexicanas?, y de ser así ¿puede atribuirse éste al país asiático?

China: la nueva fábrica del mundo

En los pasados 25 años uno de los acontecimientos económicos más importantes a nivel global ha sido la creciente incorporación de China a los flujos internacionales de comercio e inversión. Entre 1979 y 2003 la participación del país asiático en el comercio mundial pasó de 1 a 5.7% luego de que sus exportaciones e importaciones registraron en conjunto una tasa de crecimiento promedio anual de 15 vs. 7% del mundo.

La dinámica expansión del comercio exterior de China ha sido resultado de un proceso constante de desregulación y apertura en su economía, aunque también de una adecuada especialización dentro de la producción internacional. Además, las empresas privadas han apostado por el modelo de crecimiento de este país. Así, China es hoy por hoy el mayor receptor de flujos de inversión extranjera directa, los cuales provienen principalmente de empresas transnacionales asiáticas, europeas y estadounidenses, que buscan penetrar en sus mercados, y aprovechar también las ventajas comparativas que el país ofrece en costos laborales para llevar a cabo procesos de ensamblado y luego de exportación hacia otros países.

Como resultado de una integración vertical en la producción internacional, 57% del crecimiento en las exportaciones chinas proviene de empresas transnacionales y se centra en el sector de manufacturas. China es el cuarto exportador y el tercer importador mundial de mercancías. Es el principal productor de manufacturas ligeras, como juguetes y prendas de vestir, pero sus sectores de electrónica y de maquinaria y equipo comienzan a tener una participación ascendente.

Si bien a largo plazo el dinamismo comercial de China alentará la eficiencia productiva y la expansión en la actividad económica mundial, a corto plazo su irrupción ha generado efectos muy importantes, si bien diferenciados, entre países. En términos generales, economías especializadas en productos intensivos en capital y en la exportación de materias primas son más beneficiadas por el comercio y las inversiones chinas que otras con manufacturas intensivas en mano de obra, las cuales por ser similares a las del gigante asiático enfrentan una mayor competencia.

Balanza Comercial: China vs. Economías Seleccionadas • Miles de millones de dólares

	China	
	1997	2003
Estados Unidos	16	59
Unión Monetaria Europea	5	19
Japón	3	-15
Resto de Asia	18	-15
Otros	-1	-23
Total	41	25

Fuente: BBVA Bancomer con datos de FMI

China y México en el mercado estadounidense

Durante la pasada década de los noventa, las compras estadounidenses de manufacturas procedentes de China y México tuvieron un alto dinamismo. Mientras el total de esas importaciones de EUA registró un crecimiento promedio anual de 9.4% entre 1990 y 2000, en el mismo periodo las procedentes de China y México presentaron un incremento promedio anual de 22.4 y 17.7% respectivamente.

Como resultado de lo anterior, ambos países aumentaron significativamente su participación dentro del total de las importaciones estadounidenses de manufacturas. Las compras a China se incrementaron 6.1 puntos porcentuales (pp), al pasar de 3.5 a 9.6% y las de México avanzaron 6 pp, al pasar de 5.5 a 11.5%. Sin embargo, entre 2001 y 2003 las ventas de manufacturas de México a EUA se debilitaron y las de China mantuvieron su fortaleza. En este periodo las exportaciones mexicanas registraron en promedio una variación anual de -0.5% y las de china de 15.5%. Así, la participación del país asiático en el total de las importaciones manufactureras se incrementó 4 pp y la de México disminuyó 0.9.

Aunque, en conjunto, las exportaciones manufactureras de México han perdido menos participación de mercado que las de otros países como Japón, Taiwán y Canadá (véase gráfica), es claro que las manufacturas chinas les representan una fuerte competencia. Para evaluar esta circunstancia se hace uso de dos indicadores: el coeficiente de especialización (CE) y el coeficiente de conformidad (CC) en términos comerciales. Estos miden la coincidencia en las exportaciones de ambos países. Si coinciden totalmente los coeficientes tienen un valor igual a 1 indicando que su potencial de competencia comercial es alta. Cuando no existe coincidencia los coeficientes son igual a 0.¹

