

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Segundo Trimestre 2005



EUA: a velocidad de crucero, en el potencial
Demanda interna impulso al crecimiento en México
Cumplir la meta de inflación depende de los volátiles
¿Se acerca el fin de la subida en tasas de interés?
Retos de las pensiones en México

En los últimos meses la fortaleza en la actividad económica en México ha dejado pocas dudas de que la principal fuente de crecimiento en 2005 será la demanda interna, desplazando al sector externo. Esto es una buena noticia, no sólo porque permite apuntalar el ciclo de expansión que se consolidó en 2004 (con un PIB creciendo a tasas de 4.4%), sino también porque podría reflejar bases más sólidas de crecimiento en el futuro.

Muchos factores han confluído para apoyar esa fortaleza, pero desde luego destaca el incremento del crédito al sector privado y más estructuralmente la permanencia en la estabilidad monetaria y fiscal. Además, debe recordarse la importancia que han tenido los primeros pasos para la reforma de los sistemas de pensiones del país para permitir el ahorro privado de largo plazo. Muchos años de esfuerzo para alcanzar estas bases de crecimiento están comenzando a dar su fruto.

Sería una lástima que en este contexto de fuerte actividad, no se tomaran las medidas necesarias para asegurar un mayor crecimiento en el mediano plazo. Son buenas noticias que hoy no se cuestione en México la importancia de la estabilidad monetaria y fiscal para el crecimiento (aunque deben de aumentar los ingresos fiscales y mejorar su composición hacia fuentes más estables, distintas del petróleo) ni el papel de la iniciativa privada en el proceso productivo. Y también que los bancos estén sólidos y puedan continuar con esta dinámica de mayor crédito, sin incurrir en riesgos para el sistema financiero. Sin embargo, hay elementos que deben mejorar: además de profundizar en la reforma de los sistemas de pensiones, como se apunta en un artículo en este número, todavía pueden ampliarse espacios de participación para la iniciativa privada en distintos sectores, y queda mucho camino por recorrer en la senda de las reformas estructurales.

También hay otros factores a los que habrá que prestar atención en este contexto de crecimiento de la demanda interna: el riesgo sobre presiones en la inflación no es despreciable y tomará mayor importancia en el futuro. El objetivo fijado por el Banco de México de 3% (en una banda de más menos 1 punto porcentual) es bastante ambicioso, pero es el objetivo por el cual ha apostado su credibilidad. Y hoy existen dudas razonables de si en un contexto de fuerte actividad interna se generarán presiones de demanda que dificulten cumplir dicho objetivo, especialmente dada la rigidez a la baja tanto de la inflación subyacente como de la expectativa de inflación de mediano plazo.

Lo anterior, podría poner pronto al Banco de México en un dilema: si seguir implementando una política monetaria restrictiva, lo que podría terminar afectando al propio crecimiento económico, o aceptar que dadas las altas tasas de interés reales y la fortaleza del peso, las condiciones monetarias ya están lo suficientemente restrictivas y la política monetaria ya ha hecho su parte. Aunque habrá que ver, pues los recientes comunicados apuntan a que el Banco de México quiere afianzar el ancla de la estabilidad de precios.

Indice

Fecha de cierre: 31 marzo 2005

1. Entorno Internacional	
Economía de EUA	2
Recuadro: La Seguridad Social en EUA: Retos y Perspectivas	4
Recuadro: ¿Están las Tasas de Interés Demasiado Bajas en EUA?	7
2. Entorno Macroeconómico México	
Revisión al Alza en el Pronóstico de Crecimiento	8
Recuadro: Empleo y Actividad, la Ley de Okun en México	11
Buenas Expectativas de Inflación	12
Recuadro: La Volatilidad de la Inflación en México	14
3. Mercados Financieros México	
Próximos a Máximos en las Tasas de Interés	15
Recuadro: Índice de Condiciones Monetarias, Aplicación en México	18
Moderada Depreciación del Peso Mexicano	20
Recuadro: Una Visión de las Divisas Latinoamericanas	23
4. Artículos	
Balance de Procesos Electorales en México desde 1997	24
Retos para los Sistemas de Pensiones en México	26
5. Indicadores y Pronósticos	31

Servicio de Estudios Económicos Grupo BBVA

Director del Area

José Luis Escrivá

Subdirector del Area

David Taguas

Economistas Jefe

Norteamérica: Jorge Sicilia

México: Adolfo Albo

Estados Unidos: Nathaniel Karp

LatAm y Mercados Emergentes: Javier Santiso

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

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

EUA: Producto Interno Bruto

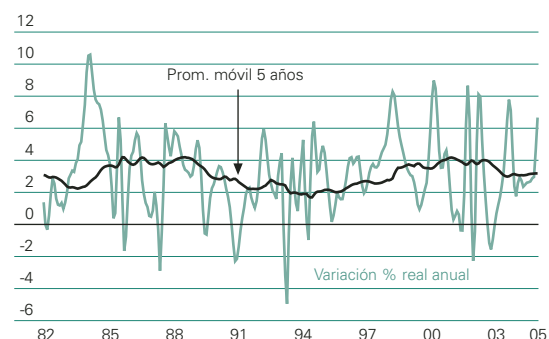
Variación % anual



Nota: Estimado a partir del primer trimestre 2005

Fuente: BBVA Bancomer con datos de BEA

EUA: Ingreso Disponible



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BEA

EUA: Riqueza / Ingreso Disponible

%



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reserva Federal

En 2005-06, la expansión económica será cercana al potencial

El dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión continuarán siendo los principales soportes de la expansión económica en 2005-06, periodo en el que el crecimiento económico se acercará al potencial, aunque tendrá un menor ritmo que en 2004. Una de las bases de esta expectativa es que el consumo privado, que ha permanecido alto tanto durante la recesión como después de ésta, mantenga un alto dinamismo. Cuatro factores sugieren que la tendencia de expansión del gasto de las familias continuará durante los próximos dos años.

Primero, el crecimiento de la productividad se moderará en torno a su tendencia de largo plazo (2-2.5%). Estas tasas de crecimiento permitirán mantener ganancias importantes en el ingreso real de las familias. Segundo, el mantenimiento de relativamente bajas tasas de interés reales seguirá empujando la expansión del gasto en bienes duraderos. Tercero, el aumento en el precio de las acciones, y principalmente el incremento en el valor de las viviendas, seguirán permitiendo un crecimiento significativo en la riqueza de las familias, lo que a su vez apoyará el consumo. De hecho, la razón entre riqueza e ingreso disponible ha estado creciendo significativamente en los últimos años y actualmente se encuentra en 5.4% anual, por arriba de su tendencia de largo plazo de 4.8%. Por último, la recuperación del mercado laboral cobra fuerza y será un factor más de apoyo. Durante enero-febrero se generaron en promedio casi 200 mil nuevos empleos frente a 190 mil en el 4T04 y 137 mil en el 3T04; lo que confirma la confianza de las empresas en la sostenibilidad de la recuperación.

Por su parte, la inversión, que se ha acelerado notablemente en el último año después de la fuerte caída que experimentó tras la recesión de 2001, continuará aportando al crecimiento económico. La sólida situación financiera de las empresas, el bajo costo del capital y el crecimiento de la demanda permitirán mantener el dinamismo de la inversión, aunque a un ritmo más moderado al de 2004.

Las empresas seguirán beneficiándose de la reestructuración interna —ajuste de sobre-capacidad y sobre-contratación—, del cambio tecnológico y de las bajas tasas de interés. Esto les permitirá mantener un elevado flujo de efectivo, incluso por arriba de lo registrado en la década de los noventa. Pese al previsible incremento de las tasas de interés y de la prima de riesgo empresarial, no prevemos un impacto significativo en los planes de expansión de las empresas. Además, el buen desempeño de las utilidades empresariales facilitará que gran parte del financiamiento del capital se realice con recursos propios, sin gran dependencia del crédito bancario o del acceso a los mercados de capitales. Finalmente, la demanda continuará apoyando la inversión, expectativa ya incorporada en el aumento reciente de los inventarios.

La inflación se mantendrá baja

Pese a encontrarnos en un momento avanzado del ciclo económico, la inflación tenderá a mantenerse relativamente baja y estable, dado que la elevada credibilidad de la Reserva Federal ha permitido anclar las expectativas de inflación, lo que asegura que el proceso de formación de precios sea menos volátil y acorde con los objetivos implícitos del banco central. Además, los precios de algunos productos industriales seguirán bajos en la medida que los procesos de producción continúen beneficiándose de la globalización, principalmente a través de importaciones baratas provenientes de China.

Por otra parte, la elevada flexibilidad de los mercados domésticos, particularmente el laboral, asegura que los posibles choques negativos tengan un efecto transitorio y menos costoso. Por último, los elevados márgenes y utilidades empresariales, así como la capacidad ociosa, seguirán permitiendo a las empresas absorber mayores costos y no trasladar totalmente sus incrementos a los precios finales.

No obstante, los riesgos de observar una mayor inflación en 2005 se han incrementado en los últimos meses. Esto obedece a los aumentos en los precios de las materias primas, de los energéticos y de los precios de las importaciones, parcialmente debido a la debilidad del dólar. Aunado a lo anterior, el menor crecimiento de la productividad y mayores costos laborales podrían generar presiones inflacionarias adicionales si las empresas se ven obligadas a transmitir los aumentos en los costos de producción a los precios finales. De hecho, comienzan a aparecer datos que evidencian una mayor capacidad de fijación de precios por parte del sector empresarial. De continuar estas presiones, la inflación difícilmente disminuirá de sus niveles actuales de 3%.

Los desequilibrios internos se corregirán gradualmente

Uno de los elementos que más preocupación genera es la ampliación de los desequilibrios internos. El déficit fiscal podría tender a reducirse en los próximos años con la continuación de la recuperación económica y las posibles menores necesidades de gasto en defensa y seguridad nacional. Pese a ello, el déficit no se reducirá significativamente en 2005 (alcanzará 3.4% del PIB) y se mantendrán las dudas sobre su evolución futura si continúa la escalada del gasto militar y se hacen permanentes las reducciones de impuestos. Sin embargo, en conjunto, con las medidas adecuadas las perspectivas podrían no ser tan negativas en un contexto en que el componente cíclico del balance fiscal se ha corregido y el estructural ha detenido su deterioro. Los próximos meses serán clave para valorar el compromiso de la administración con el objetivo anunciado de reducir el déficit fiscal en los próximos años.

Por su parte, el déficit en cuenta corriente se incrementará en 2005 y sólo comenzará a reducirse moderadamente en 2006. Esta evolución obedece al sólido crecimiento económico de EUA, superior al de sus principales socios comerciales (y a la elevada propensión marginal a consumir —e importar— de los consumidores en EUA frente a los consumidores de sus principales socios comerciales, como China), y a los altos precios de los energéticos y de las materias primas.

EUA: Utilidades Empresas no Financieras % de prod. del sector empresarial, después de impuestos



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BEA

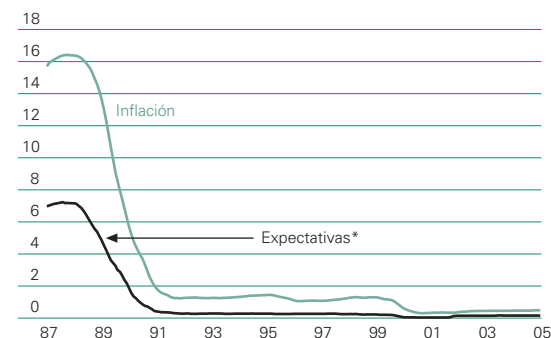
EUA: Gap de Financiamiento* Billones de dólares



* Gasto en capital menos fondos generados internamente y ajuste por valuación de inventarios

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reserva Federal

EUA: Varianza Inflación Durante 10 Años %



* Expectativas de inflación próximos 12 meses

Fuente: BBVA Bancomer con datos de BLS

La Seguridad Social en EUA: Retos y Perspectivas

El sistema de Seguridad Social en EUA otorga beneficios a 48 millones de individuos a través de dos programas básicos: *Old Age and Survivors Insurance* (OASI) que cubre a los trabajadores retirados, familiares y sobrevivientes de trabajadores fallecidos, y representa 85% del gasto total; y el *Disability Insurance* (DI) que constituye el 15% restante y atiende a incapacitados menores a la edad de retiro y a sus dependientes.

Estadísticas Recientes sobre Seguridad Social, 2004

Trabajadores cubiertos por la Seguridad Social	157 millones
Beneficiarios	
Trabajadores retirados y sus dependientes	33 millones
Trabajadores incapacitados y sus dependientes	8 millones
Sobrevivientes de trabajadores fallecidos	7 millones
Total de beneficiarios	48 millones
Beneficios pagados en el año	493 mmd
Ingresos recibidos	658 mmd
Activos totales en el fideicomiso	1.7 bn
Tasa impositiva	12.4%
Límite de ingresos sujetos a impuesto (2005)	90 mil USD

Fuente: SSA, CBO

El sistema es de "beneficio definido" (*pay as you go*), es decir, es financiado mediante un régimen de reparto y administrado por el sector público. Los ingresos se obtienen de un impuesto a la nómina de 12.4% que pagan equitativamente trabajadores y patrones.

Relación Trabajadores en Activo vs. Retirados

Cifras en millones de personas excepto última columna

	Trabajadores	Población ¹	Crec. trab. ²	Crec. pob. ³	Trab./pers. ⁴
1980	113.6	26.1	20.6	5.2	4.3
1990	133.7	32.0	20.0	5.9	4.2
2000	153.7	35.5	20.0	3.5	4.3
2010	165.4	39.5	11.8	4.0	4.2
2020	172.8	53.2	7.4	13.7	3.3
2030	178.1	69.4	5.3	16.3	2.6
2050	189.8	78.3	5.4	3.1	2.4

- 1 Población mayor de 65 años
 2 Crecimiento esperado de los trabajadores
 3 Crecimiento esperado de la población mayor de 65 años
 4 Trabajadores/personas mayores de 65 años

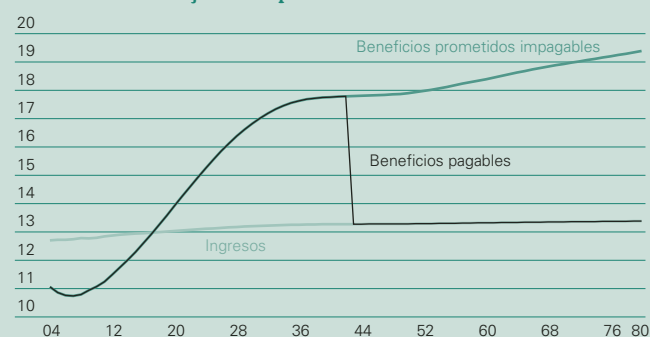
Fuente: CBO

La elevada proporción de trabajadores activos a pensionados ha permitido la solvencia del sistema. No obstante, esta relación muestra una tendencia a disminuir derivada de una mayor esperanza de vida y un descenso en la tasa de natalidad. Este proceso se acentuará con el retiro

de los *Baby Boomers* y se estima que la proporción se sitúe en 2.6 en 2030 y 2.4 en 2050, significativamente por debajo de la prevaleciente en las últimas décadas (4.3 en 1980 y 4.2 en 1990). Esto tendrá costos importantes en las cuentas públicas.

Proyecciones sobre Ingresos y Beneficios

% de la nómina sujeta a impuestos



Fuente: SSA

En los próximos 75 años el valor presente del gasto por beneficios futuros bajo la legislación vigente excederá en 4.0 billones de dólares (bd) a los ingresos por el impuesto a la nómina más el valor del fideicomiso. A partir de 2078 el déficit aumentará en 7.1 bd en un horizonte de tiempo infinito, lo que arroja un total de 11.1 bd. Aunque a corto plazo el sistema goza de salud financiera, al igual que en otros países, mantener la situación actual plantea serios problemas de sostenibilidad para las finanzas públicas a mediano y largo plazo.

En la actualidad, la administración Bush parece favorecer extraoficialmente una propuesta (modelo 2 de la Comisión Presidencial) que incluye: asignar 4% del impuesto a la nómina a cuentas individuales con un máximo inicial de 1,000 dólares, considerar la indexación de beneficios a la inflación frente a salarios y garantizar protección para los ciudadanos de menores ingresos. El costo de transición de este programa se ubica entre 0.9 bd y 2 bd.

Dado que los salarios suelen aumentar por arriba de la inflación, indexar los beneficios al crecimiento de los precios permitiría reducir la brecha entre beneficios y contribuciones.¹ Esto aunado a las cuentas individuales asegura la solvencia del sistema. Adicionalmente, el presidente Bush ha jugado con la idea de elevar el nivel máximo de

1 Recientemente se está debatiendo una versión más moderada denominada "indexación progresiva" que excluya de dicha medida a los trabajadores de bajos ingresos.

ingresos sujetos al impuesto a la nómina (actualmente 90 mil dólares anuales) lo que daría aún más solvencia.

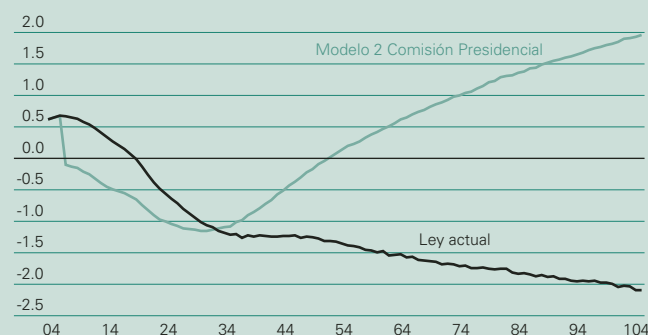
Comisión Presidencial para Fortalecer la Seguridad Social, 2001

Modelo 2

- Cuentas personales sin cambio en ingresos o beneficios
- Contribución de 4% de los impuestos a la nómina con máximo de \$1,000
- Rendimiento real de 2% en contribuciones para compensar beneficios pagados
- Se asegura el pago de beneficios en 120% por arriba de la línea de pobreza para trabajadores que reciben salario mínimo con al menos 30 años de experiencia laboral
- Se indexan los beneficios a la inflación en 2009
- En 2052, los beneficios para un trabajador de bajos ingresos serán 27% mayores en términos reales a los actuales
- No se necesita aumentar impuestos
- Necesidad de transferir recursos entre 2025 y 2054 para solventar transición
- Flujo positivo después de 75 años para todos los niveles de participación

Fuente: The President's Commission to Strengthen Social Security

Ingresos - gastos OASIDI % del PIB



Fuente: CBO

De acuerdo con la Congressional Budget Office, una reforma en esta línea afectaría la economía principalmente a través de las expectativas de las familias. La reducción de los beneficios provocaría una disminución del consumo privado y un aumento del ahorro de las familias. Adicionalmente, la reforma permitirá incrementar la riqueza nacional en 2080 entre 10 y 12% con respecto a la situación actual.

Al mismo tiempo, el déficit fiscal aumentará durante los primeros años. Sin embargo, con el tiempo los egresos se reducirán, resultando en una disminución del déficit público en el largo plazo.

