

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Tercer Trimestre 2005



EUA: reestructura industrial, afecta a México
Las paradojas del petróleo
México: demanda interna, soporte al crecimiento
¿Bajará Banxico las tasas en el cuarto trimestre?
¿Regresamos al "super-peso"?
El crédito bancario aún con enorme potencial

En los números previos de **Situación México** hemos destacado las ventajas que para este país han significado, junto con la apertura comercial, los enormes avances en la estabilidad macroeconómica. En esta línea, en este número hemos querido centrarnos en el efecto que esta estabilidad macroeconómica, junto con una prudente regulación financiera, han tenido en la reciente recuperación del crédito. Especialmente destacable es que esta recuperación comenzó —en lo que se refiere al crédito al consumo— en años de desaceleración económica, y que las condiciones están dadas para que el crédito continúe creciendo vigorosamente en el futuro, si bien posiblemente a tasas reales más moderadas que las actuales.

Ambos elementos son buenas noticias para las perspectivas de crecimiento en México. No sólo porque el crédito ayudó a la recuperación económica que comenzó en la segunda mitad de 2003 (o tal vez impidió que la desaceleración fuera, como en otras ocasiones, más marcada), sino porque empieza a ser posible pensar que el crédito puede ser una fuerza estabilizadora en el crecimiento económico en años venideros. Hemos querido explorar estos temas en dos artículos en esta revista. El primero ilustra cómo y porque se ha producido este fenómeno de reactivación del crédito, y el segundo analiza el enorme potencial del crecimiento del crédito en México, siempre que la estabilidad macroeconómica continúe, la regulación mantenga los criterios de los últimos años y los bancos mantengan una política prudente de gestión de riesgos.

Los beneficios de un mayor crecimiento del crédito se pueden ver en la evolución de la demanda interna en los últimos meses. Si bien la economía está moderando ligeramente su ritmo de crecimiento respecto a 2004, no es menos cierto que la mayor parte de esta desaceleración se debe a una menor aportación del sector exterior, que se está compensando por una mayor importancia de la demanda interna. Sin duda, la creación de empleos y las remesas están apoyando esta evolución, pero posiblemente ésta no se entendería, y mucho menos se podría proyectar que continúe hacia delante, sin considerar el papel del crédito. Éste podría ayudar en los próximos años a que en México se generara una fuente de crecimiento endógena, lo que permitiría diversificar las fuentes de crecimiento y amortiguar los efectos negativos que podría traer tener una desaceleración más pronunciada en EUA.

Sin embargo, el crédito por sí mismo no es suficiente para garantizar un crecimiento sostenido. Si esta situación se acompañara de más esfuerzos en el campo de las reformas estructurales, que permitirían potenciar el crecimiento endógeno, México se enfrentaría a un entorno de mayor crecimiento sin presiones de inflación. Para ello, es imprescindible que se mantenga (e incluso se afiance) la estabilidad macroeconómica. En este campo, sería deseable reforzar las perspectivas de responsabilidad fiscal, ligando nuevos gastos con ingresos adicionales (o menores gastos en otros rubros), y garantizar que el intenso proceso de reducción de la inflación de los últimos años permitiera que se anclaran las expectativas de inflación cerca de su meta (3%), algo que podría producirse si la inflación subyacente se estabiliza en estos niveles.

Índice

Fecha de cierre: 22 julio 2005

1. Entorno Internacional	
Economía de EUA	2
Recuadro: Las Paradojas del Mercado Petrolero	6
Recuadro: EUA: Panorama de la Producción Industrial	7
2. Entorno Macroeconómico México	
La Economía Inició una Suave Desaceleración	9
Recuadro: Los Claroscuros de la Industria Automotriz en México	12
2005 se Perfila como un Buen Año para la Inflación	13
Recuadro: La Transmisión del Tipo de Cambio a la Inflación	15
3. Mercados Financieros México	
El Fondo Bancario Continuará Estable en 9.75%	16
Recuadro: ¿Cuál es la Trayectoria de las Tasas de 10 Años?	18
¿Continuará la Fortaleza del Peso?	19
Recuadro: Los Efectos de la Revaluación del Yuan sobre el Peso	21
4. Artículos	
México: Reactivación y Expansión del Crédito Bancario	22
México: Crecimiento Potencial del Crédito	27
Recuadro: Desarrollo Económico y Crédito Bancario	30
5. Indicadores y Pronósticos	31

Han elaborado esta publicación:

Jorge Sicilia	j.sicilia@bbva.bancomer.com
Adolfo Albo	a.albo@bbva.bancomer.com
David Aylett	dp.aylett@bbva.bancomer.com
Fernando González	f.gonzalez8@bbva.bancomer.com
Octavio Gutiérrez	o.gutierrez3@bbva.bancomer.com
Ociel Hernández	o.hernandez@bbva.bancomer.com
Carlos Herrera	carlos.herrera@bbva.bancomer.com
Alma Martínez	alma.martinez@bbva.bancomer.com
Eduardo Millán	e.millan@bbva.bancomer.com
Fco. Javier Morales	francisco.morales@bbva.bancomer.com
Eduardo Torres	e.torres@bbva.bancomer.com
Nathaniel Karp	n.karp@bbva.bancomer.com
Javier Amador	j.amador@bbva.bancomer.com
Marcial Nava	jm.nava@bbva.bancomer.com
Fernando Tamayo	fernando.tamayo@bbva.bancomer.com
Elisa Sánchez	elisa.sanchez@bbva.bancomer.com