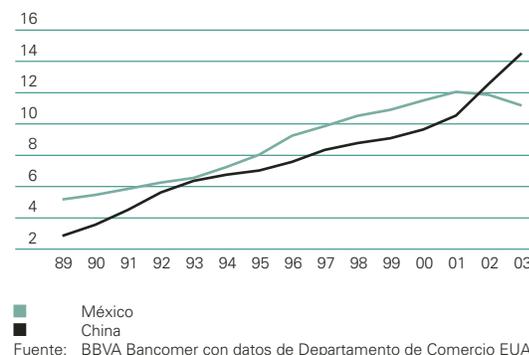
De acuerdo con los indicadores mencionados, las manufacturas mexicanas en EUA coinciden cada vez más con las de origen chino. Entre 1990 y 2003 el promedio de ambos coeficientes para el total de manufacturas mexicanas pasó de 0.37 a 0.56. Entre las principales exportaciones de México a EUA el promedio más alto en los coeficientes en 2003 correspondió al sector de equipo y aparatos de telecomunicaciones (0.91) y el más bajo a vehículos automotores y autopartes (0.26).

Cabe señalar que de 2000 a 2003, el periodo con pérdida de cuota en EUA para México, el promedio de los coeficientes de competencia comercial potencial se mantuvo en 0.56 para el total de manufacturas y lo mismo ocurrió para maquinaria y aparatos eléctricos (0.66). Por su parte, en prendas de vestir el promedio bajó de 0.71 a 0.66 y en automotores y autopartes aumentó de 0.16 a 0.26.

El análisis sectorial revela que existe competencia comercial potencial entre las manufacturas chinas y mexicanas y que ésta ha aumentado aunque de manera heterogénea (véase cuadro). La mayor competencia presente en casi todos los sectores manufactureros no es totalmente revelada por las cifras agregadas porque el sector de vehículos automotores y autopartes, el cual presenta los registros de menor competencia comercial, es también el de mayor participación dentro del total de las exportaciones mexicanas de manufacturas y con ello sesga los coeficientes utilizados a la baja.

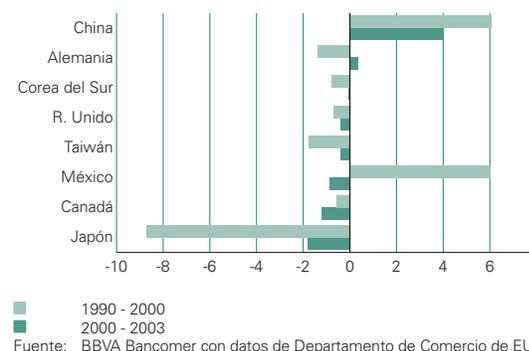
1 Véase Jorge Blázquez Lidoy, Javier Rodríguez y Javier Santiso (2004) para un mayor detalle sobre el uso de los índices de competencia comercial.

EUA: Importación de Manufacturas % del total de importaciones manufactureras

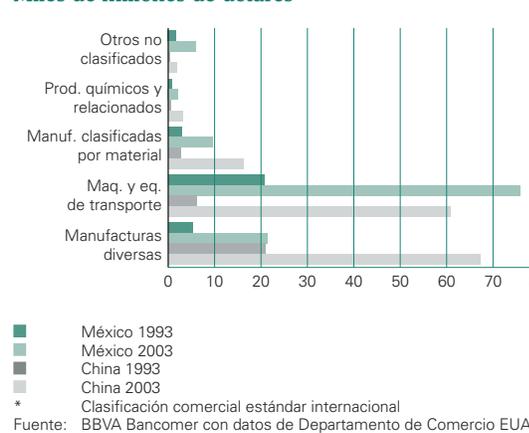


EUA: Importaciones desde Principales Socios Comerciales

Var. absoluta en la participación dentro del total, pp



EUA: Importaciones de Manufacturas*



La ganancia de cuota de mercado de los productos chinos en las importaciones estadounidenses responde en parte a menores exportaciones directas de países como Japón y Taiwán, los cuales envían a China sus bienes intermedios para ensamblado final y luego los reexportan a EUA como bienes finales, pero también obedece a cambios en la regulación estadounidense que han eliminado las barreras de entrada a los productos chinos.