Los efectos en el mercado laboral son ambiguos ya que por una parte, la reducción de beneficios provocará que

algunos trabajadores salgan del mercado laboral o se retiren más jóvenes. Por otra parte, el incentivo para otros será trabajar más para compensar la disminución de beneficios. El efecto sobre la oferta laboral se estima bajo con una diferencia de 1 a 1.5% con respecto a las simulaciones sin reforma.

Con respecto al PIB, el impacto depende de lo que el gobierno decida hacer con los superávits crecientes, esto es, reducir los impuestos o incrementar los beneficios. No obstante, en todo momento los resultados indican que el crecimiento del PIB será mayor con una reforma que en su ausencia.

¿Se llevará a cabo esta reforma? Bush deberá buscar apoyo al interior de su partido ya que si bien la mayoría de los congresistas republicanos favorecen la inclusión de cuentas individuales, difieren considerablemente en torno a la reducción de beneficios, incrementos en los impuestos y aumentos de la deuda pública. Los demócratas están muy unidos en contra de algunas posibles líneas de reforma del sistema.

En conjunto, la situación futura de la seguridad social preocupa a demócratas y republicanos por lo que consideramos muy probable que se apruebe una reforma consistente en dotar de solvencia al sistema durante los próximos 75 años. Sin embargo, ésta podría ser menos ambiciosa que la planteada por el presidente Bush.

Para cubrir los costos de transición el gobierno recurrirá tanto al endeudamiento como a recortes en otras áreas del gasto lo cual evitaría que el déficit se eleve significativamente. La aprobación de una reforma enviaría una señal positiva a los mercados mejorando la confianza en las perspectivas de las finanzas públicas.

Marcial Nava

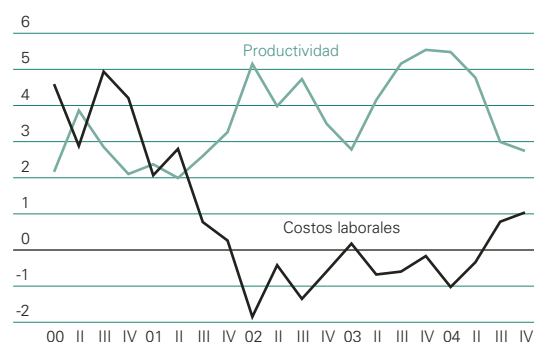
jm.nava@bbva.bancomer.com

Referencias:

- Congressional Budget Office (2003), "The Long Term Budget Outlook", diciembre, <http://www.cbo.org>
- (2004a), "The Outlook for Social Security"
- (2004b), "Long-Term Analysis of Plan 2 of the President's Commission to Strengthen Social Security"
- (2005), "The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2006 to 2015"
- President's Commission to Strengthen Social Security, The (2001), "Strengthening Social Security and Creating Personal Wealth for All Americans", diciembre, http://www.csss.gov/reports/Final_report.pdf
- Social Security Trustees (2005), "The 2005 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds", marzo, <http://www.ssa.gov/OACT/TR/TR05/>

EUA: Productividad Sector Empresarial no Agrícola y Costos Laborales Unitarios

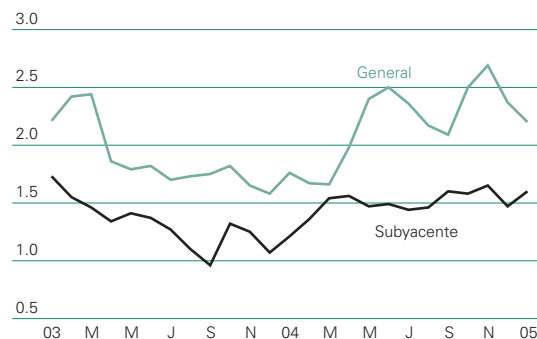
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BLS

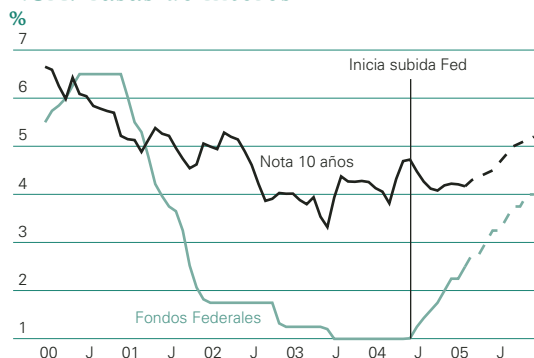
EUA: Índice de Precios del Gasto de Consumo Personal

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BEA

EUA: Tasas de Interés



Fuente: BBVA

Entorno financiero

La dinámica de la Reserva Federal de aumentar 25 puntos base su tasa de referencia en cada una de las reuniones celebradas desde junio de 2004 continuará hasta que las tasas se aproximen a niveles de 3%, previsiblemente en la reunión del 3 de mayo. A partir de ahí, surgirá una mayor incertidumbre sobre el ritmo al que la autoridad monetaria implementará los siguientes aumentos toda vez que los tasas de interés nominales se situarán ya en el límite de la zona considerada como "neutral" (entre 3 y 5%). Esto podría conducir a la autoridad monetaria a hacer depender más los aumentos posteriores de las tasas de interés de la información económica que vaya estando disponible, reduciendo la certidumbre en la que se ha movido la política monetaria en los últimos meses. Ahora bien, en conjunto, contemplamos que los aumentos de tasas continuarán hasta cerrar el año 2005 en 4%.

Como anticipábamos, la economía estadounidense continúa creciendo a tasas altas por cuarto año consecutivo, a pesar de los aumentos del precio del petróleo. Esto podría estar indicando que la economía tiene menos recursos ociosos, lo que unido a la moderación del crecimiento de la productividad, al aumento de los precios de producción e importación y a la depreciación del dólar, podría conducir a que la Reserva Federal modifique al alza el sesgo de la inflación.

En este contexto de mayor incertidumbre sobre la política monetaria y de un posible sesgo al alza en inflación, cabe esperar que las tasas de interés de largo plazo en EUA, que están en niveles muy bajos, vayan aumentando gradualmente hasta situarse al cierre del año en 5.2% seguramente en un entorno de mayor volatilidad dadas las dudas que rodearán, a partir de junio, el ritmo de alzas de los fondos federales. Esto ocurriría en un contexto de ajuste gradual en los mercados financieros, en los que el dólar en su cruce con el euro terminará en niveles próximos a 1.35. Frente a la ampliación de diferenciales de rentabilidad entre EUA y Europa, que podría favorecer al dólar, la divisa estadounidense se verá negativamente afectada por sus elevados déficit fiscal y corriente. Este aumento de tasas de interés podría llevar a que se comenzara a corregir el proceso de búsqueda de rentabilidades que ha llevado los diferenciales de deuda corporativa y de países emergentes a niveles muy bajos. Ahora bien, este ajuste será limitado, ya que no se espera un escenario de fuerte volatilidad en las rentabilidades en los países industrializados.

Hay dos escenarios de riesgo. El primero es que la Reserva Federal haga una pausa en sus incrementos de tasas, y que el mantenimiento de una elevada expansión monetaria lleve a que se acumulen mayores riesgos al alza en la inflación. En esta situación probablemente el ajuste de las variables financieras sería más abrupto, con aumentos significativos de tasas de interés en el tramo largo de la curva de deuda y con una mayor depreciación del dólar. El segundo escenario de riesgo está relacionado con el bajo nivel de ahorro de las familias y con su alto grado de endeudamiento. Un choque negativo de confianza puede precipitar un descenso de la actividad, sin fuertes presiones de fondo en la inflación, lo que detendría los aumentos de tasas de interés de la Reserva Federal y mantendría las de largo plazo durante todo el año 2005 en niveles próximos a los actuales.

¿Están las Tasas de Interés de Largo Plazo Demasiado Bajas en EUA?

Varios factores indicarían que las tasas de largo plazo en EUA deberían estar por arriba de los niveles actuales. Primero, las tasas de corto plazo han aumentado 150 puntos básicos (pb) y las expectativas de incrementos han ido al alza. Segundo, el crecimiento económico en 2005 ha comenzado sólido. Tercero, se acumulan potenciales presiones inflacionarias, ante el crecimiento de los precios de producción y de importación, tanto por el mayor precio del petróleo como por la depreciación del dólar.

¿Por qué no están aumentado más? En primer lugar, se podría argumentar que las empresas no muestran una fuerte demanda de crédito para nuevos proyectos de inversión. Ahora bien, aunque el ahorro de EUA es bajo, el mundial no lo es. Así, la demanda de activos estadounidenses por parte de otros países ha permitido mantener bajas las tasas de interés de largo plazo en EUA.

En segundo lugar, los fondos de pensiones y las compañías de seguros están aumentando la demanda de activos de largo plazo, en parte porque pueden verse afectadas por cambios regulatorios y en parte porque durante los últimos años han mantenido carteras con activos de baja duración. Este factor puede continuar mientras equilibran sus carteras, pero su impacto en la tasa de 10 años dependerá de los cambios en la oferta de deuda, en especial, de los plazos a los que se emita.

En tercer lugar, se podría pensar (como en 2004) que las tasas en EUA se mantienen bajas porque, a pesar de que la economía entra en su cuarto año consecutivo de expansión, las expectativas de inflación se mantienen bajas. Ahora bien, en 2004 estas expectativas descontadas en los bonos indexados alcanzaron un mínimo de 2.3% en septiembre, y desde entonces han recuperado niveles máximos. En la actualidad, la acumulación de riesgos al alza en inflación parece apoyar mayores aumentos en las tasas de largo plazo.

En cuarto lugar, a menudo se argumenta que la prima de riesgo temporal recogida en las rentabilidades a 10 años se ha reducido en un contexto de certidumbre ante la política monetaria anunciada por el Fed. Sin embargo, esto no es así: la prima de riesgo descontada en las tasas *forward* se mantiene estable y próxima a los 20 pb.¹

Por último, las tasas de largo plazo pueden incluir la expectativa de menor crecimiento futuro, que se traduce en tasas reales abajo de su nivel de equilibrio (2.5 a 3%).² Pero de nuevo, en un contexto de elevada liquidez, el riesgo de que se esté subestimando el nivel de la tasa, es alto. Si se ad-

mite que las ganancias de productividad se van a mantener es difícil pensar que las tasas reales sean bajas.

EUA: Expectativas de Inflación Descontadas en los Bonos Indexados • %



Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal

¿Dónde se estima que puede estar el nivel de equilibrio de las tasas de largo plazo? Si se considera que la tasa de largo plazo recoge las expectativas de inflación de mediano plazo (2.5%), la tasa de interés real compatible con una inflación estable (de 2.5 a 3%) y con la prima de riesgo temporal (20 pb), es posible pensar que el nivel de equilibrio se sitúe cerca de 5.5%.

EUA: Contribuciones de las Variables del Modelo de Tasas a 10 Años en 2005 • Promedio trimestral

	Tasa 3 meses	Inflación	ISM*	Saldo presupuestario	Modelo 10 años
1er. trim.	1.6	2.5	0.0	0.1	4.3
2do. trim.	1.8	2.8	0.0	0.1	4.7
3er. trim.	2.1	2.5	-0.1	0.1	4.8
4to. trim.	2.3	2.7	-0.1	0.1	5.2

* Confianza empresarial

Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal

Los modelos econométricos que explican la evolución de la tasa a 10 años en EUA³ la estiman en 5.2% a fin de 2005. El aumento de las de corto plazo sería el principal determinante de esta evolución en el tramo largo de la curva.

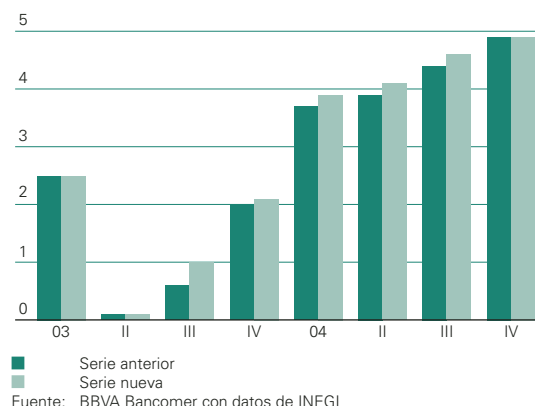
Mayte Ledo

teresa.ledo@grupobbva.com

- 1 Véase BIS (2005): "Decomposing long-term yields", BIS Quarterly Review, marzo
- 2 Véase J. D. Amato (2005): "The role of the natural rate of interest in monetary policy", BIS working paper no. 171
- 3 El modelo especificado es un mecanismo de corrección del error con la tasa de interés a 3 meses y la tasa de inflación de largo plazo y en la dinámica incorpora cambios en: las expectativas de actividad empresarial (ISM), en las tasas a 3 meses, en la tasa de inflación y en el saldo presupuestario.

México: Revisión al Alza en el Pronóstico de Crecimiento para 2005: de 3.8 a 4.2%

PIB México Variación % anual



En 2004 la Economía de México creció 4.4% anual, logrando el mejor desempeño de los últimos cuatro años. Este resultado, ligeramente mayor al esperado, se explica en parte por una revisión del crecimiento en trimestres previos y en parte por un mejor comportamiento en los últimos meses del año, especialmente por la fortaleza de la demanda interna.

El camino recorrido para llegar a este crecimiento ha sido largo. La moderada recesión en años recientes y la recuperación económica confirmada con las cifras de 2004, responde en primer lugar a la ausencia de una crisis financiera en el último periodo recesivo. En contraste con otros periodos de contracción, en donde choques externos, pérdida de confianza o desequilibrios internos produjeron bruscos ajustes en la producción, la menor actividad económica en el último periodo recesivo no ha sido afectada por ninguna crisis financiera. Esto ha permitido un punto de partida algo más sólido para afianzar la recuperación.

Más aún, el reciente periodo de crecimiento económico ha seguido un patrón clásico de economías industrializadas y abiertas, donde la recuperación se ha impulsado por la elevada sincronía con la economía de EUA y se ha consolidado por la recuperación de la demanda interna. Este proceso ha llevado al PIB a tener una trayectoria creciente desde el 2T03, cerrando el último trimestre de 2004 con un crecimiento anual de 4.9%.

Sin duda, 2004 confirma el fin de la recesión y el inicio de un nuevo ciclo de crecimiento; pero será difícil registrar incrementos superiores a los alcanzados en 2004. La menor expansión esperada en la demanda externa (el PIB de EUA crecerá ligeramente por debajo de 4%), una política monetaria más restrictiva, precios del petróleo algo más bajos y las incertidumbres generadas por el proceso electoral, generarán algunas presiones sobre las tendencias productivas. Sin embargo, México continuará disfrutando de un renovado impulso proveniente de la demanda interna.

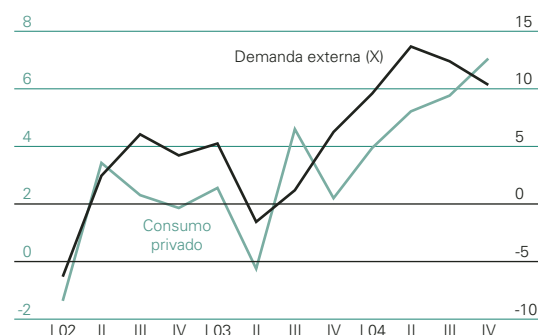
La expansión de la demanda externa, particularmente la estadounidense, impulsó las exportaciones en el inicio del ciclo expansivo en México. En los últimos trimestres, los incrementos en salarios reales y en empleo han actuado favorablemente sobre la masa salarial y junto con el fuerte incremento del crédito, han apuntalado la recuperación del consumo. Mirando hacia adelante, además del crédito, uno de los motores de la actividad en 2005 será el empleo.

Empleo, factor de impulso de la demanda interna

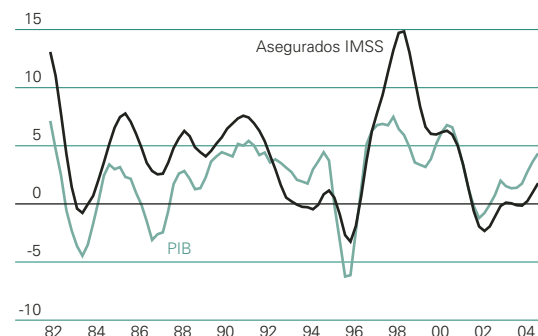
En ausencia de reformas estructurales, el empleo normalmente reacciona con rezago a como lo hace el PIB. La ampliación de la planta productiva se realiza cuando se confirma la permanencia de la demanda y ante buenas expectativas de crecimiento económico. No es extraño, por tanto, que en 2004 el número de asegurados en el Instituto Mexicano del Seguro Social, utilizados como indicador de empleo formal, crecieran en 2.8% y el PIB en mayor magnitud: 4.4%.

El empleo formal urbano ha registrado 19 meses consecutivos de aumento, lo que ha llevado a que en febrero de 2005 se superase el máximo histórico de noviembre de 2000. Pese a ello, la creación de empleo ha sido más lenta que en ciclos anteriores. Dos factores parecen ser importantes en este comportamiento: el rezago y la lenta

Demanda Agregada Principales componentes, variación % anual



PIB y Empleo Formal Privado Variación % anual



recuperación del sector manufacturero en EUA (que ha sufrido un intenso y largo proceso de pérdida de empleos) y la presencia de nuevos competidores en el mercado nacional e internacional que cambiaron la estructura de la producción y de las exportaciones mexicanas.

Estos elementos explican la diferente evolución del empleo por sector de actividad y por orientación de mercados. Entre 2001 y 2003 las exportaciones no petroleras cayeron 2.5% y el empleo en el sector industrial 13.7% equivalente a 755 mil puestos de trabajo, un ajuste más que proporcional, que obedeció a la recomposición sectorial y a la necesidad de ser más productivos en un entorno altamente competitivo. De esta forma, pese a la moderada recuperación laboral reciente, entre 2001 y 2004 se perdieron 671 mil empleos industriales. La contracción en el empleo se presentó tanto en el sector maquilador como en el no maquilador (industria de transformación) con mayor impacto en este último, como se ilustra en la gráfica correspondiente. Al mismo tiempo, la demanda interna tuvo el dinamismo necesario para generar empleos y compensar la caída en la ocupación manufacturera. En este período, se crearon 647 mil en el sector servicios y 34 mil en la agricultura.

En 2004 las condiciones fueron más favorables y marcaron el inicio de creación de empleo. En la industria de transformación la contracción fue marginal, cuatro de sus sectores presentaron crecimiento y en la maquiladora aumentó en la mayoría de las ramas, con excepción de calzado y cuero, plásticos ligeros, juguetes y artículos deportivos. En el cuadro respectivo se observan los cambios de mayor magnitud. Estas tendencias continuarán en 2005. En lo externo, la producción industrial estadounidense prácticamente mantendrá su dinamismo, consolidando la recuperación. Esto tendrá un impacto positivo en el empleo del sector, especialmente si las maquiladoras son capaces de ganar cuota de mercado en el proceso de deslocalización que podría continuar en la industria de EUA.

En conjunto, la creación de nuevos empleos en 2005 superará lo realizado en 2004. Esperamos un incremento por arriba de 500 mil empleos formales. Los resultados acumulados hasta la primera quincena de marzo (122.9 mil, el mayor aumento en los últimos cinco años) apuntan en esa dirección. No cabe duda que este dinamismo apoyará la fortaleza que esperamos continúe por el lado de la demanda interna.