Una historia de dos sectores: prendas de vestir y automotriz

Las menores barreras al comercio han permitido que las exportaciones chinas reflejen plenamente las ventajas comparativas que el país asiático tiene en la producción de manufacturas. No hay un sector en donde mejor se observen esas ventajas que en el de prendas de vestir, en el cual los avances en la liberalización comercial del sector en EUA han afectado negativamente a México.

En un inicio el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) dio a nuestro país un acceso preferencial al mercado de prendas de vestir estadounidense. Con esto, las exportaciones se duplicaron entre 1994 y 1999. Sin embargo, en 2000 EUA amplió el acceso preferencial a países centroamericanos y en el marco de sus acuerdos con la OMC ha reducido progresivamente también sus cuotas de importación a otros. Así, el número de proveedores de distintas naciones en el mercado es cada vez mayor y menor la participación relativa de México.

Con la apertura comercial, los costos de producción relativos han sido determinantes. Dado que los salarios por hora antes de beneficios e impuestos en la industria manufacturera de México son tres veces mayores que los de China (cifras a 2003), esto da al país asiático una ventaja comparativa relativa en sectores intensivos en mano de obra. De esta manera, mientras que entre 1999 y 2003 el costo unitario de la mano de obra en la división de productos textiles, prendas de vestir y cuero en México registró un aumento de 16%, la participación de las exportaciones mexicanas a EUA en prendas de vestir se redujo de su nivel máximo de 14 a 9.9%.

Indices de Potencial Competencia Comercial (Especialización y Conformidad)*

Escala de 0 baja competencia a 1 alta competencia

	1990				2000				2003			
	CE	CC	Prom.	Part. %	CE	CC	Prom.	Part. %	CS	CC	Prom.	Part. %
Total de manufacturas	0.38	0.35	0.37	100.0	0.57	0.55	0.56	100.0	0.56	0.56	0.56	100.0
Vehículos automotores y autopartes	0.30	0.21	0.26	17.2	0.20	0.12	0.16	22.3	0.26	0.26	0.26	22.1
Maquinaria, aparatos y piezas eléctricas	0.53	0.61	0.57	21.1	0.61	0.72	0.66	15.5	0.60	0.71	0.66	14.7
Electrodomésticos con peso menor a 20 kg.	0.41	0.35	0.38	11.4	0.41	0.51	0.46	10.7	0.56	0.63	0.60	9.2
Equipo y aparatos de telecomunicaciones	0.77	0.94	0.85	3.9	0.89	0.98	0.94	4.5	0.86	0.97	0.91	4.8
Prendas de vestir y accesorios	0.52	0.66	0.59	2.6	0.63	0.78	0.71	4.4	0.61	0.71	0.66	3.6
Equipo y aparatos de medición y control	0.35	0.40	0.37	1.3	0.38	0.51	0.45	2.2	0.44	0.58	0.51	2.8
Equipo y aparatos de médicos y quirúrgicos	0.53	0.65	0.59	1.3	0.55	0.65	0.60	1.1	0.53	0.61	0.57	2.0
Manufacturas de hule natural y sintético	0.47	0.47	0.47	0.5	0.58	0.80	0.69	0.5	0.50	0.68	0.59	0.6
Equipo y aparatos de óptica, fotografía y cine	0.50	0.67	0.58	0.5	0.77	0.95	0.86	0.5	0.55	0.85	0.70	0.4
Manufacturas de piel y cuero	0.71	0.93	0.82	0.4	0.72	0.90	0.81	0.2	0.70	0.93	0.82	0.1
Subtotal (% del valor total de exportaciones manuf.)				60.4				62.0				60.3

CE Coeficiente de especialización
 CC Coeficiente de conformidad
 Part. % Participación % en el total de exportaciones manufactureras mexicanas de EUA
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento de Comercio de EUA

Sin embargo, la menor cuota de mercado de las exportaciones mexicanas en otros sectores no se puede atribuir sólo a China sino también a la recesión en la producción industrial estadounidense, cuya correlación con las exportaciones mexicanas de manufacturas fue de 0.94 entre 1996 y 2003. La fuerte caída en la actividad industrial de nuestro principal socio comercial entre 2001 y 2003 provocó también una importante contracción en el comercio intraindustrial de ambas economías, afectando negativamente el dinamismo de las exportaciones mexicanas.

Un ejemplo de lo anterior es el sector automotriz. En México los más grandes fabricantes son ensambladores de origen estadounidense que exportan en gran medida su producción a EUA mientras que la demanda interna se atiende principalmente con importaciones.

Lo anterior provoca que los factores relevantes para determinar la producción nacional automotriz y sus exportaciones sean dictados por la demanda en EUA. Así, en años recientes el menor dinamismo en las exportaciones mexicanas en este sector reflejó más bien una menor demanda y ciertos cambios en las preferencias de los consumidores. Por ejemplo, los automotores con mayor demanda en EUA han sido las camionetas tipo SUV y no los autos compactos y subcompactos en los cuales se especializa la producción en México.

La competencia china no tendría porqué afectar a México en este sector dado que la cercanía geográfica con EUA le ofrece una importante ventaja comparativa relativa en el ensamblado automotriz. Esto le permite menores costos de transporte y distribución para productos pesados y voluminosos, una administración de entregas "justo a tiempo" para mantener bajos inventarios y una respuesta rápida para aplicar innovaciones en las líneas de producto.

La integración entre los ciclos productivos de México y EUA permite pensar en un mejor desempeño en las exportaciones mexicanas conforme se consoliden los avances en la producción estadounidense.

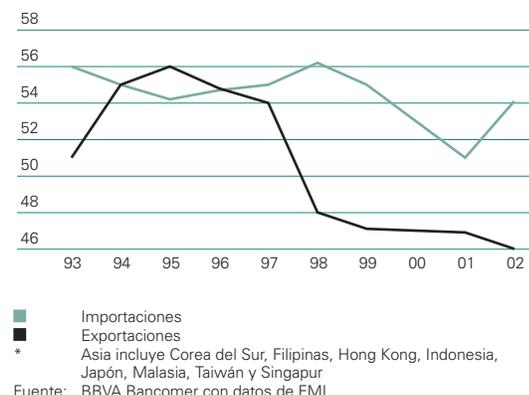
Ante la amenaza de China ¿qué puede hacer México?

La participación de mercado de los productos mexicanos en EUA depende en última instancia de su competitividad. En el caso de bienes intermedios, ésta se encuentra estrechamente vinculada con una eficiente integración con el ciclo productivo estadounidense, y en el caso de bienes de consumo final con estrategias que permitan aprovechar mejor las ventajas comparativas que brinda nuestro país.

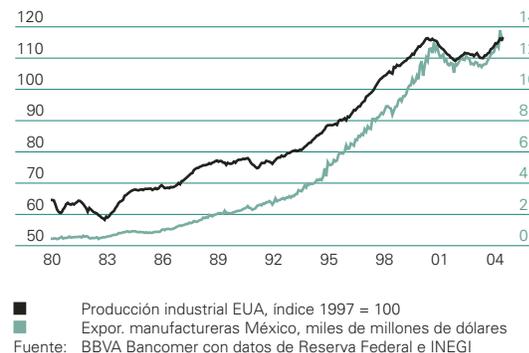
A nivel de empresa algunas acciones que pueden mejorar la competitividad son las encaminadas a desarrollar productos de mayor valor agregado no comercializados aún por empresas chinas. Aunque de manera más amplia la recomendación sería diversificar las exportaciones hacia bienes para los cuales la cercanía geográfica conceda ventajas comparativas en términos de menores costos de transporte y distribución, ciclos cortos de inventarios y una mayor eficiencia operativa a partir de una administración de entregas "justo a tiempo".