La economía en 2005-2006: perspectivas favorables con suave desaceleración

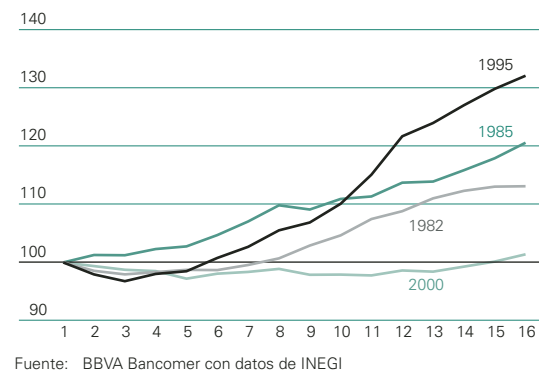
En conjunto, el PIB crecerá en 2005 algo más de lo que contemplábamos antes: 4.2% frente al 3.8% previo, si bien mantenemos la expectativa de una tendencia moderadamente descendente, que continuará en 2006. Al igual que en años anteriores el consumo será más dinámico que el PIB.

La desaceleración de la economía norteamericana en 2005 tendrá un impacto moderado en el crecimiento de México. La producción industrial de EUA mantendrá su dinamismo alrededor de 4%, lo que continuará apoyando el crecimiento mexicano dada la fuerte vinculación entre los ciclos industriales de ambas economías. En lo interno, la fortaleza de la demanda continuará, apoyada por una mayor generación de empleos, por la mejoría en los salarios reales y por el soporte de la oferta de crédito. El consumo mantendrá su dinamismo por el incremento de la masa salarial y la inversión por el aumento en la demanda (interna y externa) y por la disminución de capacidad ociosa en algunas ramas de actividad.

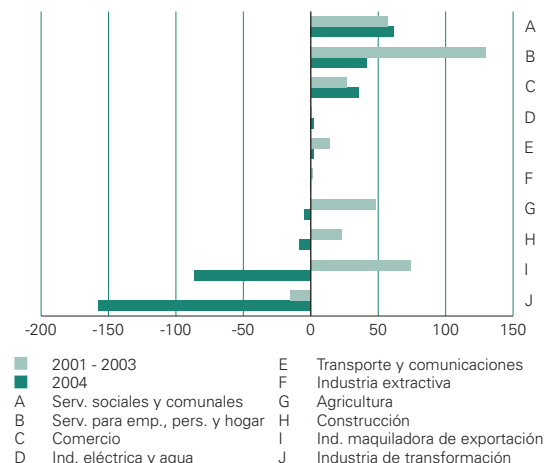
Empleo Formal en el Sector Privado Millones de asegurados urbanos en el IMSS



Evolución del Empleo en Diferentes Ciclos Base 100=trimestre "techo" de la actividad



Evolución del Empleo por Actividad Promedio anual, miles de personas

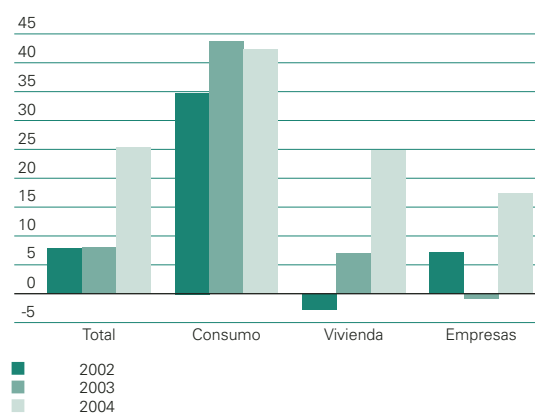


Industria Manufacturera • Principales cambios en el empleo formal privado entre 2000 y 2004, variación

	Miles personas		Var. %	
	01-03	2004	01-03	2004
Industria de transformación				
Total	-201.3	-9.1	-13.7	-0.7
Prod. met. maq. y equipo	-98.1	3.5	-23.5	1.1
Text., confección y cuero	-45.7	-8.7	-24.1	-6.1
Quím., caucho y hule	-28.3	-3.0	-11.9	-1.4
Minerales no metálicos	-7.2	0.5	-9.8	0.7
Papel, imp. y editoriales	-5.8	-0.4	-6.5	-0.4
Industria maquiladora de exportación				
Total	-259.8	74.4	-19.8	7.1
Mat.eléctrico y electrónico	-108.6	8.6	-31.6	3.7
Textil	-93.4	6.2	-32.3	3.2
Servicios	-13.8	9.8	-27.9	27.6
Muebles madera y metal	-11.7	2.8	-18.8	5.6
Maq.eléctrica y electrónica	-7.9	9.1	-7.7	9.6

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Crédito Vigente al Sector Privado Variación % real anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Por su parte, el crédito vigente al sector privado, que ya muestra su mayor dinamismo desde 1995, continuará a tasas altas. El crédito al consumo mantiene su expansión de los últimos años con una tasa de crecimiento real superior al 40% y el financiamiento a la vivienda y a las empresas se consolida con variaciones alrededor de 20%. En particular, la construcción de vivienda se seguirá beneficiando de la disponibilidad de financiamiento, cambios legales que la impulsan, programas gubernamentales y una demanda creciente. A pesar de las recientes altas tasas de crecimiento del crédito en México, podrá continuar su dinamismo porque su saldo es bajo con respecto al PIB.

El proceso electoral también tendrá un impulso sobre la actividad productiva en 2005 y 2006. En estos dos años 47% de las entidades federativas (58% del PIB), renuevan su administración. Esto generalmente está asociado con terminación de obra pública y su consecuente derrama en la economía, además del gasto electoral y el de los partidos. Entre estas entidades destacan por su importancia relativa, el Distrito Federal, Estado de México y Jalisco.

No estamos exentos de riesgos

Los principales riesgos e incertidumbres se presentan en el dinamismo de la actividad industrial en EUA (mayor inflación y sostenibilidad de los déficits fiscal y en cuenta corriente, que podrían llevar a mayores tasas de interés y menor actividad) y en la posibilidad de que haya una deslocalización industrial que no beneficie a México. Además, habrá que estar atentos a la presión inflacionaria que el propio dinamismo de la demanda interna pudiera generar, lo que podría traducirse en mayores alzas de tasas de interés por parte del Banco de México. Estimamos que la incertidumbre generada por el entorno político no tendrá repercusiones relevantes sobre las variables macroeconómicas durante el presente año al ser pre-electoral, aunque nunca conviene bajar la guardia en este frente: todavía queda camino por recorrer en la elección de los candidatos a la presidencia y la definición de los programas de gobierno.

Cuadro Macroeconómico de México Variación % anual

	Observado					Pronósticos						Contrib. al crecimiento (pp)		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	1T05	2T05	3T05	4T05	2004	2005	2006
PIB	6.6	-0.2	0.8	1.4	4.4	4.2	4.0	4.4	4.3	4.2	3.8	4.4	4.2	4.0
Demanda total	10.4	-0.6	1.0	1.2	6.0	5.9	6.0	5.2	5.7	6.3	6.3	8.2	8.2	8.4
Interna	8.5	0.6	0.8	0.7	4.1	4.9	4.3	4.5	4.5	5.2	5.4	4.2	5.0	4.5
Consumo	7.4	1.9	1.4	2.1	4.7	5.3	4.5	5.5	5.1	5.5	5.2	3.9	4.3	3.8
Privado	8.2	2.5	1.6	2.3	5.5	5.7	4.8	5.9	5.3	5.8	5.6	4.0	4.1	3.5
Público	2.4	-2.0	-0.3	0.8	-1.2	2.5	2.6	2.9	3.0	2.0	2.1	-0.1	0.2	0.2
Inversión	11.4	-5.6	-0.6	0.4	7.5	5.9	4.8	8.3	7.1	4.6	4.0	1.4	1.2	1.0
Privada	9.0	-5.9	-4.1	-1.5	8.5	6.7	5.6	9.3	8.0	5.2	4.3	1.3	1.1	0.9
Pública	25.2	-4.2	17.0	8.5	3.6	2.7	2.9	2.6	2.5	1.8	3.3	0.1	0.1	0.1
Var. existencias*												-1.1	-0.5	-0.3
Externa neta												0.2	-0.8	-0.5
Externa bruta	16.4	-3.8	1.6	2.7	11.5	8.7	10.3	7.4	9.1	9.2	9.0	4.0	3.2	4.0
Importación B. y S.	21.5	-1.6	1.5	0.7	10.2	10.3	10.7	7.7	9.4	11.3	12.3	-3.8	-4.0	-4.4

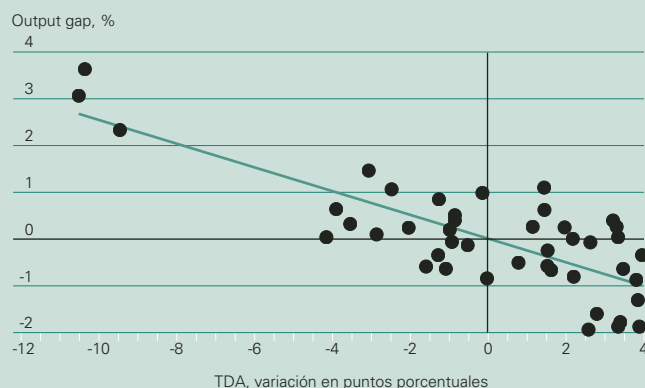
* Las tasas anuales no se presentan por ser no representativas
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Empleo y Actividad Económica: la Ley de Okun en México

La Ley de Okun establece la existencia de una relación cuantitativa entre el desempleo y la actividad económica. La intuición es sencilla. En un periodo de recesión, ante la disminución de la demanda, lo habitual es que el sector productivo despidiera personal o, cuando menos no contrate trabajadores adicionales. Alternativamente, en un periodo de expansión la respuesta de las empresas es de contratación, lo que permite una reducción de la tasa de desempleo abierto (TDA). Una forma común de postular la ley de Okun es relacionar el output gap (desviaciones del PIB observado contra el potencial) con cambios en la TDA a través de una relación inversa, lineal y relativamente estable.¹

En EUA, se suele encontrar una relación de 1 a -1/2, es decir, por cada punto que cambia el output gap la TDA se mueve 0.5 puntos porcentuales (pp) en sentido opuesto. La cuantificación está sujeta a restricciones. Por ejemplo, la tasa de desempleo tiene un límite inferior igual a la tasa natural de desempleo y no puede registrar valores negativos. Por tanto, esta relación debe postularse dentro de cierto intervalo de valores.

México: Output Gap y TDA, 1994-2004



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Hay otras dificultades específicas para medir esta relación en países como México. En los países desarrollados, la estimación del PIB potencial y por tanto el output gap es más confiable que en los emergentes. La volatilidad de la economía, la disponibilidad de series estadísticas de largo plazo, los cambios estructurales y los choques externos, entre otras variables, pueden incrementar la incertidumbre asociada a la estimación del PIB potencial. Pero es oportuno cuestionarnos no solamente la relación entre

output gap y cambios en el empleo sino también, si existe una relación estable y cuál es el dinamismo económico necesario para crear empleos.

En México la correlación entre output gap y variaciones en la TDA cumple con lo esperado: es negativa y lineal pero con una relación entre ellas de -0.25. Esto quiere decir que, por cada pp que el primero cambie, la TDA se moverá en promedio 0.25 pp en sentido contrario. La diferencia entre la sensibilidad de la TDA entre México y EUA podría explicarse por los niveles relativamente bajos del desempleo en México, el amplio sector informal que actúa como amortiguador y por problemas en la estimación del output-gap.

Para resolver este último problema, se podría intentar una relación directa entre la actividad económica y el empleo (o la TDA). Con datos mensuales de 1994 a 2004 se observa que la actividad económica (IGAE) es determinante de la evolución del empleo (asegurados en el IMSS) y de cambios en la TDA. En el primer caso se tiene una correlación aceptable y el ajuste implicaría que se requiere un crecimiento mínimo de 1.6% para empezar a crear empleos. En el segundo, la correlación es menor pero significativa e implica que es necesario un crecimiento cuando menos de 3% para empezar a disminuir la TDA. Por tanto, los resultados confirman que la actividad económica es un factor determinante en la creación de empleo.

Resultados de algunas relaciones entre empleo y actividad económica (1994-2004)

$$VppTDA = -0.2538 \text{ Output gap} \quad R^2=0.62$$

(-8.4)

$$V\%IMSS(t+2) = 0.83 V\%IGAE \quad -1.40 \quad R^2=0.76$$

(14.6) (-3.8)

$$VppTDA = -0.22 * V\%IGAE \quad +0.66 \quad R^2=0.62$$

(-14.5) (8.6)

En donde:

VppTDA = Variación anual en puntos porcentuales de la TDA

Output gap = Diferencia entre PIB potencial y observado

V%IMSS(t+2) = Variación % anual en el número de asegurados en el IMSS con un rezago de dos periodos

V%IGAE = Variación % anual en el IGAE

Fernando González f.gonzalez8@bbva.bancomer.com

Referencias:

Rafael Doménech, Víctor Gómez, "Estimating Potencias Output, Core Inflation and the NAIRU as Latent Variables"

Ferguson Roger W, "Interpreting Labor Market Statistics in the Context of Monetary Policy"

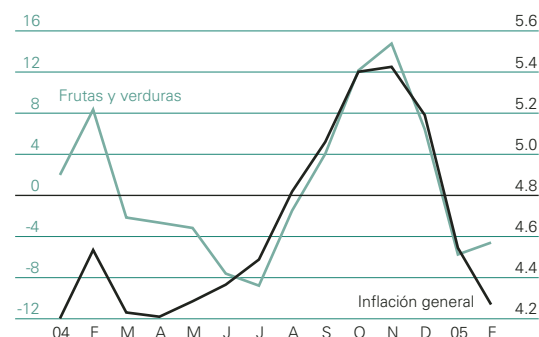
Arias Jaxiel, Muñoz Carlos, "Desempleo en México, un problema de todos"

¹ La relación propuesta por Okun puede ser rota, o no validada en la evidencia empírica con información de corto plazo, resultado, por ejemplo, de cambios en la estructura de la población activa.

Buenas Expectativas de Inflación, aunque sigue Dependiendo de los Volátiles

INPC y Frutas y Verduras

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Precios Administrados y Concertados

	Ponderación	Var. % anual	
		Dic'04	Feb'05
Administrados y concertados	17.0	7.5	5.9
Administrados	7.6	10.0	8.7
Gas doméstico	1.8	18.3	18.0
Electricidad	2.4	9.2	6.6
Gasolinas	3.3	5.8	4.8
Concertados	9.4	5.1	3.4
Transporte público	4.3	10.0	6.8
Cuotas y otros*	0.6	1.7	1.9
Servicios**	4.4	1.4	1.1

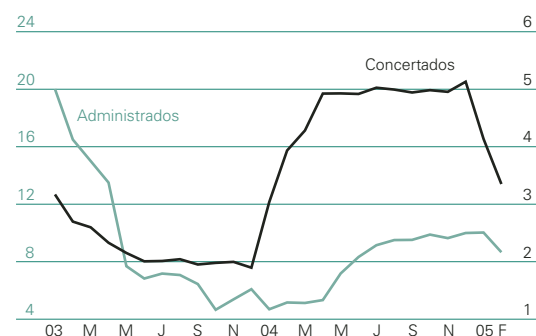
* Licencia, tenencia, autopistas, estacionamiento

** Agua, predial, teléfono

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Precios Administrados y Concertados

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

En el inicio de 2005 las perspectivas de la inflación en México reflejan un balance de riesgos más favorable que en 2004, por la tendencia a la baja en los componentes volátiles, y sin evidencia sustancial de presión al alza en la subyacente. En este entorno aumenta la probabilidad de que la inflación general se aproxime al cierre del año al límite máximo de variabilidad (4%), señalado por el banco central. La clave para 2005 es anticipar el comportamiento de la inflación subyacente, y en particular su capacidad para converger en el mediano plazo hacia la meta del 3%, en un contexto de recuperación de la demanda interna.¹

2005, un año favorable para los precios volátiles

En sólo 4 meses, desde noviembre de 2004 hasta febrero del año actual la inflación pasó de 5.42 a 4.27%, una reducción de 1.15 puntos, que obedeció principalmente al inicio de un ciclo agrícola favorable: el subíndice de agropecuarios, aportó 0.83 puntos de dicha caída. En el margen, también han contribuido un mejor comportamiento de los precios administrados y concertados. Por ejemplo, en el mes de febrero, los precios administrados registraron una disminución de 0.41% (destaca el caso de electricidad con una reducción de 2.5%). Aunque algunos de los componentes dependen del precio del petróleo en los mercados internacionales, de naturaleza incierta pero con una fuerte resistencia a reducirse, es probable que el gobierno logre mantener el crecimiento del subíndice de administrados y concertados con una contribución a la inflación total en 2005 que podría ser la más baja en los últimos quince años.

En la inflación subyacente, que representa aproximadamente el 70% del INPC, las condiciones son menos favorables. Entre 2003 y 2004 se mantuvo estable, en rangos relativamente altos entre 3.4 y 3.8%. Hacia el interior de este subíndice, se observa en los últimos meses una reducción moderada de la inflación de alimentos procesados. En cambio, en la subyacente de servicios se ha registrado recientemente una moderada tendencia de alza, que podría estar vinculada con factores estacionales, pero que podría ser un elemento de preocupación de cara al futuro en la medida en que sea una respuesta a la aceleración de la demanda interna en México, especialmente del consumo.

En este contexto, cobra especial importancia analizar el impacto que pudiera tener la actual fase de fuerte crecimiento económico en México en la inflación subyacente a lo largo de los próximos meses. Tal impacto puede medirse con un modelo que relaciona la inflación subyacente con la brecha del producto o output gap, que es la desviación del crecimiento del PIB respecto a su potencial de largo plazo (como indicador de presión de la demanda) y los salarios (como indicador de presiones de costos). Los resultados confirman la relación positiva entre este conjunto de variables en el ciclo actual: los precios responden con un rezago de más o menos un año al output gap y los salarios.²

Partiendo de un crecimiento potencial del orden de 4%, y una estimación del PIB para 2005 en un rango de 4 a 4.2%, el modelo ilustra

1 Si bien el objetivo del Banco de México del 3% es para el índice general, una inflación subyacente en niveles cercanos al 4%, podría generar variaciones en el INPC por encima del 4% con mayor frecuencia a la deseada por el banco central.

cómo la inflación subyacente se mantendrá por lo que resta del año cerca de sus niveles actuales. De acuerdo con esta especificación, la recuperación de la demanda tendrá un impacto moderado sobre la inflación subyacente. Sin embargo, la posibilidad de convergencia hacia la meta del banco central en 2005, parece complicada. La tasa más baja que podría registrar la inflación subyacente en alguno de los trimestres es de 3.5%; y en conjunto, en 2005, la inflación subyacente podría estar más cerca de 4% que de 3.5%.

¿Cuál es el balance para la inflación ?