A nivel de industria debe profundizarse en la integración vertical con la industria estadounidense, pero también avanzar hacia una participación más importante en las etapas finales de la producción no intensivas en mano de obra. En esto, el TLCAN y otros tratados comerciales

Comercio de China con Asia* % de la región en el comercio total de China



Producción Industrial EUA y Exportaciones de Manufacturas México

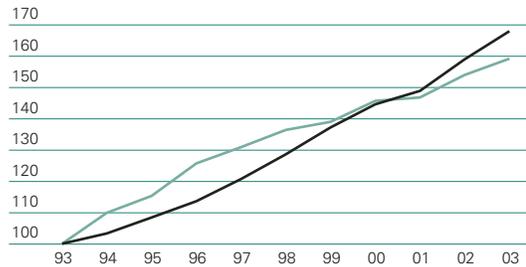


Factores que Influyen en la Ubicación de Plantas • Ventajas relativas

	México	China
Costos laborales		X
Costos de energía		X
Base de proveedores		X
Costos de transporte	X	
Calificación de mano de obra	X	
Costos en telecomunicaciones	X	
Transferencia de tecnología	X	
Flexibilidad en producción	X	
Protección a propiedad intelectual	X	
Acuerdos comerciales	X	

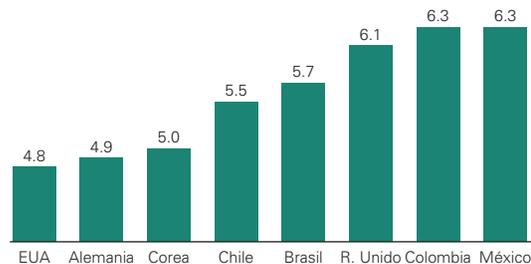
Fuente: Comisión de Comercio Internacional EUA, 2002

Productividad de la Mano de Obra en la Industria Manufacturera • Base 1993 = 100



■ México
■ Estados Unidos
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Precios de Energía Eléctrica para la Industria • Centavos de dólar por KWh



Fuente: Energy Prices and Taxes, 2004, OECD

Entorno para Inversión 2004

	China	México	OCDE (prom.)
Operaciones de negocios			
Tiempo p/abrir un negocio (días)	41	58	25
Costo (% del ingreso por hab.)	14.5	16.7	8
Relaciones laborales*			
Índice dificultad para contratar	11	67	26.2
Índice dificultad para despedir	40	90	26.8
Cumplimiento de contratos			
Costo (% del adeudo)	25.5	20.0	10.8
Tiempo (días)	241	421	229
Índice de seguridad jurídica**	2	2	6.3

* 0 mejor a 100 peor
** 0 peor a 10 mejor
Fuente: Banco Mundial, Doing Business 2005

como los firmados con la Unión Europea y más recientemente con Japón, representan un activo para hacer de México una plataforma más amplia de penetración hacia Norteamérica y otras regiones. No obstante, resulta imperativo complementar lo anterior con condiciones económicas e incentivos que refuercen la productividad y reduzcan los costos de operación para los negocios en México.

Desde 1997 la productividad de la mano de obra en la industria manufacturera ha perdido dinamismo. Esto afecta negativamente la competitividad de las exportaciones mexicanas porque encarece los costos de producción. Así, las manufacturas mexicanas que compiten en precio en los mercados externos pierden ventajas, y lo mismo ocurre con productos estadounidenses intensivos en mano de obra que hacen uso de bienes intermedios mexicanos.

El alto costo relativo de los energéticos en el país es otra variable clave que reduce la competitividad de los productos mexicanos. Además, las diversas deficiencias en el sector mexicano de energía, las cuales en principio podrían solucionarse con mayor infraestructura pública y menores restricciones a la participación privada, han generado incertidumbre sobre el abasto a mediano y largo plazos de combustibles a precios y tarifas competitivas para la industria.

Finalmente, indicadores recientes del Banco Mundial revelan que los costos de hacer negocios en nuestro país son superiores a los del promedio de países de la OCDE y de otras economías emergentes. Por ejemplo, establecer un negocio en México toma en promedio 58 días en tanto que en China y en la OCDE los lapsos son de 41 y 25 días respectivamente. A su vez, disposiciones legales en torno del funcionamiento de los mercados laborales como salarios mínimos, contratos colectivos de trabajo, etc., hacen que México tenga uno de los mercados laborales más rígidos a nivel mundial y por lo mismo sea muy costoso contratar y despedir trabajadores.

En conclusión las pérdidas en productividad de la mano de obra y los altos costos para operar negocios en nuestro país representan mayores amenazas para las exportaciones mexicanas que las reveladas por el análisis de competencia comercial potencial con China, pues son estos factores los que en última instancia sustentan su competitividad. De esta manera, más que una amenaza para México, la competencia de China representa una oportunidad para identificar ventajas comparativas y un motivo para avanzar en cambios estructurales que permitan incrementar la productividad interna y la competitividad externa. Cuando un país en el mundo se mueve tan rápido como China, es muy costoso quedarse atrás.

Referencias:
Jorge Blázquez Lidoy, Javier Rodríguez y Javier Santiso (2004). "Angel or Devil? Chinese Trade Impact on Latin American Emerging Markets", Servicio de Estudios Económicos, BBVA, Madrid, 4 de octubre. Documento presentado en el Centro para América Latina de la Universidad de Georgetown.

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2000	2001	2002	2003	2004*	2005**
Actividad Económica						
PIB (var % real anual)						
Producto interno bruto	3.7	0.8	1.9	3.0	4.4	3.5
Gasto personal en consumo	4.7	2.5	3.1	3.3	3.7	3.5
Inversión privada	5.7	-7.9	-2.4	4.4	12.5	5.8
Exportaciones totales	8.7	-5.4	-2.4	1.9	8.9	8.6
Importaciones totales	13.1	-2.7	3.4	4.4	9.6	7.0
Consumo del gobierno	2.1	3.4	4.4	2.8	2.0	1.9
Producción industrial (var % real anual)						
	4.4	-3.4	-0.6	0.3	4.5	4.0
Inflación (promedio anual, %)						
General	3.4	2.8	1.6	2.3	2.7	2.2
Subyacente	2.4	2.7	2.3	1.5	1.8	1.9
Finanzas Públicas						
Balance fiscal (% PIB)						
	2.4	1.3	-1.5	-3.5	-3.6	-3.4
Sector Externo						
Cuenta Corriente (% PIB)						
	-4.2	-3.8	-4.5	-4.8	-5.5	-5.4
Mercados Financieros						
Tasas de interés						
Fondos Federales (promedio, %)	6.2	3.9	1.7	1.1	1.4	3.2
Fondos Federales (fdp, %)	6.4	1.8	1.2	1.0	2.3	4.0
Libor 3 meses (promedio, %)	6.5	3.8	1.8	1.2	1.6	3.5
Libor 3 meses (fdp, %)	6.4	1.9	1.4	1.2	2.5	4.3
Nota del Tesoro 10 años (promedio, %)	5.7	5.0	4.6	4.0	4.3	5.3
Nota del Tesoro 10 años (fdp, %)	5.1	5.0	3.8	4.3	4.3	5.5
Tipo de cambio						
Dolar/euro (promedio)	0.92	0.89	0.95	1.13	1.24	1.33
Dolar/euro (fdp)	0.94	0.89	1.04	1.25	1.33	1.35
Yen/dólar (promedio)	107.77	121.48	125.14	115.83	108.28	105.00
Yen/dólar (fdp)	114.27	131.63	118.74	107.33	104.61	100.00