Con un año agrícola de precios bajos, el compromiso del gobierno con un rango de crecimiento de precios administrados y concertados de 3 a 5%, y transmisión moderada del alza en el precio del petróleo a los energéticos (el impacto sería básicamente a través de gas doméstico), los volátiles no serán motivo de preocupación en materia de inflación durante 2005. La inflación subyacente es otra historia: presenta riesgos de alza derivados del proceso de recuperación de la actividad económica. Aunque históricamente en México no existe evidencia de una relación estable y permanente entre mayor output gap y mayor inflación, existen síntomas que obligan a la cautela: la recuperación de la demanda puede facilitar a las empresas trasladar a los precios finales los aumentos en costos de los últimos dos años y la posibilidad de que una eventual depreciación del peso se materialice en los precios. En suma, en este componente, los riesgos son al alza.

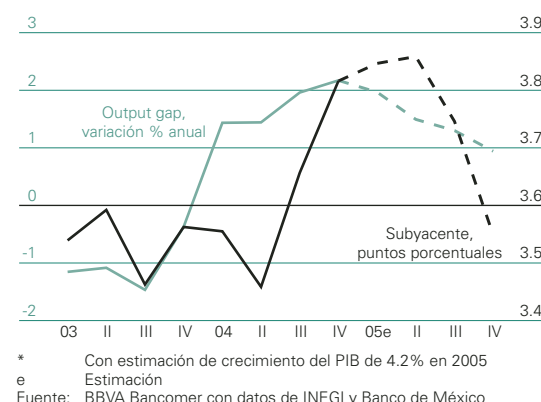
Dado que la inflación general presenta un rango de volatilidad de hasta un tercio respecto de la subyacente (véase el recuadro de volatilidad de la inflación), y considerando que nuestra estimación para esta última es que se mantenga en 3.7% al cierre del año, el INPC puede moverse con facilidad en un rango amplio dependiendo de la evolución de los componentes más volátiles. Nuestra estimación para la inflación general, de 4% al finalizar el 2005, se ubica dentro de este rango, con un comportamiento similar para el 2006.

Los resultados del análisis presentado permiten formular algunas consideraciones finales. Primero, la inflación subyacente es más relevante para el análisis a largo plazo que la general, pues aproxima mejor el proceso de formación de precios de la economía. Segundo, la volatilidad de la inflación en México es intrínseca a su índice de precios, pues refleja los patrones de consumo e ingreso de las familias; en este sentido, y dada la composición de la inflación no subyacente, ésta presentará un rango más amplio de variabilidad. Por último, en ausencia de presiones de los volátiles, en 2005 se mostrará la dificultad que enfrenta la economía para observar reducción permanentes en la inflación subyacente, en un contexto de recuperación de la demanda interna.

2 La estimación propuesta fue $\pi_t = \alpha_0 + \alpha_1(Y - Y^*)_{t-3} + \alpha_2 w_{t-4} + \varepsilon_t$ donde π_t (Y-Y*) y w corresponden a la inflación subyacente, output gap y salarios, todas en tasas de crecimiento. Los resultados de los parámetros α_0 , α_1 y α_2 fueron 2.43, 0.27 y 0.20 respectivamente, todos significativos y con una bondad de ajuste elevada ($R^2=0.96$).

Sobre el periodo de muestra cabe puntualizar que la concurrencia de crisis económicas y periodos de alta inflación entre 1975 y 2000 dificultan el identificar una relación estable y significativa entre ambas variables en estos años. Incorporando información a partir de 2001 se logra una mejor valoración del impacto del ciclo económico, pues se eliminan algunos de los factores que incidieron en la inflación en años anteriores, como las expectativas, los ajustes salariales y las fuertes depreciaciones de la moneda.

Output Gap* e Inflación Subyacente: Modelo de Phillips

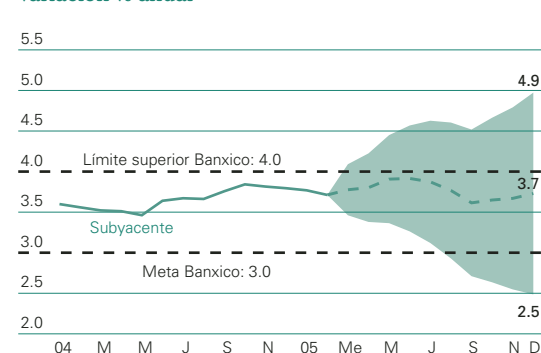


PIB e Inflación: Modelo de Phillips

	PIB, var. % anual	Inflación, pp
2005		
1er. trimestre	4.7	3.8
2do. trimestre	4.2	3.9
3er. trimestre	4.1	3.7
4to. trimestre	3.7	3.5

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

Rango de Variabilidad Inflación General



La Volatilidad de la Inflación en México

Una de las transformaciones más notables de la economía mexicana a partir de la segunda mitad de los años noventa es la tendencia a la baja en la inflación. De alcanzar tasas superiores al 50% en 1995, para el año 2000 se habían logrado bajar a 9%, y hacia un rango entre 4 y 5% entre 2001 y 2004. El control del proceso inflacionario ha sido el resultado de diversos cambios estructurales. Primero, la disciplina fiscal, con topes legales al endeudamiento público y restricciones a su monetización; segundo, la autonomía del banco central, que ha permitido converger gradualmente a un modelo de inflación por objetivos, con metas explícitas; tercero, la apertura comercial, que ha dado lugar a mercados más competitivos y una asignación de recursos más eficiente y; cuarto, la flexibilización del tipo de cambio, que evita riesgos de acumular presiones de financiamiento en las cuentas externas.

En la actualidad, el Banco de México establece un rango de tolerancia en su meta de inflación (3%) de hasta un punto porcentual, que denomina "intervalo de variabilidad". Este margen de tolerancia, 33% respecto al objetivo central, no es especialmente distinto de los rangos que aceptan otros bancos centrales: su función es acomodar choques temporales de precios, de tal forma que evita a la política monetaria tener que responder a ellos, salvo que se perciban como permanentes. Es posible que en México la volatilidad de la inflación sea especialmente elevada más por la propia composición del índice que por la fortaleza de los choques temporales.

La estructura del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), que refleja el patrón de gasto y de preferencias de las familias, permite identificar las principales fuentes de la volatilidad de la inflación en México. En primer lugar, el peso de los bienes y servicios básicos en el índice total es considerablemente mayor que en países como Estados Unidos, reflejo del menor ingreso y preferencias de las familias. Destaca el caso de los alimentos y particularmente los no procesados, que en México representan hasta 8.1% del INPC, mientras que para aquel país sólo representan el 3.3%.

En segundo lugar, llama la atención la numerosa cantidad de servicios —con un peso elevado— que en México se consideran volátiles, entre ellos el transporte, la telefonía, el agua para uso doméstico y la educación. Esto podría reflejar condiciones poco competitivas de esos mercados. Además, la participación de este conjunto de servicios es 8.4 puntos porcentuales más alta en México que en EUA.

El peso de todos los componentes volátiles en el INPC de México es de 30.4%, mientras que para EUA las mismas categorías suman 17.1%. El impacto de ello sobre la inflación general está a la vista: para el periodo 2000-2004, cuando la inflación en México fue en promedio de 6%, el componente no subyacente aportó más dos puntos porcentuales a dicha tasa, que equivale al 33%. En EUA, el promedio de la inflación general en el mismo periodo fue 2.5%, y los volátiles añadieron un punto porcentual (39%).

Inflación: Componentes Volátiles Participación % en INPC general

	México	EUA	Difer.*
Subyacente	69.6	82.9	-13.3
No subyacente	30.4	17.1	13.3
Alimentos no procesados	8.1	3.3	4.7
Carne y huevo	4.8	2.3	2.5
Frutas y verduras	3.3	1.0	2.2
Transporte	4.7	0.8	4.0
Transporte público urbano	3.8	0.3	3.5
Transporte público foráneo	0.6	0.1	0.5
Licencias y cuotas relacionadas	0.3	0.4	0.0
Educación	5.2	2.3	2.9
Otros bienes y servicios	4.4	3.0	1.5
Telefonía**	3.5	2.3	1.2
Agua para uso doméstico	0.7	0.7	0.1
Impuesto predial	0.2	—	—
Energía y combustibles	7.9	7.7	0.2
Gas doméstico	1.8	1.3	0.6
Combustibles de motor	0.1	0.0	0.1
Gasolinas	3.7	3.8	-0.1
Electricidad	2.3	2.6	-0.4

* Diferencia en puntos porcentuales

** Excluye telefonía móvil

Fuente: Banco de México y Oficina de Estadísticas del Trabajo, EUA

Dado ese comportamiento de los precios volátiles, se puede suponer un comportamiento esperado de la inflación a partir de los últimos datos: con una subyacente de 3.7% para México, y 2.1% para EUA, la inflación general de cada país podría oscilar entre 2.5 y 4.9%, y 1.3 y 2.9% respectivamente. La desviación respecto a la subyacente puede ser mayor en México debido a un porcentaje más elevado de volátiles y una base de comparación también mayor.

En conclusión, México tiene una mayor volatilidad de la inflación que otros países, como EUA, cuestión que es intrínseca a la estructura de su índice de precios, que responde a los patrones de consumo, preferencias e ingreso de las familias, y el grado de competencia en el mercado doméstico.

Eduardo Torres

e.torres@bbva.bancomer.com

Próximos a Máximos en las Tasas de Interés de Corto Plazo

Con el afán de revertir la tendencia alcista en la inflación, el Banco de México (Banxico) ha venido incrementando el “corto” en el último año a un ritmo de casi un incremento por mes (12 ocasiones desde mayo de 2004 hasta marzo de 2005), al tiempo que ha mantenido la vinculación con la política monetaria de EUA, lo que ha implicado un continuo incremento de las tasas de interés. En particular, la tasa de fondeo bancaria subió más de 325 puntos básicos (pb) en este periodo. Como reflejo de una política monetaria más restrictiva y en un contexto de incrementos en las de tasas de interés a largo plazo en EUA, que se trasladaron, sin amplificarse, al tramo largo de la curva en México. Así, la pendiente en la curva de rendimientos cayó significativamente: el diferencial de la tasa de 10 años (M10) con la de un mes pasó de 327 a tan sólo 88 pb en dicho periodo.

Escenario base: ligeros incrementos adicionales de tasas de interés en 2005 manteniéndose elevadas en 2006, con más riesgos al alza que a la baja

Tras la restricción monetaria ya ejercida por Banxico, cabría esperar que el final del proceso de incrementos de tasas de interés esté aproximándose. Niveles cercanos a 10% podrían constituirse como el punto máximo de este ciclo alcista; si bien las tasas de interés se sostendrán en rangos elevados incluso hasta entrado 2006. El que podamos estar no muy lejos de máximos en tasas de corto plazo se basa en tres aspectos; primero, la mejora en el balance de riesgos sobre precios, tanto por una reducción en la inflación observada¹ como en la esperada para el corto plazo. Segundo, las recientes señales emitidas por Banxico pueden interpretarse en este sentido. Entre dichas señales destaca que tras una larga serie de incrementos del “corto” por montos entre 4 y 6 millones de pesos, los últimos aumentos (25 de febrero y 22 de marzo) fueron de tan solo 2 millones de pesos, los menores incrementos en tres años. Esta medida le permitió a Banxico, ratificar su compromiso con el mantenimiento de la restricción monetaria y enviar un mensaje de que la situación no requiere de aumentos tan fuertes en las tasas de interés como en el pasado. Tercero, comunicados recientes de Banxico y declaraciones de su Gobernador y de otros miembros de la Junta de Gobierno han destacado los avances sobre la inflación y la perspectiva de que ésta se sitúe por debajo de 4% en este año.

Ahora bien, estamos muy lejos de vislumbrar bajadas: la situación de la inflación en México presenta elementos todavía incompatibles con el objetivo de inflación de Banxico, lo que podría extenderse a 2006. En primer lugar, tanto la inflación observada como la esperada se encuentran distantes al objetivo central de 3% anual. Segundo, la inflación subyacente —mejor indicador para valorar las presiones de fondo sobre la inflación— se encuentra anclada en niveles ligeramente por debajo de 4%. Tercero, en un contexto de enorme fortaleza de la demanda interna, las presiones sobre la inflación de servicios podrían ser más severas. Finalmente, pese a los incrementos de las tasas de interés de corto plazo, que han llevado a las tasas de interés reales a niveles de 7.0%, el grado de restricción monetaria aún se encuentra lejos de los niveles observados en años anteriores (véase recuadro del Índice de Condiciones Monetarias).

Evolución Reciente del “Corto” y Vinculación Política Monetaria EUA

Millones de pesos

	Saldo diario	Var. diaria	Vinculación*
10 Ene 2003	20	3	No
07 Feb 2003	22	3	No
28 Mar 2003	25	3	No
20 Feb 2004	29	4	No
12 Mar 2004	33	4	No
27 Abr 2004	37	4	Si
23 Jul 2004	41	4	Si
27 Ago 2004	45	4	Si
24 Sep 2004	51	6	Si
22 Oct 2004	57	6	Si
26 Nov 2004	63	6	Si
10 Dic 2004	69	6	Si
28 Ene 2005	75	6	Si
25 Feb 2005	77	2	Si
22 Mar 2005	79	2	Si

* Vinculación a los aumentos de la Reserva Federal
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

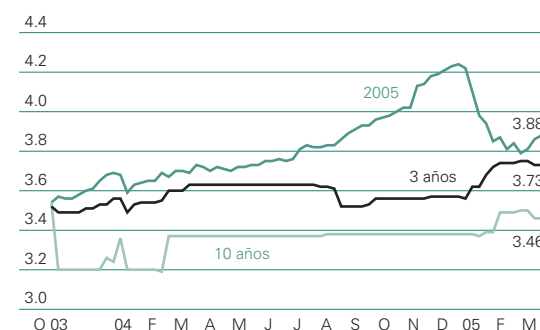
Flujos a Mercados Emergentes en el Mercado de Dinero

Millones de dólares, promedio móvil 4 semanas)



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

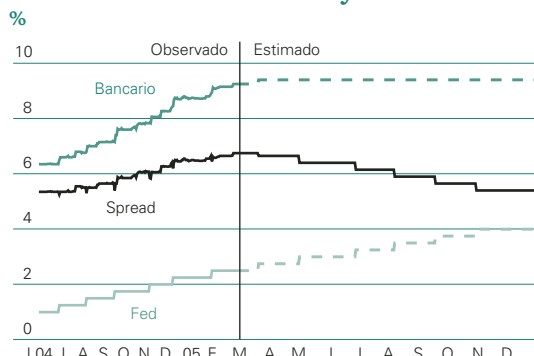
Expectativas de Inflación



Fuente: Encuesta Infosel

¹ Ver página 12 para mayor detalle.

Tasas de Fondeo: México y EUA



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

Pronóstico de Fondeo Bancario 2005

Fin de periodo, %

	Riesgo baja*	Base	Riesgo alta**
Primer trimestre	9.50	9.50	9.50
Segundo trimestre	9.50	10.00	10.00
Tercer trimestre	9.00	10.00	10.45
Cuarto trimestre	8.50	10.00	10.75

* "Idilio emergentes"

** Corresponde a un ajuste brusco con repunte en la inflación

Fuente: BBVA Bancomer

Ejercicios de Tasas de Interés en Función a la Regla de Taylor y Escenarios de Inflación y Tipo de Cambio Cetes 28 días, %, fin de periodo, 2005

TdC	Escenario de inflación				
11.85 (fdp)	3.00	3.50	3.75	4.00	4.25
1er. trim.	9.17	9.28	9.34	9.40	9.46
2do. trim.	9.03	9.25	9.37	9.48	9.59
3er. trim.	8.74	9.10	9.28	9.46	9.64
4to. trim.	8.19	8.83	9.15	9.47	9.79

TdC	Escenario de inflación				
11.60 (fdp)	3.00	3.50	3.75	4.00	4.25
1er. trim.	9.02	9.13	9.19	9.25	9.31
2do. trim.	8.72	8.95	9.06	9.17	9.28
3er. trim.	8.41	8.77	8.95	9.13	9.30
4to. trim.	7.85	8.49	8.81	9.13	9.45

Fuente: BBVA Bancomer

Por estos motivos, estimamos que Banxico optará por mantener las tasas de interés en 2005 y 2006 en niveles elevados hasta que se disipe la incertidumbre asociada a una inflación subyacente elevada, sobre todo por el inicio de un ciclo de mayor vigor en la demanda doméstica y la incertidumbre de una potencial depreciación del tipo de cambio, según avance el año. Dada la expectativa de reducción de la inflación en 2005 y 2006 (4 y 3.9% respectivamente), este mantenimiento de tasas de interés implicaría que Banxico estaría incrementando gradualmente las tasas de interés reales, con el objetivo de acercar las expectativas de inflación en el mediano plazo hacia 3%.

Este escenario implica que en algún momento del segundo semestre las tasas de interés domésticas se desvincularán de los incrementos en la tasa de la Reserva Federal —la cual esperamos que cierre 2005 en 4.0%— lo que implicará que el diferencial de tasas de interés de corto plazo entre México y EUA volvería a niveles próximos a los existentes antes del principio de incrementos de tasas de interés en México en mayo de 2004.

Los riesgos en los próximos meses en la evolución de las tasas de interés de corto plazo en México se encuentran al alza

Si Banxico vislumbrara mayor incertidumbre sobre las perspectivas en el mediano plazo de la inflación podría adoptar una postura monetaria más enérgica para intentar converger a su objetivo central de 3% (que le permitiese tener mayor holgura para acomodar desviaciones en precios), las tasas de interés podrían continuar incrementándose hacia niveles superiores a 10.75%. Si bien esto implicaría tasas reales aún mayores, el banco central tendría margen para hacerlo dado el grado de restricción monetaria actual y bajo la percepción de un costo reducido en términos de crecimiento económico, debido al bajo nivel de crédito en la economía (lo cual limita este canal de transmisión de la política monetaria). Esta postura se podría justificar por el objetivo de consolidar —a través de mayores tasas de interés— su política monetaria como "ancla" de la estabilidad financiera, ante la posibilidad de que el proceso electoral influya adversamente al mercado cambiario (especialmente en 2006). Finalmente, mayores presiones de inflación por elevados precios del petróleo (que podría impactar tanto directamente como a través de mayores precios de mercancías en EUA) y una situación de mayor restricción monetaria en EUA a la que estamos contemplando podrían ejercer una presión alcista adicional sobre las tasas de interés a corto plazo en México. En síntesis, el riesgo es hoy por hoy de mayores alzas en las tasas de interés.

Posibilidades de baja en tasas de interés, solamente con "sorpresas" positivas sobre inflación subyacente

Aunque con una baja probabilidad, aún no se descarta por completo un escenario de mejores datos de inflación subyacente en México, de mejora de las expectativas de inflación a mediano plazo y de menor riesgo de traslación a salarios. Esto podría llevar a moderadas reducciones en las tasas de interés de corto plazo; como muy pronto a partir de la segunda parte del año, especialmente si el peso continúa fuerte. Estimaciones del comportamiento de Banxico basado en la Regla de Taylor serían coherentes con unos niveles de tasas de interés

a corto plazo del 9% si: la inflación se situara en torno al 3.5% o el tipo de cambio se ubicara más cerca de los niveles actuales, que de nuestro pronóstico para final del 2005 de 11.8 ppd.