* Cierre estimado
 ** Pronóstico

Indicadores y Pronósticos México

	2000	2001	2002	2003	2004*	2005**	I'05	II'05	III'05	IV'05
Actividad Económica										
PIB										
Var. % anual real	6.6	-0.1	0.7	1.3	4.1	3.8	4.1	3.7	3.7	3.6
Por habitante en dólares	5,920	6,279	6,425	6,109	6,275	6,464	6,347	6,587	6,331	6,589
Miles de millones de dólares	581	623	649	626	658	685	670	697	672	701
Mercados Financieros										
Inflación (% fp)										
General	9.0	4.4	5.7	4.0	5.4	4.2	5.0	5.3	4.6	4.2
Subyacente	7.5	5.1	3.8	3.7	3.9	3.7	3.8	3.7	3.8	3.7
Tasas de interés (% fp)										
Cetes 28d	17.6	6.8	7.0	6.0	8.5	9.1	8.9	9.2	9.1	9.1
TIIIE 28d	18.4	7.9	8.5	6.3	8.9	9.4	9.2	9.6	9.5	9.4
Bono 10 años (% fp)	—	10.3	10.1	8.3	9.7	11.4	10.4	10.9	11.1	11.4
Tipo de cambio										
Pesos por dólar, fp	9.6	9.1	10.3	11.2	11.4	11.9	11.4	11.7	12.0	11.9
Otros Indicadores										
Finanzas Públicas										
Balance Fiscal (% PIB)	-1.1	-0.7	-0.6	-0.6	-0.4	-0.1				
Requerimientos Financieros del Sector Público (% PIB)	-3.3	-3.0	-2.6	-2.5	-2.7	-2.1				
Sector Externo***										
Balanza Comercial (miles de millones de dólares)	-8.0	-10.0	-7.9	-5.6	-6.1	-10.7	-6.8	-7.9	-9.2	-10.7
Cuenta Corriente (miles de millones de dólares)	-23.7	-23.9	-13.8	-8.9	-8.0	-13.4	-9.4	-10.7	-12.1	-13.4
Cuenta Corriente (% PIB)	-4.1	-3.8	-2.1	-1.4	-1.2	-2.0	-1.4	-1.6	-1.8	-2.0
Petróleo (mezcla mexicana, dólares por barril, fp)	18.8	14.38	24.7	25.7	33.4	26.8	28.2	27.7	27.3	26.8
Actividad Bancaria (var. % real anual)										
Captación bancaria tradicional	-13.9	2.2	-5.5	7.4	7.2	5.0	3.0	1.1	4.3	5.0
Crédito vigente de la banca comercial****	2.6	0.8	7.9	8.1	14.3	10.1	15.3	12.0	11.0	10.1
Demanda Agregada (var. % real anual)										
Total	10.3	-0.5	0.9	0.7	5.8	5.8	5.7	5.8	6.0	5.5
Demanda Interna										
Consumo	7.4	1.9	1.2	2.9	4.4	4.3	4.3	4.2	4.4	4.2
Privado	8.2	2.5	1.3	3.0	4.9	4.5	4.5	4.4	4.7	4.6
Público	2.4	-2.0	0.1	2.5	1.2	2.1	2.6	2.5	1.7	1.9
Inversión	11.4	-5.6	-1.0	-0.4	5.4	4.1	4.8	3.9	4.2	3.5
Privada	9.0	-5.9	-4.0	-5.7	6.2	4.5	5.4	4.2	4.2	4.0
Pública	25.2	-4.2	14.2	22.4	3.0	2.8	1.5	2.5	4.3	2.6
Demanda Externa	16.4	-3.8	1.5	1.1	12.1	9.7	9.5	10.0	10.2	9.3
PIB por sectores (var. % real anual)										
Agropecuario	0.6	3.5	0.3	3.9	3.0	1.5	3.8	-2.0	1.0	3.0
Industrial	6.0	-3.4	-0.3	-0.8	4.0	3.9	4.4	4.7	3.8	2.9
Minería	3.8	1.5	0.4	3.7	3.2	3.8	2.8	5.2	5.7	1.6
Manufacturas	6.9	-3.8	-0.7	-2.0	3.9	3.7	4.3	4.3	3.6	2.7
Construcción	4.2	-5.7	1.3	3.4	5.6	5.4	6.2	6.6	4.7	4.3
Electricidad, gas y agua	4.2	-5.7	1.3	3.4	2.0	2.8	2.3	3.8	2.3	2.8
Servicios	7.3	1.2	1.5	2.1	4.4	4.1	4.4	4.1	4.1	3.9
Comercio, restaurantes y hoteles	12.2	-1.2	0.0	1.3	4.3	3.9	4.7	4.4	3.4	3.3
Transporte y comunicaciones	9.1	3.8	1.9	3.3	8.9	7.6	7.8	7.2	7.5	7.8
Financieras, seguros e inmuebles	5.5	4.5	4.3	4.3	4.6	4.4	4.5	4.3	4.8	4.1
Comunales y personales	2.9	-0.3	0.5	0.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7

fp fin de periodo
 * Cierre estimado
 ** Pronóstico
 *** Acumulado, últimos 12 meses
 **** Al sector privado

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Bogotá www.bbva.com.co		
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Medellín, 5 nov. 04
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Cali, 4 nov. 04
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Bogotá, 2 nov. 04
Algunas causas y remedios del déficit presupuestal	Universidad de los Andes	Bogotá, 26 oct 04
Coyuntura macroeconómica	Tesorería BBVA	Bogotá, 15 oct. 04
Buenos Aires www.bancofrances.com.ar		
VI Congreso de Economía	Consejo Prof.de Ciencias Económicas de la Ciudad de Bs.As.	Buenos Aires, Abr. 04
Perspectivas Económicas 2004	FORUM business information.	Buenos Aires, Mar. 04
Caracas www.provincial.com		
Escenario 2004-2005	Instituto Venezolano de Ejecutivos de Finanzas	Maracaibo Nov 04
Mercado Petrolero, Perspectivas de corto y largo plazo	Venezuela Corporte Leaders' Forum	Caracas Nov 04
Mercado Petrolero y Prespectivas 2005	Cámara de la Construcción	Caracas Nov 04
Escenario 2004-2005	Cámara Inmobiliaria	Valencia Oct 04
Escenario 2004-2005	Cámara de Transportistas	Valencia Oct 04
Escenario 2004-2005	Fundes	Barquisimeto Oct 04
Lima www.bbvabancocontinental.com		
Escenarios Financieros	BBVA Continental Bolsa	Lima, Nov. 04
Perspectivas Económicas 2005	Cientes principales de Banca Mayorista	Lima, Nov. 04
Situación Económica	BBVA Banca Empresa Institucional	Lima, Oct. 04
Perú: Contexto Económico	Equilibrium Clasificadora Riesgo	Lima, Oct. 04
Perú: Contexto Económico	Cámara de Comercio Oficial de España	Lima, Sep.04
¿En Dónde Estamos?	Universidad San Ignacio de Loyola	Lima, Ago.04
Madrid www.bbva.com		
China ¿angel o demonio para América Latina?	Corporación Andina de Fomento	Caracas, Dic. 04
Inversión Socialmente Responsable	VII Congreso Nacional de Medio Ambiente	Madrid, Nov. 04
Las Claves del Escenario Financiero	Universidad Navarra	Madrid, Nov. 04
Europa, Situación y Perspectivas	Grupo Expertos Coyuntura	Madrid, Nov. 04
Las claves del Escenario Financiero	Círculo de Economía	Madrid, Nov. 04
Spanish Real Estate	FMI	Madrid, Nov. 04
Angel or Devil? Chinese Impact on Latin America	World Bank	Nueva York, Oct.04
A journey towards Latin American Emerging Markets	Fundación CIDOB	Barcelona, Oct.04
Foreign Direct Investment in Latin America	Inter- American Develop. Bank	Paris, Oct. 04
In search of a better world: BBVA in Latin America	Columbia Business School	Nueva York, Oct.04
Chinese Impact on Latin America	Georgetown University	Washington, Oct. 04
Latin America: Oh, les beaux jours!	BBVA Corporate Banking	Paris, Oct. 04
Las Claves del Escenario Macroeconómico y Financiero	Jornadas de Empresa Familiar	Oviedo, Sept.04
México www.bancomer.com		
México: Transformación y Perspectivas	CESCE	Madrid, Oct. 04
Ambiente de Inversión en el Sector Turismo	Bolsa Mexicana de Inversión Turística	México, Sept. 04
Santiago de Chile www.bhif.cl		
Recuperación en medio de turbulencias	BBVA clientes por región	Puerto Varas, Nov 04
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, Nov. 04
Panorama Económico 2004-2005	Banca Minorista BBVA	Santa Cruz, Nov. 04
Perspectivas Económicas 2004-2005	Constructora Gardilcic	Santiago, Oct. 04
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, Oct. 04
Instituciones y Crecimiento Económico	Seminario BBVA	Madrid, Oct. 04

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/economica

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.