Las tasas a largo plazo están ancladas, pero aumentarán algo más en 2005 y 2006

En lo que respecta a los papeles de mayor plazo, la tasa del M10 continuará ligada a la de EUA; sin embargo, las alzas de las tasas mexicanas podrán ser menores a las de EUA en la medida en que las expectativas de inflación disminuyan. De esta forma, estimamos que el M10 cerrará 2005 y 2006 en 10.8 y 11.1%, respectivamente (considerando 5.2 y 6.0% de cierre en bonos a 10 años en EUA). Este escenario se verá reforzado con tasas a corto plazo por arriba de 10.00%, dado que esto haría más probable una disminución de las expectativas de inflación a mediano plazo.

En el caso de que aumentos en las tasas en EUA fuesen más moderados (hasta el 4.5% fin de año en el bono de 10 años en este año) podría seguir alimentando los flujos de capitales a economías emergentes lo que favorecería el “spread” soberano en México e incluso podría alentar la compra de estos bonos de inversionistas institucionales domésticos, como las Afores. En este escenario, el rendimiento de bonos a 10 años en México pudiera situarse en 2005 claramente por debajo del 10%, provocando un mayor aplanamiento de la curva que pudiera persistir al próximo año de mantenerse dichas condiciones.

Ahora bien, como se ha comentado con anterioridad, el riesgo se concentra más hacia el otro sentido, dadas las mayores presiones de inflación en EUA. En conjunto, este escenario podría quedarse corto en el caso de que los riesgos de inflación en EUA, o ajustes bruscos de las variables financieras dados los desequilibrios de aquel país, llevarán a tasas de interés significativamente más altas que el 5.2% que estamos contemplando (ver sección “Entorno financiero” en EUA).

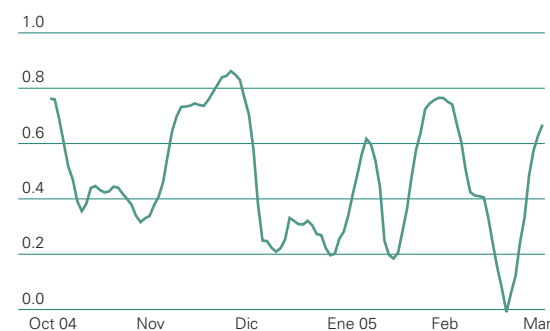
En suma, el ritmo de alza de las tasas de interés en EUA y la evolución en la inflación observada y esperada en México son fundamentales para determinar la trayectoria en las tasas de interés domésticas en 2005 toda vez que repercutirán en la tasa de interés real del país y en el grado de flujos internacionales a economías emergentes. En conjunto, asignamos una mayor probabilidad a nuestro escenario base de ajuste gradual al alza en las tasas de interés en EUA y baja en la inflación doméstica, lo que llevaría a tasas de interés próximas al 10.00% en los tramos cortos (fondeo bancario) y a 10.80% en los tramos largos (M10). Por su parte, consideramos una probabilidad menor a un ajuste brusco en EUA así como a una mayor inflación doméstica que sea compatible con tasas de interés superiores a 10.8% en el tramo corto de la curva de rendimientos y superiores a 11.4% en los mayores plazos. Por último, con una probabilidad más reducida, no descartamos que se puedan observar menores tasas de interés tanto a corto como a largo plazo. A pesar de ello, ante la incertidumbre sobre la velocidad de ajuste de ambas variables podrían surgir periodos de volatilidad en los mercados financieros.

Bonos a 10 Años



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

Correlación Bonos 10 años México-EUA 30 días



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

Escenarios de Tasas de Interés 2005

Fin de periodo, %

	Riesgo baja*	Base	Riesgo alza**
Fondeo bancario	8.5	10.0	10.8
Cetes 28 días	8.6	10.1	10.8
TIIE 28 días	8.9	10.5	11.1
Bonos 10 años	9.5	10.8	11.6
Fondos Federales	3.0	4.0	4.5
Notas del Tesoro 10 años	4.5	5.2	6.0

* “Idilio emergentes”

** Corresponde a un ajuste brusco con repunte en la inflación

Fuente: BBVA Bancomer

Índice de Condiciones Monetarias (ICM): Aplicación en México

Determinar las condiciones monetarias en una economía es una herramienta útil para evaluar las perspectivas económicas. Condiciones más restrictivas (laxas) tienden a generar menores (mayores) tasas de crecimiento de la actividad económica y de la inflación. En otros países es habitual desarrollar y seguir Índices de Condiciones Monetarias (ICM) como una variable que aproxima el grado de restricción de la política monetaria y que funciona como un indicador adelantado de la inflación. Por ejemplo, en Canadá, Nueva Zelanda y Noruega se ha utilizado no sólo como una herramienta de política monetaria, sino como un objetivo explícito o como un mecanismo de comunicación.

El ICM busca capturar —en un solo indicador— la incidencia en la actividad de la política monetaria. En economías abiertas, el ICM se suele determinar en una fecha determinada (t) como la suma ponderada de la tasa de interés real (de corto o largo plazo, o una combinación de ambas), (r_t) y el tipo de cambio real (TCR $_t$). Estas variables constituyen los principales canales de transmisión de la política monetaria.

Si bien, este indicador no cuantifica —como tal— el nivel de restricción, sí señala la dirección en el sesgo monetario de la economía al compararse con las condiciones prevalecientes en una fecha de referencia (con r^* y TCR *).

$$ICM_t = [\delta \times (r_t - r^*) + (TCR_t - TCR^*)] \times 100 + 100$$

Donde, δ es el ponderador de las tasas de interés real que representa su importancia relativa (en veces) con respecto al canal de tipo de cambio real (dólares por peso).

Especificación basada en Dennis (1997), Reserve Bank of New Zealand

De esta forma, una mayor tasa de interés real o una apreciación real del tipo de cambio reflejan condiciones monetarias más restrictivas (ICM mayor) al generar potencialmente una menor actividad económica, lo que tiende a disminuir las presiones de inflación.

Alcances y limitaciones

La principal dificultad en la construcción del ICM consiste en seleccionar las variables relevantes en la fórmula y su importancia relativa. La ponderación δ determina, implícitamente, la importancia de la transmisión de cada variable (crediticia vía las tasas de interés o cambiaria) en la actividad, y a través de ella, en la inflación. En el

caso de México, la estimación de los parámetros es muy sensible a la especificación del modelo y al periodo considerado. Estimaciones distintas generan niveles diferentes del índice, y por tanto diferentes medidas de restricción/laxitud monetaria. Sin embargo, en este tipo de indicadores, lo más relevante es la variación y la tendencia que muestran en un periodo determinado lo cual es capturado en el modelo desarrollado.

Aplicación a México del ICM

Siguiendo la metodología utilizada en Nueva Zelanda (NZ), el ponderador calculado para México entre la tasa de interés real a corto plazo y el tipo de cambio es de 1.3 veces, el cual es superior al de NZ y Noruega (que tienen 2 veces); Canadá y Francia (3 veces); y Alemania (4 veces). De acuerdo a estas estimaciones, un aumento de 1 pp en la tasa de interés real en México tiene un efecto sobre la actividad económica similar a una apreciación de 1.3 pp en el tipo de cambio real.

Históricamente, el ponderador podría ser incluso menor para México en virtud de la elevada importancia del comercio exterior en la actividad económica y a la relativamente baja penetración del sistema financiero que disminuye la eficiencia del canal de crédito. Sin embargo, la mayor importancia de la demanda interna y el papel creciente del crédito, harán que en el futuro esta ponderación se incremente.

Estimación del ponderador en México (δ)

$$\begin{aligned} \text{GapMx}_t = & -0.087\Delta r_{t-4} - 0.067\Delta \ln \text{TCR}_{t-2} - 0.002\Delta \pi_{t-2} - 0.001\Delta \pi_{t-3} \\ & (-2.64) \quad (-2.34) \quad (-2.02) \quad (1.91) \\ & + 0.589\text{GapEUA}_{t-1} - 0.483\text{GapEUA}_{t-2} + 0.782\text{GapMx}_{t-1} \\ & (3.42) \quad (-2.38) \quad (8.41) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.93, \text{DW} = 1.5$$

Periodo: primer trimestre 1997 a tercer trimestre 2004

Donde, GapMx es la brecha de producción (exceso de demanda observada menos potencial), r tasa de interés real 28 días, TCR tipo de cambio real, π inflación y GapEUA es la brecha de producción de EUA.

El ponderador δ en ICM es $1.30 = -0.087 / -0.067$

El ICM presenta desde 2000 tres etapas en su evolución (con duración de 26 meses en las dos primeras)

tomando como referencia el promedio del índice del tipo de cambio real (base 2000) y de la tasa de interés real a 28 días para el periodo de 2002-2005. El primer periodo comprende de enero de 2000 a febrero de 2002, el ICM evidenció un mayor endurecimiento de las condiciones monetarias derivado de tasas de interés real elevadas (promedio 5.1%) y una apreciación real de peso (promedio 5.8% anual). En este lapso la inflación anual disminuyó de 11 a 4.8% (con un promedio de 7.7%), al igual que el crecimiento del 6.6% en el 2000 a 0.7% en el 2002.

En la segunda etapa (marzo 2002 a mayo 2004) se registró una disminución en el ICM causada por las menores tasas de interés real (promedio 1.76%) y por la depreciación real del peso de 5.5% anual. En este periodo, la inflación se estabilizó en torno a 4.7% (con un mínimo de 3.97% en diciembre 2003). Por su parte, la actividad aumentó toda vez que el PIB pasó de nulo crecimiento a 4.4% en 2004.

Índice de Condiciones Monetarias (ICM) en México

$\delta = 1.3$, base promedio: 2002-2003



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

En la última etapa (junio 2004 a la fecha) se observa el inicio de una fase restrictiva en la política monetaria en donde la tasa de interés real pasa de 2.2 a 5.15% en febrero (promedio de 3%) la cual ha sido acompañada por una apreciación real del peso de 0.6%, lo cuál puede influir en una moderación en la actividad.

Conclusiones

Más allá de las limitaciones de este tipo de ejercicios, del análisis anterior resaltan dos conclusiones importantes. La primera es que el ICM apunta en la actualidad al endurecimiento monetario con respecto a las condiciones prevalecientes a mediados del año pasado; no obstante, su nivel aún está lejos del grado de restricción registrado a inicio de 2002. La segunda es que el canal del tipo de cambio es más importante en México que en economías desarrolladas, posiblemente como consecuencia del elevado grado de apertura comercial, del bajo nivel de crédito y del uso (en el pasado) de tipo de cambio como una referencia importante de formación de precios.

Estas consideraciones plantean retos importantes para la política monetaria en México, toda vez que las variables que realmente controla el banco central son las tasas de interés a corto plazo. Es decir, de forma indirecta, este ejercicio es compatible con la visión de que los aumentos en tasas de interés reales deben ser relativamente fuertes en México a fin de controlar la inflación, especialmente bajo escenarios de crecimiento en la demanda doméstica con expectativas de depreciación en el tipo de cambio.

Octavio Gutiérrez o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

Moderada Depreciación del Peso y Gradual Aumento del EMBI+ México

Variables Financieras Seleccionadas

Promedios trimestrales

	Fix ¹	Flujos ²	EMBI+ ³	Diferencial tasas ⁴	
				1 mes	10 años
1 trim 03	10.83	76.15	311	7.6	6.1
2 trim 03	10.45	112.25	240	5.0	5.2
3 trim 03	10.73	0.43	224	3.6	4.3
4 trim 03	11.19	49.89	205	4.5	3.9
1 trim 04	10.99	107.20	189	4.7	4.4
2 trim 04	11.40	-80.89	204	5.5	5.1
3 trim 04	11.45	20.14	194	5.8	5.9
4 trim 04	11.32	103.28	174	6.3	5.8
1 trim 05	11.16	250.24	160	6.7	5.5

1 Pesos por dólar

2 Flujos a mercados emergentes, millones de dólares

3 Puntos base

4 México - EUA, puntos porcentuales

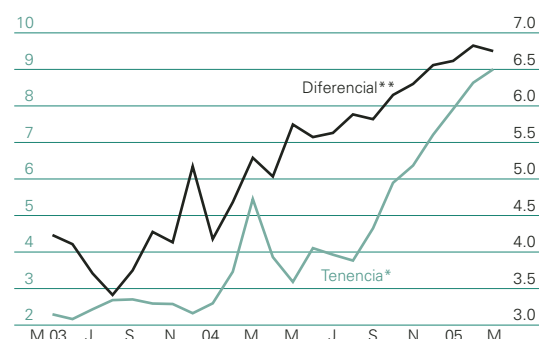
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal

Participación Extranjera en Mercado de Dinero y Tipo de Cambio



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Participación Extranjera en Mercado de Dinero y Diferencial Tasas de Interés



* % del total

** Tasas de interés a un mes México - EUA, puntos porcentuales

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

A partir de septiembre de 2004 el peso inició un proceso de apreciación con respecto al dólar que se intensificó a inicios de 2005. La ganancia acumulada en los últimos seis meses fue de 1.7% alcanzando mínimos de 10.98 pesos por dólar (ppd) durante febrero de este año (vs. promedio de 11.31 ppd en el último trimestre de 2004). A pesar de ello, su nivel se mantiene 1.5% superior del promedio del primer trimestre del año pasado. De forma similar, el riesgo soberano (medido a través del EMBI+) registró un importante descenso en dicho periodo llegando a niveles mínimos históricos en febrero de 2005 (146 vs. 255 pb de mayo 2004). Sin embargo, ambas tendencias están empezando a cambiar.

Las condiciones monetarias en EUA explican gran parte la evolución reciente del peso y el riesgo soberano

La variación en la paridad cambiaria en los últimos seis meses es atribuible —en primera instancia— a diferencias en las condiciones monetarias entre México y EUA. La brecha de los rendimientos a un mes con EUA se incrementaron paulatinamente a partir de abril de 2004 (promedio 495 pb) tras el inicio del ciclo monetario restrictivo en México hasta alcanzar máximos de 700 pb en enero de 2005. Si bien, en el tramo largo de la curva la evolución tuvo la misma tendencia (incremento del diferencial a 10 años de 458 pb promedio en abril a 560 pb en diciembre 2004), esta brecha se ha estabilizado en los tres primeros meses del año conforme la nota del tesoro de EUA empezó a incorporar las alzas esperadas de la Reserva Federal.

Las bajas tasas de interés a largo plazo en EUA motivaron una búsqueda de mayor rentabilidad por parte a inversionistas internacionales que —junto a una percepción de riesgos soberanos bajos— causó una mayor disponibilidad de recursos para economías emergentes. De hecho, los flujos internacionales a los mercados de deuda se han mantenido en niveles máximos. En el caso de México, las reducciones en el riesgo soberano y los diferenciales de tasas de interés a favor de nuestro país impulsaron la demanda externa de activos denominados en pesos. Por ejemplo, la tenencia de papel gubernamental por parte de extranjeros se incrementó de 3.7% promedio abril 2004 a 9.2% en marzo de este año, con un elevado sesgo hacia inversiones en el tramo largo de la curva de rendimientos, en los bonos conocidos comúnmente como “M’s”, la inversión extranjera en el mercado de dinero doméstico, supera los 8.5 miles de millones de dólares.

Bajo una perspectiva estructural, la paridad también se favoreció por un crecimiento económico superior en México que en EUA durante más de un año y por el menor déficit en la cuenta corriente (-1.3% del PIB apoyado en los altos precios del petróleo y la entrada de remesas) el cual fue cubierto en su totalidad por la inversión extranjera directa (véase gráfica). Los factores anteriores contribuyeron a mantener baja la percepción de riesgo país y contuvieron, junto con las agresivas subidas en las tasas de interés de corto plazo, las expectativas de depreciación del peso por el aumento en la inflación en 2004.

Escenario base: el peso se depreciará moderadamente en 2005 y 2006

En el resto de 2005 y sobre todo 2006 las condiciones financieras anteriores se revertirán parcialmente, en la medida en que la Reserva Federal endurezca aún más las condiciones monetarias en EUA y las tasas de interés suban en ese país más que en México. Dado que esperamos que el ritmo de ajuste en las tasas de interés en EUA sea gradual, la paridad convergerá a su tendencia de largo plazo determinada por los diferenciales de inflación entre ambas economías. En este contexto, estimamos que el dólar cotizará al cierre de 2005 y 2006 en 11.8 y 12.2 pesos respectivamente (depreciación anual de 4% al fin de los periodos).

Independientemente a posibles periodos de volatilidad en 2005 y 2006, asociado al proceso electoral, estimamos que el deslizamiento del peso tenderá a ser gradual debido a los siguientes factores: Primero, la brecha de crecimiento económico continuará favoreciendo a México en este año al expandirse el PIB 4.2% anual (vs. 3.6% en EUA). Segundo, la disminución en la inflación doméstica (junto a posibles presiones de inflación en EUA por actividad económica y precios del petróleo) implica que en el largo plazo el grado de depreciación del peso será reducido (en 2004 la inflación en México fue 1.9 pp mayor que EUA y en 2005 estimamos que sea 1.3 pp). Tercero, la reducción en los diferenciales de tasas de corto plazo entre México y EUA no será brusca. Cuarto, las cuentas externas no presentarán problemas en su financiamiento en la medida en que los elevados precios del petróleo tenderán a disminuir el déficit comercial, y los flujos de IED y de remesas al país se mantendrán. Finalmente, el peso mexicano ha logrado una mayor profundidad en los mercados internacionales como mecanismo de diversificación y cobertura de riesgos cambiarios lo que le dota de mayor estabilidad y liquidez para los inversionistas

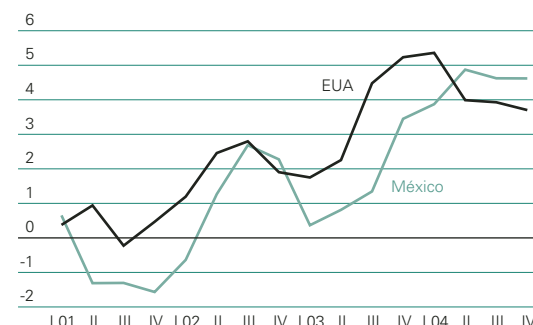
En este contexto, el riesgo soberano de México tendrá una tendencia a aumentar durante 2005 y 2006 producido por las menores condiciones de liquidez internacional que anticipamos para ese periodo. Si bien, al igual que con la evolución esperada del tipo de cambio, no se descartan periodos de mayor volatilidad en el EMBI+ de México por eventos de carácter político (particularmente en 2006); pensamos que, por el momento, serán de carácter transitorio toda vez que se mantienen sólidos los fundamentales económicos y prudentes la conducción de políticas fiscal y monetaria.

Mayor depreciación, si aumentan significativamente las tasas de interés y/o contracción importante de flujos

En caso de que las tasas de interés en EUA se ajusten al alza de forma más brusca, se registraría una reducción de fondos disponibles para economías emergentes y así una probable salida de inversionistas extranjeros en títulos denominados en pesos. De materializarse este escenario, la repercusión de corto plazo sería de una mayor depreciación del peso frente al dólar, en cuyo caso cerraría el año en 12.4 pppd y continuaría su depreciación a lo largo de 2006 (13.2 pppd). En el mediano y largo plazos el peso podría mantenerse depreciado en

Crecimiento del PIB

Var. % trimestral anualizada, prom. móvil 3 trimestres



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Balanza de Pagos

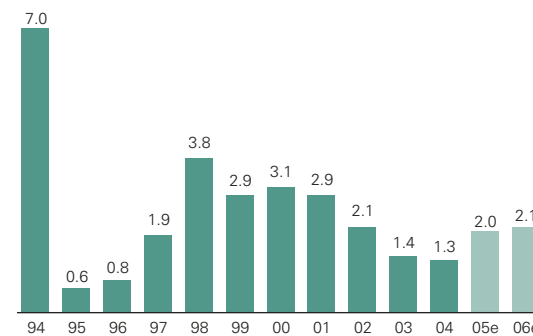
Miles de millones de dólares

	2004	2005
Cuenta corriente	-8.7	-13.4
Balanza comercial	-8.5	-10.7
Intereses	-9.4	-13.4
Turismo	3.9	4.3
Servicios no financieros	-8.4	-12.0
Remesas	17.0	18.4
Cuenta de capital	13.7	12.5
Inversión extranjera directa	16.6	13.0

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

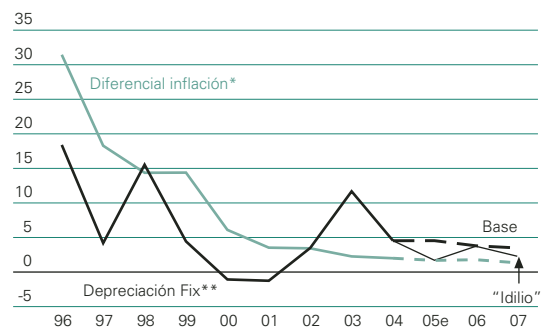
Cuenta Corriente

% del PIB



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Diferencial de Inflación y Tipo de Cambio



* México - EEUU, puntos porcentuales

** Variación % anual

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

Escenarios de Tipo de Cambio Fix

Fin de periodo, probabilidad asignada

	2004	2005e	2006e
Base	11.3	11.8	12.2
"Idilio emergentes"	11.3	11.5	11.9
Ajuste brusco EUA	11.3	12.4	13.2
e	estimado		
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México			

el caso de que existiera contaminación de la inflación en México ya sea por mayores precios de bienes comerciables y/o presiones de demanda doméstica.

Escenario alternativo: mayor fortaleza en 2005

Por su parte, la eventualidad de que continúe la fortaleza del peso en la primera mitad de 2005 es nuestro escenario alterno. Este escenario de mayor fortaleza (una menor depreciación del peso respecto al escenario central) se materializaría en 2005 si el ritmo de alzas en la tasa de interés en EUA resulta ser más gradual a lo descontado por el mercado, ya sea por una baja inflación en esa economía o porque la Fed busque extender un poco más el actual impulso monetario a la economía de EUA. No obstante, para 2006 difícilmente observaremos un peso persistentemente fuerte por factores políticos.

En este contexto, se podrían sostener por más tiempo los diferenciales de tasas de interés entre México y EUA lo cual seguiría favoreciendo la demanda de inversionistas externos e internos por activos denominados en pesos. De igual forma, el mayor crecimiento económico en México que en EUA, la cobertura de los requerimientos de financiamiento de las cuentas externas y la potencial reducción en la inflación doméstica permitirían "anclar", en este escenario, el riesgo país en niveles relativamente bajos y amortiguarían los efectos de la incertidumbre política.

En resumen, la tendencia del peso en 2005 y 2006 será de depreciación con respecto al dólar a un ritmo que estará determinado por la velocidad en el aumento de las tasas de interés en EUA. En el escenario de que sean graduales estos incrementos (el escenario al que asignamos más probabilidad), estimamos que el tipo de cambio pudiera cerrar el año en 11.8 ppd. Por su parte, el intervalo que consideramos en el tipo de cambio para el cierre de año es de 11.5 y 12.4 ppd según el ritmo de alzas en las tasas de interés en EUA. En ausencia de contaminación a la economía y mercados financieros por temas políticos, nuestros estimados de tipo de cambio con mayor probabilidad son los del rango bajo.

Una Visión de las Divisas Latinoamericanas

Divisas latinoamericanas, en la ola del rally

En el último año, las divisas latinoamericanas se han visto beneficiadas por la significativa entrada de flujos de capitales de cartera en la región en un contexto de bajas tasas de interés en los países industrializados y del proceso de búsqueda de rentabilidad. La moderada recuperación de la inversión extranjera directa (IED) también ha sido un soporte para los tipos de cambio en América Latina. Otro factor de apoyo ha sido el choque positivo de términos de intercambio, principalmente en los países exportadores de materias primas.

Tipos de Cambio en América Latina

Divisa/dólar		Variación % 12 meses*		
		TCN/dólar	TCR/dólar	ITCER
Argentina	2.92	1.8%	-5.4%	1.1%
Brasil	2.76	-5.1%	-15.1%	-13.0%
Chile	592	-2.9%	-1.4%	1.9%
Colombia	2,385	-10.8%	-15.9%	-14.9%
México	11.22	2.2%	-0.6%	0.0%
Perú	3.26	-5.8%	-5.5%	-2.8%
Venezuela**	2,147	12.0%	-1.6%	5.4%

TCN Tipo de cambio nominal

TCR Tipo de cambio real

* Al mes de febrero. Un aumento significa una depreciación

** Para el cálculo del TCR y el ITCER, la devaluación de 12% (3 de marzo) se ha supuesto en febrero

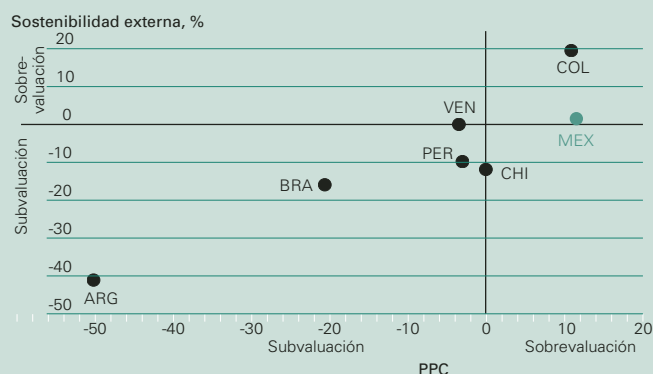
Fuente: Bloomberg y BBVA

¿Cuán lejos están de su nivel de equilibrio?

Para anticipar la evolución de las divisas en el mediano plazo resulta útil analizar la posición en la que se encuentran respecto a su nivel de equilibrio o de largo plazo. Sin embargo, este nivel es difícil de estimar. Una primera aproximación se obtiene utilizando la Paridad de Poder de Compra (PPC), esto es, la idea de que en periodos prolongados del tiempo, la evolución de los tipos de cambio se puede aproximar por los precios relativos de canastas de bienes similares. Para ello, se ha estimado una ecuación para el tipo de cambio con el dólar de cada país con base en los diferenciales de inflación, en el que la constante estimada representa el tipo de cambio real de equilibrio. Una segunda aproximación se basa en el enfoque de balanza de pagos o sostenibilidad externa, enfoque con especial relevancia en la década de los noventa para los países emergentes. Para ello se utilizará un modelo simple¹ que se basa en dos conceptos: (i) existe un tipo de cambio que garantiza la obtención de una balanza de pagos “sostenible” y (ii) la dolarización de los pasivos externos evita que el tipo de cambio real de equilibrio sea infinitamente depreciado para impulsar el sector exterior.

Es decir, el modelo incorpora el efecto de “hoja de balance negativo” que genera una depreciación real. Los resultados de ambos enfoques se exponen en la siguiente gráfica:

Desviación de las Divisas Latinoamericanas respecto a su Nivel de Equilibrio de Largo Plazo



Fuente: BBVA

A partir de estos modelos, se deduce que no hay inconsistencias significativas entre ambos métodos. En general, las divisas de Venezuela, Perú y Chile parecen estar más o menos en equilibrio, Brasil y Argentina presentan monedas subvaluadas² y la divisa colombiana estaría sobrevaluada en 20% aproximadamente. En el caso mexicano, la sobrevaluación que aporta el PPC, en contraste con el enfoque de balanza de pagos se podría explicar por el cambio estructural que ha tenido México en los últimos años en relación al financiamiento de “mejor calidad” de su déficit externo. Éste está siendo financiado completamente con IED. Además, las remesas de inmigrantes, flujos caracterizados por una relativa estabilidad, representan 2.5% del PIB. Con todo, este cambio estructural del sector externo mexicano indicaría que el país podría gozar de un tipo de cambio real de equilibrio más apreciado de lo que indicaría la PPC. Pese a ello, el mensaje de fondo permanece: el peso mexicano se depreciará, ayudado por un repunte gradual de tasas de interés en EUA que contribuirá a agotar paulatinamente el *rally* emergente, quitando presión de apreciación sobre las divisas.

Luciana Taft

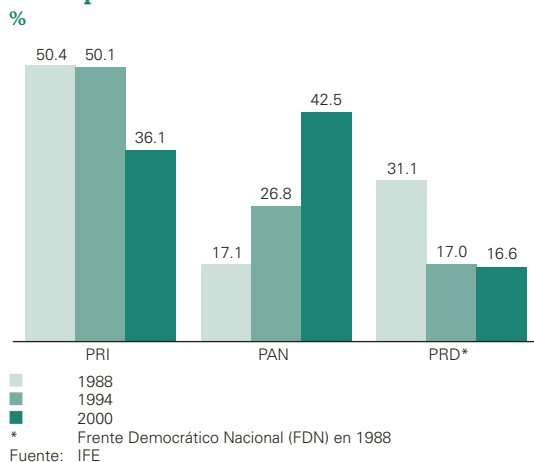
lucia.taft@grupobbva.com

1 Para detalles del modelo, consultar “La sostenibilidad de la deuda externa en economías emergentes”, J. Blázquez y L. Taft, julio 2003, *Hacienda Pública Española/Revista de Economía Pública*; pag. 157-183. Para los supuestos utilizados en el ejercicio y la estimación de los parámetros relevantes, ver Latinwacth, marzo 2005, Servicio de Estudios Económicos BBVA.

2 Ambas metodologías arrojan una subvaluación superior al 30% para el peso argentino.

Un Balance de los Procesos Electorales en México desde 1997

Elecciones Presidenciales: Votos por Partido



Elección de Diputados Federales: Votos por Partido

%

	PRI	PAN	PRD*	Otros
1988	56.8	15.8	25.6	1.8
1991	61.4	17.7	8.3	12.6
1994	51.1	25.7	15.2	7.8
1997	39.1	26.6	25.7	8.5
2000	36.9	38.2	18.6	6.1
2003	36.9	32.8	18.7	11.5

* Frente Democrático Nacional (FDN) en 1988
Fuente: IFE

Elección de Senadores Federales: Votos por Partido

%

	PRI	PAN	PRD*	Otros
1988	50.8	18.0	29.7	1.5
1991	61.5	17.7	8.4	12.4
1994	50.2	25.7	16.8	7.2
1997	38.4	26.9	25.8	8.9
2000	36.7	38.1	18.8	6.4

* Frente Democrático Nacional (FDN) en 1988
Fuente: IFE

Ahora que los principales partidos políticos se alistan para lo que se perfila como una de las contiendas presidenciales más reñidas de los últimos tiempos, es útil hacer un balance de los procesos electorales realizados desde 1997. En ese año, entró en vigor la actual legislación electoral, diseñada para desvincular al Poder Ejecutivo de la organización de los sufragios y asegurar la adecuada representación de los partidos. Esa reforma también hizo posible la elección directa del Jefe de Gobierno del Distrito Federal. Los comicios federales de 2006 serán los cuartos consecutivos en celebrarse bajo esas reglas. Cabe mencionar que cada una de las cinco contiendas que tuvieron lugar entre 1985 y 1997 se efectuaron con reglas distintas.

A raíz de la mencionada reforma electoral, la incertidumbre y desconfianza que solía acompañar a las votaciones se disipó. Hoy día, como en cualquier democracia, no es el proceso electoral en sí lo que puede generar incertidumbre y desconfianza, puesto que la mayoría de la población cree que su voto será respetado. La consolidación de órganos electorales autónomos, el desarrollo de un régimen de partidos altamente competitivo, así como la integración de alianzas políticas a escala local y nacional, hacen que la preocupación del votante se centre en la calidad de los candidatos y de sus propuestas.

El mapa electoral ha experimentado cambios significativos en los pasados diez años. La disputa por todos los cargos públicos se ha intensificado. Todavía en 1976, el candidato del PRI a la Presidencia de la República obtuvo 93.9% de los votos. En la década de los ochenta, los candidatos priístas a la gubernatura de 14 de los 31 estados también alcanzaron niveles de apoyo por arriba de 90%. En las justas presidenciales de 1988 y 1994, el PRI enfrentó una mayor competencia: casi la mitad del electorado respaldó a candidatos de otras fuerzas. En 2000, por primera vez desde su fundación en 1929, el PRI perdió la Presidencia.

Los comicios de 2000 marcaron un hito en la historia moderna de México: nunca antes había ocurrido la transmisión pacífica del poder de un partido a otro. En comparación con la elección de 1994, el PRI bajó 14 puntos porcentuales en las preferencias, mientras que el PAN ganó casi 16 puntos adicionales. Tanto en 1994 como en 2000, el candidato del PRD estuvo lejos de igualar su hazaña de 1988, cuando acaparó cerca de un tercio de los votos. El resultado de 2000 demostró que no era necesaria una alianza entre los dos principales partidos de oposición, el PAN y el PRD, para derrotar al PRI en una contienda presidencial.

Pese a ya no ocupar el Poder Ejecutivo, el PRI se ha mantenido como el principal partido en el Congreso. Tiene la mayoría en el Senado y es el partido con más escaños en la Cámara de Diputados. El porcentaje de votos obtenidos por el PRI en la elección de diputados federales se redujo de 56.8% en 1988 a 36.9% en 2000, nivel que mantuvo en las elecciones de 2003. El PAN ha sido la segunda fuerza en la cámara baja tras las elecciones celebradas en 2000 y 2003; empero, el PRD lo superó en escaños tras los comicios de 1997, año en que igualó el porcentaje de votos alcanzado por el Frente Democrático Nacional en 1988.

Los cambios en el equilibrio de fuerzas en la Cámara de Diputados a partir de 1997 han dificultado al Ejecutivo en turno construir mayorías legislativas en pro de reformas estructurales de envergadura. En las elecciones legislativas de 1985 fue la última vez que un partido, el PRI, logró la mayoría de dos tercios en la cámara baja, la cual es necesaria para la aprobación de cualquier reforma constitucional (se requiere además, el respaldo de dos tercios del Senado y la mitad más uno de los Congresos estatales). A partir de 1997, el PRI tampoco contó con la mayoría simple en la Cámara de Diputados.

A diferencia de anteriores leyes electorales, las de 1994 y 1997 imposibilitaron que un partido con la mayoría en la Cámara de Diputados tuviera los votos para enmendar la Constitución sin el respaldo de otro partido. La legislación vigente limita el número total de diputaciones que puede ganar un partido a 300 (o sea, 60% de la cámara baja), cualquiera que haya sido su porcentaje de la votación. En suma, ningún partido tendrá la ascendencia parlamentaria que el PRI gozó hasta 1988. Un Presidente con mayoría legislativa está obligado a negociar con los demás partidos si pretende impulsar reformas constitucionales.

Desde que en 1989 el PAN se convirtió en el primer partido de oposición en ganar una gubernatura al PRI, los comicios en los estados han sido cada vez más reñidos. La alternancia en el gobierno ha sido la norma en 18 de las 32 entidades federativas. Aun en los 14 estados en los que el PRI nunca conoció la derrota, el respaldo a otras opciones se ha fortalecido. En los pasados dos años, el PRI ganó al PAN por escaso margen en la elección para gobernador en Veracruz (35.8 vs. 34.8%), Sonora (46.4 vs. 45.4%), Sinaloa (47.6 vs. 46.3%), Campeche (41.9 vs. 40%) y Oaxaca (49.4 vs. 46%).

A fines de 1997, el PRI gobernaba a 25 entidades federativas, el PAN a seis y el PRD a una. En la actualidad, el PRI está al frente de 16 entidades, el PAN de 10 y el PRD de seis. La plaza más importante en manos del PRD es el Distrito Federal, cuyos gobernantes antes de la reforma de 1997 eran nombrados por el Presidente. El Jefe de Gobierno goza de gran proyección política, en parte debido a que el Distrito Federal concentra a 21.9% del PIB nacional y 8.5% de la población total, además de ser la sede de los tres poderes de la Unión. En las contiendas de 1997 y 2000, el PRD triunfó con 48.1 y 34.8% de las preferencias, respectivamente.

El signo de los tiempos es la intensa competencia electoral, que enriquece y da solidez al sistema multipartidista. Sin embargo, la vitalidad de una democracia también se mide por su capacidad para promover las reformas económicas. En ese sentido, la falta de avances en materia de cambio estructural desde 1997 es imposible de ignorar. En el pasado, las reformas se instrumentaron para resolver crisis. Ahora, México debe aspirar a metas más altas de crecimiento y consolidar la estabilidad. Es necesario aprovechar el entorno macroeconómico para avanzar en la consecución de una agenda reformadora y no quedar rezagado con respecto al mundo; después resultará demasiado tarde y costoso.

Número de Gubernaturas por Partido

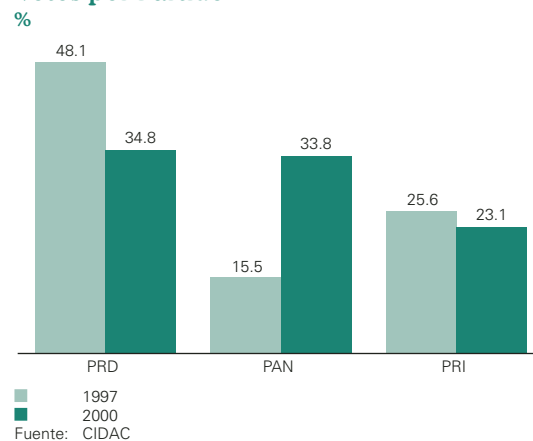
Fin de año

	PRI	PAN	PRD
1997	25	6	1
1998	23	6	3
1999	21	7	4
2000	19	8	5
2001	17	9	6
2002	17	9	6
2003	17	9	6
2004	17	10	5
2005*	16	10	6

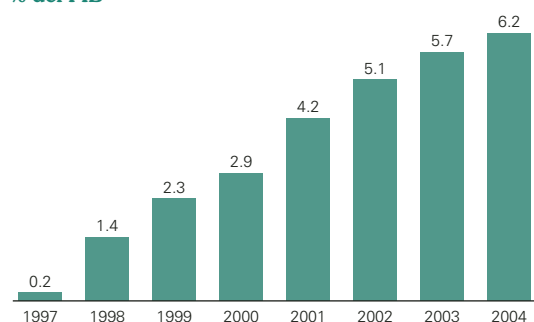
* Hasta marzo de 2005
Fuente: Institutos Estatales Electorales

Elección de Jefe de Gobierno del Distrito Federal:

Votos por Partido



Gráfica 1: Saldo de Fondos de Ahorro para el Retiro Administrados por Afores % del PIB



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Consar e INEGI

Una de las previsiones más importantes que una persona puede hacer es la de asegurar recursos suficientes para su bienestar al momento de retirarse de la actividad laboral. Un mecanismo financiero que permite lograr ese objetivo es la pensión.

Oferta de pensiones en México

La oferta de pensiones en el país se organiza a partir de entidades públicas o privadas facultadas para recibir aportaciones de los trabajadores mientras son activos para luego reintegrárselas como beneficios una vez retirados. Por su cobertura las entidades públicas son las más importantes. En ellas se incluyen institutos federales de seguridad social como el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) y el Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (ISSSTE) —las entidades con mayor número de afiliados y derechohabientes—, gobiernos estatales, paraestatales y otras organizaciones como la banca de desarrollo y las universidades.

En las entidades públicas pueden distinguirse dos esquemas de pensiones por la manera de otorgar beneficios y recibir contribuciones: beneficio definido (BD) y contribución definida (CD).¹ En los esquemas BD (el ISSSTE y la mayoría de las entidades públicas) la pensión se define al inicio del plan como un porcentaje del salario del trabajador (tasa de reemplazo). Para obtenerla, el trabajador debe cumplir requisitos mínimos de edad y tiempo de cotización. El esquema financia las pensiones con las aportaciones de los trabajadores en activo.

Por su parte en los esquemas CD, el trabajador realiza contribuciones definidas a una cuenta individual de capitalización que genera intereses. Es el saldo en esa cuenta al momento del retiro el que determina la pensión en la forma de retiros programados o bien permitiendo comprar una renta vitalicia con una compañía de seguros. El IMSS, por ejemplo, opera un plan mixto que establece un esquema CD, pero también prevé una pensión mínima equivalente a un BD mínimo.

En los planes de pensiones de los diferentes organismos públicos los requisitos y prestaciones son muy heterogéneos en términos de aportaciones, tiempos de cotización, edad de retiro y tasas de reemplazo. No obstante, características comunes a la mayoría de los planes de pensiones operados con esquemas BD son: aportaciones no individualizadas, bajas tasas de contribución y altas tasas de reemplazo. En cambio en aquellos con esquemas CD las aportaciones están individualizadas y existe un equilibrio entre aportaciones y beneficios. Lo que el trabajador obtiene depende directamente de sus aportaciones a una cuenta individual (véase cuadro 1).

El esquema CD del IMSS ofrece dos importantes ventajas sobre los BD: 1) el trabajador puede incrementar constantemente sus ingresos para el retiro con sus aportaciones, incluso después de la edad legal de retiro y, 2) el trabajador tiene la posibilidad de jubilarse prematuramente si cuenta con ahorros suficientes. El IMSS opera este sistema

¹ Para un mayor detalle sobre esquemas de pensiones en América Latina véase Angel Melguizo, "Hacia el sistema de pensiones del futuro, una comparación internacional", Latinwatch, Servicio de Estudios Económicos, BBVA, Madrid, Segundo Trimestre 2005.

a partir de julio de 1997 luego de que una reforma a la Ley del Seguro Social en 1995 permitió cerrar su anterior esquema BD.

Con la reforma al sistema de pensiones del IMSS se separó la operación de los seguros de retiro, cesantía y vejez de la administración de su financiamiento. La operación quedó en manos del IMSS, pero la administración se confió a nuevas entidades con capital privado llamadas Administradoras de Fondos de Retiro (Afores). A partir de su creación el sistema con administradores privados opera de manera exitosa: entre 1997 y 2004 el saldo acumulado en las cuentas individuales pasó de 0.2 a 6.2% del PIB (véase gráfica 1).

Cuadro 1: Características de los Principales Planes de Pensiones en México

	Afores	IMSS Transición	IMSS RJP	ISSSTE	ISSFAM	Pemex	CFE	LyF
Administración	Privada	Pública	Pública	Pública	Pública	Pública	Pública	Pública
Tipo de sistema	Mixto	Beneficio definido	Beneficio definido	Beneficio definido	Beneficio definido	Beneficio definido	Beneficio definido	Beneficio definido
Tasas de contribución	Trabajador: 1.125%	Trabajador: 0.75%	Trabajador: 3%	Trabajador: 3.5%	Trabajador: Ninguna	Trabajador: Ninguna	Trabajador: Ninguna	Trabajador: Ninguna
(% de la base de contribución)	Empleador: 10.15%	Empleador: 9.1%	Empleador: Costo residual del plan	Empleador: 3.5% + contribuciones SAR92	Empleador: Asume todo el costo del plan	Empleador: Asume todo el costo del plan	Empleador: Asume todo el costo del plan	Empleador: Asume todo el costo del plan
	Estado: 0.0225% + 5.5% de SM	Estado: 0.015%						
Tasas de reemplazo	Vejez: depende saldo en cuenta individual	Vejez: 35% + 1.25% por cada año de más allá del SM	Vejez: +100%	Vejez: 50% -100%	Vejez: 60% -100%	Vejez: 80% - 100%	Vejez: nd	Vejez: nd
(% de la base de contribución)	Invalidez: 35% de base de contribución promedio en últimas 500 semanas	Invalidez: 70%	Invalidez: nd	Invalidez: 50% - 100%	Invalidez: 60% -100%	Invalidez: 60% - 100%	Invalidez: nd	Invalidez: nd
Requisitos	Vejez: 65 años y mín. 1,250 semanas de contribuciones	Vejez: 65 años y 500 semanas de contribuciones	Vejez: 60 años y mín. 10 años de servicio	Vejez: 55 años y mín. 15 años de servicio	Vejez: mín. 20 años de servicio	Vejez: 55 años y mín. 20 años de servicio	Vejez: nd	Vejez: nd
	Invalidez: mín. 250 semanas de contribuciones	Invalidez: mín. 150 semanas de contribuciones	Invalidez: mín. 150 semanas de contribuciones	Invalidez: mín. 15 años de servicio	Invalidez: mín. 20 años de servicio	Invalidez: mín. 16 años de servicio	Invalidez: nd	Invalidez: nd
Beneficio base	Saldo acumulado en cuenta de ahorro individual	Salario integrado promedio de últimas 250 semanas	Ultimo salario integrado	Salario base promedio del último año	Ultimo salario integrado	Ultimo salario base	nd	nd
Contribución base	Salario integrado (máx. 25 SM)	Salario integrado (máx. 10 SM)	Salario integrado	Salario base	Salario integrado	Salario base	nd	nd
Número de trabajadores afiliados 2004 (millones)	12.4	12.4	0.3	2.4	0.2	0.1	0.08	0.04
Número de derechohabientes 2004 (millones)	42.6	42.6	1.2	10.3	nd	nd	nd	nd

SM Salario Mínimo no disponible

* Planes de pensiones para trabajadores del sector privado afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS)

Afores Plan obligatorio para los nuevos afiliados al IMSS a partir de julio de 1997. La pensión por el seguro de retiro, cesantía y vejez es operada por el IMSS y las contribuciones a ese seguro por Administradoras de Fondos de Retiro (Afores)

IMSS transición Plan para pensionados al momento de la reforma y para trabajadores que durante el periodo de transición no opten por pensionarse bajo el plan Afores

IMSS-RJP Régimen de Pensionados y Jubilados del IMSS en su calidad de patrón

ISSSTE Plan de pensiones del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado

ISSFAM Plan de pensiones del Instituto de Seguridad Social de las Fuerzas Armadas Mexicanas

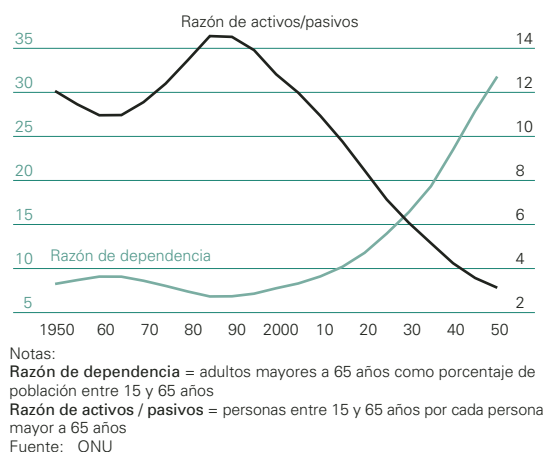
Pemex Plan de pensiones de la paraestatal Petróleos Mexicanos

CFE Plan de pensiones de la Comisión Federal de Electricidad

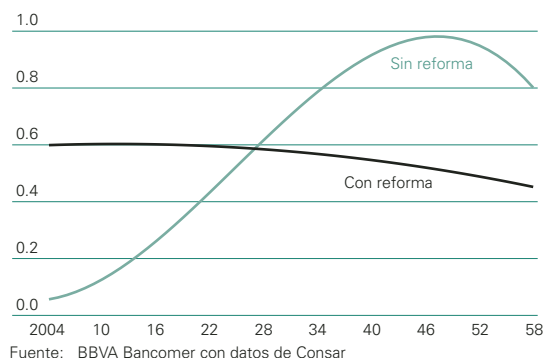
LyF Pplan de pensiones de la paraestatal Compañía de Luz y Fuerza

Fuente: Fondo Monetario Internacional, "The Financial Soundness of Mexico's Public Pension System" México: selected issues", IMF Country report No 02/238, Convención Nacional Hacendaria 2004, IMSS e INEGI

Gráfica 2: Dinámica Poblacional en México 1950-2050



Gráfica 3: Pensiones del IMSS
Costo fiscal anual, % del PIB, 2004-2058



Principales retos

a) Extender los esquemas de contribución definida en las entidades gubernamentales

Para mejorar las condiciones de retiro de los trabajadores es necesario extender los esquemas CD a todos los organismos públicos, pues de continuar operando en ellos esquemas BD habría eventualmente un ajuste en contra del bienestar de los trabajadores por el serio desequilibrio que presentan entre aportaciones y beneficios. Más aún, factores demográficos en marcha agravarán su desequilibrio estructural. El envejecimiento de la población y las menores tasas de natalidad reducirán el número de trabajadores en activo por cada jubilado, en tanto que los incrementos en la esperanza de vida poblacional extenderán la duración de las pensiones en relación con el tiempo de contribución de los trabajadores (véase gráfica 2).

La experiencia del IMSS con el Seguro de Invalidez, Vejez, Cesantía en Edad Avanzada y Muerte (IVCM), vigente hasta junio de 1997, ilustra la inviabilidad financiera a la que están expuestas las entidades con esquemas BD (véase gráfica 3). El estancamiento en las contribuciones al plan —constantes en 6% del salario base de cotización (SBC) por 45 años, luego gradualmente elevadas hasta 8.5% en 1996— y el aumento en sus beneficios —la pensión mínima se incrementó de 40 a 100% del salario mínimo— creó un serio desequilibrio estructural entre ingresos y gastos que se agravó con el aumento en la esperanza de vida. Además, el IMSS pagó en promedio una pensión por 30 años cuando la antigüedad promedio de cotización al sistema era de 20 años.²

En todos los organismos públicos con esquemas BD el fenómeno anterior está presente en menor o mayor grado. Por ejemplo, en el ISSSTE las aportaciones al plan no han cambiado en casi 44 años y sus

² Véase Fernando Solís S. y F. Alejandro Villagómez A. (1999), "Las Pensiones", La Seguridad Social en México. Fondo de Cultura Económica, Serie Lecturas Núm. 88., México, D.F.

Cuadro 2: Composición de Fondos Administrados, junio 2004
Porcentaje respecto al fondo total

	Total (millones de dólares)	Deuda gubernamental	Instituciones financieras	Instituciones no financieras	Acciones	Fondos mutuos y de inversión	Emisores extranjeros	Otros
México	37,930	85.6	4.3	10.1				
El Salvador	1,819	84.2	10.2	5.3	0.3			
Costa Rica	378	74.1	10.8	9.4		1.5		4.2
Argentina	16,222	68.1	4.5	2.1	10.4	2.9	9.4	2.5
Bolivia	1,617	64.9	6.5	18.2	7.9		1.6	0.9
Uruguay	1,323	55.5	37.7	5.4				1.4
Chile	48,992	21.2	28.3	7.1	13.3	2.5	27.5	0.1
Perú	6,699	21.2	16.2	11.0	36.9	1.6	9.5	3.5

Fuente: AIOS

beneficios se han incrementado pues la edad promedio de retiro se redujo gradualmente de 61.9 años en 1975 a 55 años en 2004. Además, por la evolución demográfica el número de trabajadores en activo por cada jubilado se redujo de 20.9 en 1980 a 4.5 en 2004 en tanto que el tiempo promedio de la pensión aumentó de 2.5 a 21.2 años.

La inviabilidad financiera de los esquemas BD representa una seria amenaza para el bienestar futuro del trabajador, pero también para la estabilidad presupuestal y el crecimiento económico del país dado que la brecha entre ingresos y gastos en esos planes debe ser cubierta con crecientes recursos fiscales que de otra manera podrían ser asignados al gasto social. Por ejemplo, los recursos federales empleados para solventar el desequilibrio anual del ISSSTE alcanzaron un monto acumulado de 1.6% del PIB entre 1990 y 2003, pero de continuar la disminución en el número de trabajadores en activo por cada jubilado y mantenerse sin cambio la relación entre contribuciones y beneficios el déficit anual oficialmente estimado podría ser 3% del PIB en el año 2053. Esos déficit anuales sumados y traídos a valor presente representarían un pasivo equivalente a 45% del PIB en el caso del ISSSTE, pero de más de 100% considerando el conjunto de organismos públicos (véase gráfica 4).

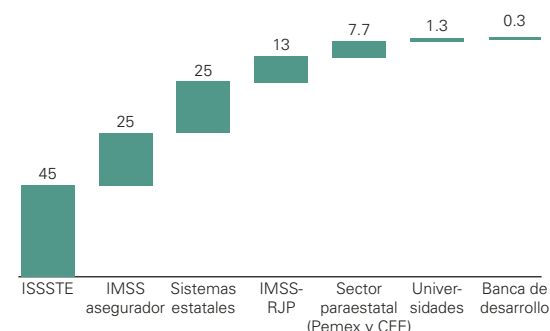
b) Elevar la rentabilidad en las cuentas individuales

En el IMSS la sustitución del esquema BD por otro mixto representó un gran avance en el camino para establecer sistemas de pensiones viables y mecanismos de ahorro a largo plazo en México. Ahora el reto está en perfeccionar la operación del nuevo sistema y en establecer las condiciones que faciliten la mayor acumulación posible de recursos en las cuentas individuales.

En este sentido, el saldo en la cuenta individual será mayor entre más alta es la rentabilidad de los instrumentos en que se invierten los recursos del trabajador, más largo su periodo de cotización y mayores las aportaciones al sistema por efecto del mecanismo de capitalización. La gráfica 5 ilustra que para un trabajador con una carrera salarial de un salario mínimo la tasa de reemplazo al momento de su retiro es mayor conforme más tiempo cotiza en el sistema, pero sobre todo cuanto más alta es la tasa real de interés neta de gastos de gestión que obtienen sus fondos.³

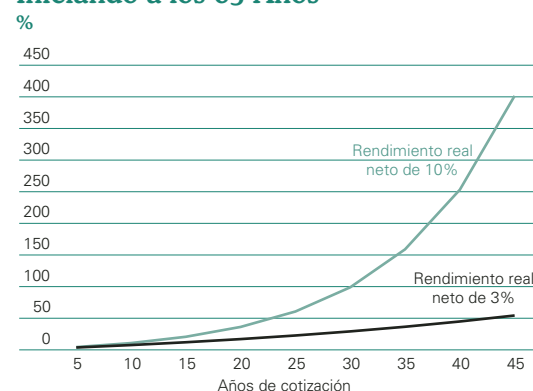
En México existen amplias áreas de oportunidad para incrementar la rentabilidad en los fondos de retiro. Como se aprecia en la gráfica 6 la experiencia latinoamericana con esquemas CD muestra que es posible obtener aún mayores rendimientos reales. Avances importantes en esa dirección han ocurrido recientemente en nuestro país con la modificación del régimen de inversión para los fondos de ahorro para el retiro de los trabajadores afiliados al IMSS. Específicamente, a partir de diciembre de 2004, esos fondos pueden ser asignados a nuevos instrumentos de inversión (valores internacionales y notas de capital protegido ligadas a índices accionarios) y ubicarse en cualquiera de dos fondos de inversión: uno de renta fija y otro de renta fija y variable en sustitución del antiguo fondo básico que operaba sólo con renta fija y concentraba la mayor parte de la cartera en valores gubernamentales nacionales.

Gráfica 4: Pasivo Pensionario en México*
% del PIB, 2003



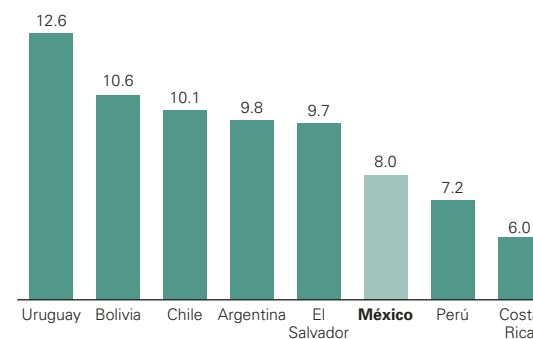
* Las cifras son indicativas no se pueden agregar por diferencias en metodología de cálculo
Fuente: ISSSTE, SHCP y CNH 2004

Gráf. 5: Tasas de Reemplazo con Anualidad Iniciando a los 65 Años*



* Asume una carrera salarial de un salario mínimo
Fuente: Espinosa-Vega y Sinha (2000)

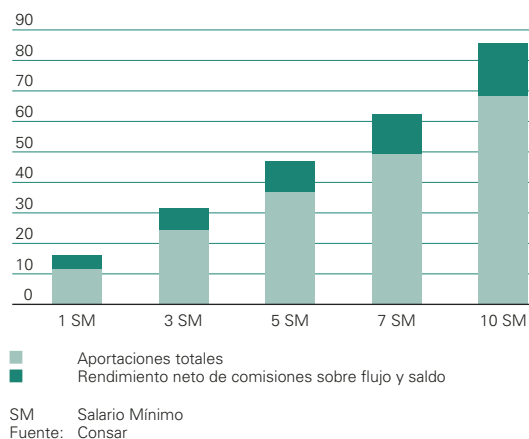
Gráfica 6: Rentabilidad Real Bruta de los Fondos de Pensiones
Histórica a junio de 2004, % anual



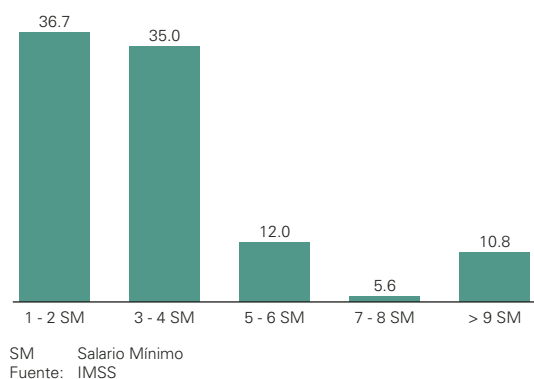
Fuente: AIOS

3 Véase Marco A. Espinosa-Vega y Tapen Sinha (2000), "A Primer and Assessment on Social Security in Mexico", Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta.

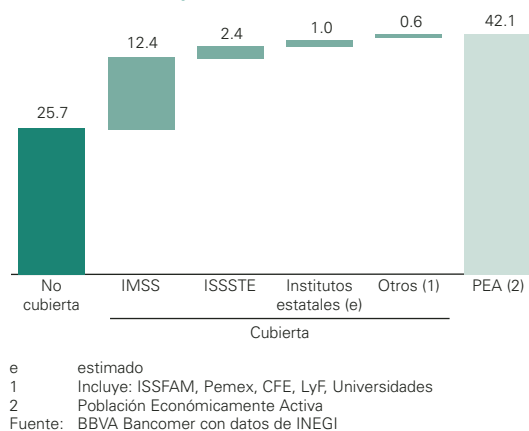
Gráfica 7:
Composición de Saldo por Nivel de Salario
Miles de pesos, agosto de 2004



Gráfica 8: Afiliados al IMSS por Rango de Salario Mínimo
% del total, diciembre 2004



Gráfica 9: Cobertura de los Planes Públicos de Pensiones en México, 2004
Millones de trabajadores



Sin duda los anteriores avances permitirán mejorar el rendimiento de los recursos para el retiro y ampliar las opciones de riesgo-rendimiento para el trabajador. No obstante, la existencia de límites de 20% para las inversiones en valores internacionales y de 15% para aquellas en renta variable hacen que el régimen de inversión mexicano sea aún muy conservador en comparación con el de países latinoamericanos con altos rendimientos como Chile y Uruguay que cuentan con una mayor flexibilidad en sus portafolios de inversión (véase cuadro 2).

c) Aumentar las aportaciones voluntarias a los regímenes de capitalización

Las ventajas que ofrece la capitalización son mayores para aquellos que también realizan mayores aportaciones al sistema y cotizan por más tiempo. En este sentido otro importante reto que enfrentan los esquemas CD es contar con altas contribuciones al sistema de manera regular.

Si bien las tasas de contribución obligatoria a las cuentas individuales en México son similares a las de otros países, el saldo en las cuentas para la mayoría de los trabajadores afiliados al IMSS es relativamente bajo aún con los mecanismos de capitalización debido a que poco más de 70% de los trabajadores registra salarios de cotización inferiores a cuatro veces el salario mínimo (véanse gráficas 7 y 8). Así, las opciones de aportaciones complementarias y voluntarias pueden ofrecer un importante mecanismo de ahorro adicional. Por ejemplo, en Japón, Reino Unido y Canadá esas aportaciones explican entre 20 y 50% de la pensión. Sin embargo, en México, como porcentaje del total, excluyendo aportaciones a la vivienda, representó en promedio 0.5% del total entre 1998 y 2004.⁴ En adición a lo anterior, un problema que enfrenta el régimen de capitalización en México es un número relativamente bajo de cuentas individuales activas. Por ejemplo, en 2003 el número de trabajadores registrados que efectivamente realizó aportaciones al sistema representó 39.3% del total mientras que en Uruguay, Chile y El Salvador los porcentajes fueron 52.7, 51.9 y 46.3, en el mismo orden.

d) Ampliar la cobertura de los sistemas de pensiones para trabajadores independientes y otros fondos de pensiones

Para que los trabajadores puedan asegurar un nivel de bienestar al momento de su retiro es importante que puedan acceder a las pensiones. Sin embargo, los sistemas formales de pensiones cubren menos de 50% de la población económicamente activa ocupada del país (véase gráfica 9). Si bien es claro que un importante reto está en ampliar la cobertura, es menos claro que deba ser mediante los sistemas públicos como pueda lograrse ese objetivo. Por una parte las entidades públicas no cuentan con esquemas de pensiones financieramente viables que puedan ofrecer al público y por otra, no sería deseable lograr incrementos en cobertura mediante aumentos en el tamaño de la burocracia. Así, alternativas importantes para ampliar la cobertura están más bien en incorporar un mayor número de trabajadores a la economía formal y en incrementar el potencial de las Afores para manejar las cuentas de ahorro de trabajadores independientes y fondos de ahorro de empresas.

4 En 2004 el saldo acumulado de las aportaciones voluntarias como porcentaje del PIB fue 0.03% mientras que el de aportaciones obligatorias al seguro de retiro, cesantía y vejez fue 6.14%.

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	II'04	III'04	IV'04	I'05	II'05	III'05	IV'05	I'06	2004	2005	2006
Actividad Económica											
PIB (variación % real anual)	4.8	4.0	3.9	3.5	3.6	3.5	3.7	3.4	4.4	3.6	3.2
Gasto personal en consumo	3.6	3.6	3.7	3.5	3.7	3.3	3.2	3.2	3.8	3.4	3.2
Inversión fija bruta	11.6	9.4	9.2	8.9	7.3	6.1	5.7	5.4	10.3	7.0	5.0
No residencial	10.8	10.1	11.0	10.9	9.8	8.0	7.0	6.5	10.6	8.9	5.6
Estructuras	1.3	1.3	0.0	1.3	1.0	0.8	0.6	0.4	1.4	0.9	0.5
Equipo y software	13.9	12.9	14.5	12.3	10.9	8.5	7.1	7.8	13.6	9.6	6.7
Residencial	13.2	8.0	6.5	5.7	3.3	2.9	3.4	3.0	9.7	3.8	3.6
Exportaciones totales	10.8	9.4	5.9	3.7	3.9	4.8	6.9	5.5	8.6	4.9	4.5
Importaciones totales	10.7	11.1	9.8	7.8	6.0	5.4	4.3	4.7	9.9	5.9	4.5
Consumo del gobierno	1.6	1.8	1.6	2.8	2.8	2.8	2.8	2.3	1.9	2.8	2.3
Contribución al Crecimiento (pp)											
Gasto personal en consumo	2.5	2.5	2.6	2.5	2.6	2.3	2.3	2.3	2.7	2.4	2.2
Inversión privada	2.6	1.9	1.9	1.4	1.0	1.1	0.9	0.9	2.1	1.1	0.9
Exportaciones netas	-0.5	-0.7	-0.9	-0.8	-0.5	-0.3	0.0	-0.2	-0.6	-0.4	-0.3
Consumo del gobierno	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4
Precios y Costos (variación % anual, promedio)											
CPI	2.9	2.7	3.3	2.9	2.7	2.6	2.5	2.5	2.7	2.7	2.6
Subyacente	1.8	1.8	2.1	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	1.8	2.3	2.1
PCE	2.3	2.2	2.5	2.4	2.2	2.1	2.0	2.0	2.2	2.2	2.1
Subyacente	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6	1.5	1.7	1.6
Deflactor del PIB	2.2	2.2	2.4	2.3	2.3	2.4	2.4	2.5	2.1	2.4	2.5
Productividad	2.9	2.0	3.7	2.4	2.3	2.2	2.0	2.1	3.2	2.2	2.0
Compensación real por hora	0.8	4.1	0.9	1.7	1.8	1.9	2.0	1.7	1.3	1.9	1.5
Costo laboral unitario	0.4	4.3	-0.4	1.7	1.9	2.2	2.4	2.1	0.5	2.1	2.0
Otros Indicadores											
Producción industrial (variación % real anual)	4.9	4.6	4.2	3.9	3.8	4.1	4.1	4.0	4.1	4.0	3.5
Capacidad utilizada (%)	77.9	78.2	78.8	79.2	79.0	79.0	79.4	79.7	78.1	79.1	79.6
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	16.6	17.1	17.2	16.3	16.3	16.3	16.3	16.2	16.8	16.3	16.3
Inicio de casas (miles, anualizado)	1,920	1,969	1,975	2,022	1,809	1,824	1,852	1,787	1,952	1,877	1,727
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	135	161	183	162	161	152	154	182	183	157	183
Tasa de desempleo (promedio, %)	5.6	5.4	5.4	5.3	5.4	5.3	5.3	5.2	5.5	5.3	5.1
Tasa de ahorro personal	1.3	0.7	1.6	1.3	1.5	1.6	2.1	2.1	1.2	1.6	2.3
Balanza comercial (mmd)	-151	-156	-172	-175	-174	-169	-170	-173	-617	-688	-684
Balanza cuenta corriente (mmd)	-165	-166	-188	-192	-191	-180	-175	-191	-666	-738	-739
% PIB	-5.7	-5.6	-6.3	-6.3	-6.2	-5.7	-5.5	-5.9	-5.7	-5.9	-5.6
Balance fiscal (mmd, año fiscal)	—	—	—	—	—	—	—	—	-412	-427	-377
% PIB	—	—	—	—	—	—	—	—	-3.6	-3.4	-2.9
WTI (dólares por barril, promedio)	38.4	44.1	47.1	49.9	44.5	42.7	41.0	39.3	41.2	44.3	38.5
Mercados Financieros (fdp)											
Fed funds (%)	1.25	1.75	2.25	2.75	3.25	3.75	4.00	4.25	2.25	4.00	5.00
Libor 3 meses (%)	1.61	2.02	2.56	3.12	3.50	4.00	4.25	4.50	2.56	4.25	5.25
Nota del Tesoro 10 años (%)	4.72	4.19	4.24	4.48	4.50	5.00	5.20	5.50	4.24	5.20	6.00
Dólar/euro	1.21	1.24	1.35	1.30	1.30	1.33	1.35	1.34	1.35	1.35	1.30

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

Indicadores y Pronósticos México

	2000	2001	2002	2003	2004	2005*	2006*	I'05	II'05	III'05	IV'05
Actividad Económica											
PIB											
Variación % real anual	6.6	-0.2	0.8	1.4	4.4	4.2	4.0	4.4	4.3	4.2	3.9
Por habitante en dólares**	5,920	6,279	6,432	6,235	6,454	6,719	6,900	6,751	6,687	6,656	6,771
Miles de millones de dólares	581	622	649	639	676	712	738	704	717	688	737
Inflación (% fp)											
General	9.0	4.4	5.7	4.0	5.2	4.0	3.9	4.3	4.7	4.2	4.0
Subyacente	7.5	5.1	3.8	3.7	3.8	3.7	3.7	3.8	3.9	3.8	3.7
Mercados Financieros											
Tasas de interés (% fp)											
Fondeo bancario	18.6	8.1	8.3	6.1	8.8	10.00	10.00	9.50	10.00	10.00	10.00
Cetes 28 días	17.6	6.8	7.0	6.0	8.6	10.1	10.3	9.6	10.0	10.2	10.1
TIIE 28 días	18.4	7.9	8.5	6.3	9.0	10.5	10.7	10.0	10.3	10.6	10.5
Bono 10 años (% fp)	—	10.3	10.1	8.3	9.7	10.8	11.1	10.5	10.6	10.8	10.8
Tipo de cambio											
Pesos por dólar, fp	9.6	9.1	10.3	11.2	11.3	11.8	12.2	11.3	11.4	11.7	11.8
Finanzas Públicas											
Balance fiscal (% del PIB)	-1.1	-0.7	-0.6	-0.6	-0.3	-0.1	-0.2	nd	nd	nd	nd
Requerimientos Finan. del S. Público (% del PIB)	-3.3	-3.0	-2.6	-3.0	-2.7	-2.1	-1.9	nd	nd	nd	nd
Sector Externo***											
Balanza comercial (miles de millones de dólares)	-8.0	-10.0	-7.9	-5.6	-6.1	-10.7	-12.6	-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	-16.4	-9.4	-10.7	-12.1	-13.4
Cuenta corriente (% del PIB)	-4.1	-3.8	-2.1	-1.4	-1.2	-2.0	-2.1	-1.4	-1.6	-1.8	-2.0
Petróleo (mezcla mexicana, dólares por barril, fp)	18.8	14.4	24.7	25.7	33.4	28.8	27.6	38.7	31.5	30.1	28.8
Agregados Monet. y Act. Bancaria (var. % anual)											
Captación bancaria tradicional	-13.9	2.2	-5.5	7.4	6.2	5.1	4.1	3.6	5.8	4.0	5.1
Crédito vigente de la banca comercial****	2.6	0.8	7.9	8.1	25.3	16.9	14.4	29.2	26.8	24.5	16.9
Demanda Agregada (variación % anual)											
Total	10.4	-0.6	1.0	1.2	6.0	5.9	6.0	5.2	5.7	6.3	6.3
Demanda interna	8.5	0.6	0.8	0.7	4.1	4.8	4.5	4.3	4.5	5.2	5.4
Consumo	7.4	1.9	1.4	2.1	4.7	5.3	5.5	5.5	5.1	5.5	5.2
Privado	8.2	2.5	1.6	2.3	5.5	5.7	5.8	5.8	5.3	5.8	5.6
Público	2.4	-2.0	-0.3	0.8	-1.2	2.5	2.5	2.9	3.0	2.0	2.1
Inversión	11.4	-5.6	-0.6	0.4	7.5	5.9	4.5	8.3	7.1	4.6	4.0
Privada	9.0	-5.9	-4.1	-1.5	8.5	6.7	4.5	9.3	8.0	5.2	4.3
Pública	25.2	-4.2	17.0	8.5	3.6	2.7	4.6	2.6	2.5	1.8	3.3
Demanda externa	16.4	-3.8	1.6	2.7	11.5	8.9	9.7	8.0	9.1	9.2	9.0
PIB por sectores (variación % anual)											
Agropecuaria	0.6	3.5	0.1	3.5	4.0	2.3	1.9	3.8	-1.6	4.3	3.0
Industrial	6.1	-3.5	-0.1	-0.2	3.8	3.9	3.6	3.7	4.3	3.6	4.0
Minería	3.8	1.5	0.4	3.7	2.5	3.0	3.1	1.7	2.8	3.4	4.2
Manufacturas	6.9	-3.8	-0.7	-1.3	3.8	3.8	3.5	3.6	4.2	3.4	3.8
Construcción	4.2	-5.7	2.1	3.3	5.3	5.4	6.5	5.2	5.9	5.2	5.2
Electricidad, gas y agua	3.0	2.3	1.0	1.6	2.3	2.7	3.1	1.7	2.7	2.7	3.6
Servicios	7.3	1.2	1.6	2.1	4.8	4.4	4.4	4.7	4.8	4.4	3.8
Comercio, restaurantes y hoteles	12.2	-1.2	0.0	1.6	4.9	4.8	4.1	5.9	5.5	4.7	3.2
Transporte y comunicaciones	9.1	3.8	1.8	5.0	9.7	7.5	8.2	6.8	8.1	6.9	8.3
Financieras, seguros e inmuebles	5.5	4.5	4.2	3.9	4.6	4.4	5.1	4.7	4.3	4.7	4.0
Comunales y personales	2.9	-0.3	0.9	-0.6	1.7	2.0	1.6	2.1	2.4	2.0	1.5

fp fin de periodo
 * Pronóstico aparece con **negritas**
 ** Series ajustadas estacionalmente para datos trimestrales
 *** Acumulado, últimos 12 meses
 **** Al sector privado
 nd no disponible

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Caracas www.provincial.com		
Claves Macroeconómicas para 2005	Fundación Provincial	Caracas Ene. '05
Perspectivas Financieras 2005-2007	Banca de Empresas	Caracas Ene. '05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas Feb. '05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas Feb. '05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas Mar. '05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas Mar. '05
Lima www.bbvaibancocontinental.com		
Perú: Perspectivas Económicas 2005	Seminario BBVA	Lima, Dic. '04
Perspectivas para el 2005	Continental Bolsa	Lima, Ene. '05
Tendencias Macroeconómicas	Misión Banco Mundial	Lima, Ene. '05
Situación Económica	Banca Mayorista Global	Lima, Feb. '05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Cientes Banca Mayorista Global	Lima, Feb. '05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Banca Mayorista Global	Lima, Mar. '05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Cientes Banca Mayorista Global	Lima, Mar. '05
Madrid www.bbva.com		
Retos de corto y largo plazo de la economía brasileña	Universidad de Deusto	Bilbao, Mar. '05
El Urbanismo en España.	Asociación de Bancos de México	México, D.F., Mar. '05
América Latina: la economía política de lo posible	BID	Washington, Feb. '05
Situación del Mercado Inmobiliario e Hipotecario	Asociación para el Progreso de la Dirección	Barcelona, Feb. '05
¿Son sostenibles los niveles actuales de tipos de interés?	Universidad de Oviedo	Oviedo, Feb. '05
Brasil: una mirada estructural	ESADE	Barcelona, Feb. '05
¿Están las estrellas alineadas?	IESE, Lazard Freres	Madrid, Ene. '05
Unlocking Credit:¿ El vaso medio lleno o medio vacío?	Seminario BID-BBVA	Madrid, Ene. '05
Anjo o Demônio para América Latina	BBVA Brasil	Sao Paulo, Dic. '04
La incógnita del dólar	Banco Central	Lima, Dic. '04
Las claves del escenario macroeconómico y financiero	BBVA Continental	Lima, Dic. '04
Presentación Nuevas Publicaciones SEE	BBVA Uruguay	Montevideo, Dic. '04
Economía Brasileña: doble reto	BBVA Chile	Santiago de Chile, Dic. '04
México www.bancomer.com		
¿Hacia dónde se dirigen las variables financieras en México?	Cientes Corporativos	México, D.F., Ene - Mar '05
Mexico: outlook and challenges	Bear Sterns, Barclays, Bank of Tokyo	México, D.F., Ene. '05
Perspectivas económicas y financieras de México	Cientes de Banca Privada y Patrimonial	México, D.F., Ene. '05
La economía y los mercados en el 2005	Consejos Regionales, Asset Managment	DF, Monterrey y Gdl., Feb.'05
El potencial de la banca en México	2do. Congreso Universitario, ABM-ITESM	DF, Monterrey y Gdl., Feb.'05
Economic and financial outlook in Mexico	Visita Anual del FMI	México, D.F., Mar. '05
¿Es China una amenaza para la economía mexicana?	Capem - Oxford Econometric Forecasting	México, D.F., Mar. '05
La estructura del mercado de suelo para vivienda	Asociación de Banqueros de México	México, D.F., Mar. '05
EUA: mirada estructural	Banca Minorista en los Estados Unidos	Houston, Mar. '05
Integración económica México-EUA y más allá	Banca Minorista en los Estados Unidos	Houston, Mar. '05
Santiago de Chile www.bhif.cl		
De la recuperación al crecimiento	Cientes BBVA	Viña del Mar, Mar. '05
Perspectivas Económicas 2005-06	Equipo Directivo PROVIDA	Santa Cruz, Mar. '05
Chile: Perspectivas y riesgos	Banco de España	Santiago, Mar. '05
Agenda Interna y los TLC	Taller CAF - OEA	Cartagena, Col., Feb. '05
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 Gardilic	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.