Gasto Personal en Consumo e Inversión Bruta Privada

Variación % real anual



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

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

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

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

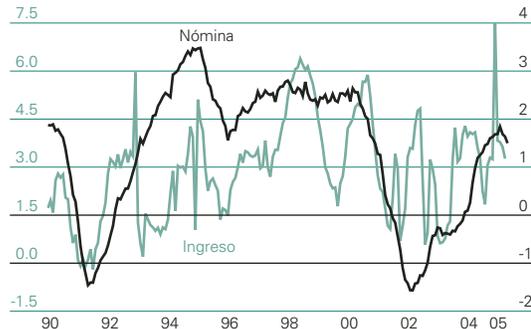
Por su parte, la inversión privada, que se ha acelerado notablemente en el último año tras la fuerte caída que experimentó tras la recesión de 2001, continuará impulsando el crecimiento económico. La sólida situación financiera de las empresas, el bajo costo del capital, el crecimiento de la demanda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

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

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

Ingreso Real Personal Disponible y Nómina no Agrícola

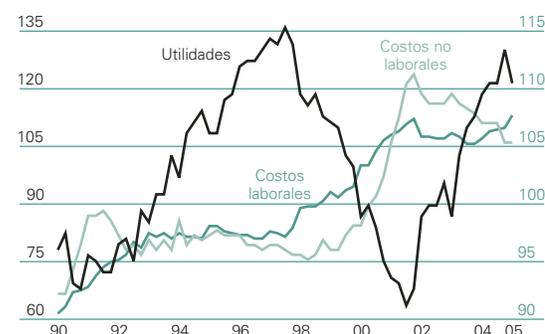
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BEA y BLS

Costos y Utilidades*

Índice 1T90-1T05 = 100



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

La inflación subyacente permanecerá contenida

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

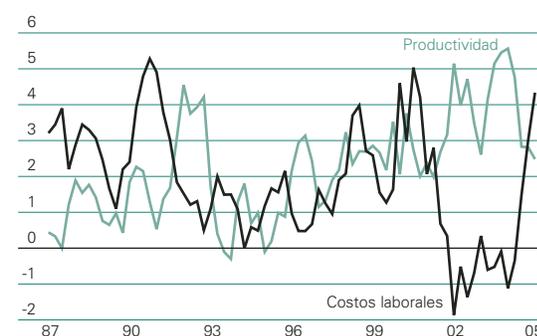
¿Se van a trasladar los incrementos en los costos laborales unitarios a los precios finales? Nuestro escenario central considera que la inflación subyacente se mantendrá contenida, ya que los incrementos en estos costos serán absorbidos en gran medida por una caída en los elevados márgenes de utilidad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

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

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

Productividad y Costos Laborales Unitarios

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BLS

Índice de Compensación Laboral

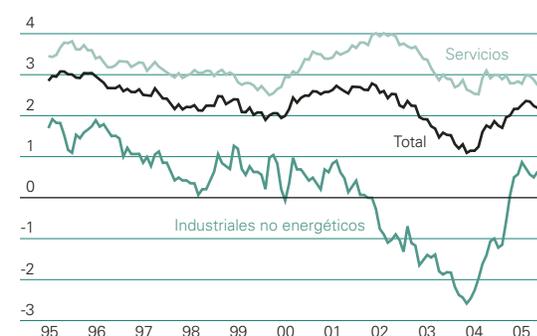
Variación % anual, excluye militares



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BLS

Inflación Subyacente

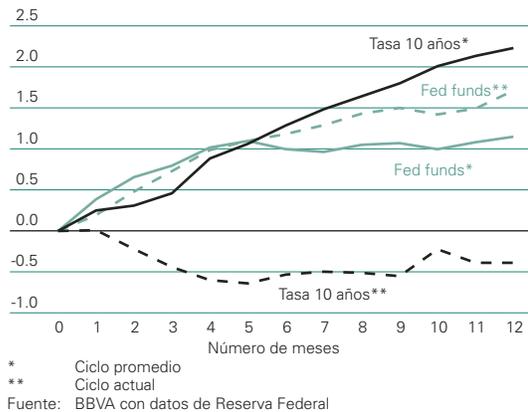
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BLS

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

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



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

Tasas de interés de largo plazo: la incógnita continúa

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

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

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

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

Spread BAA y Tasas de Interés a 10 Años



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

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

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

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

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

Nota del Tesoro a 10 Años



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

Tipo de Cambio Dólar - Euro

Observado y límites de previsión



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Las Paradojas del Mercado Petrolero

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

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

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

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

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

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

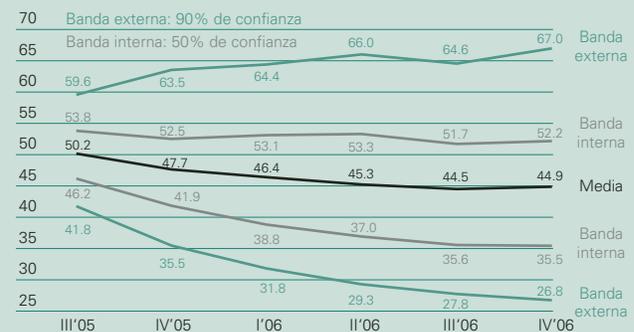
cuentran el 80% de las reservas de petróleo, ¿se realizarán las inversiones necesarias para transformar estas reservas en oferta y alejar los fantasmas de la escasez?. Las respuestas que descuenta el mercado son poco halagadoras, hecho que se ha manifestado en la incorporación de una prima estructural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

Revisión del escenario de precios

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

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

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



Fuente: Estimaciones del Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

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

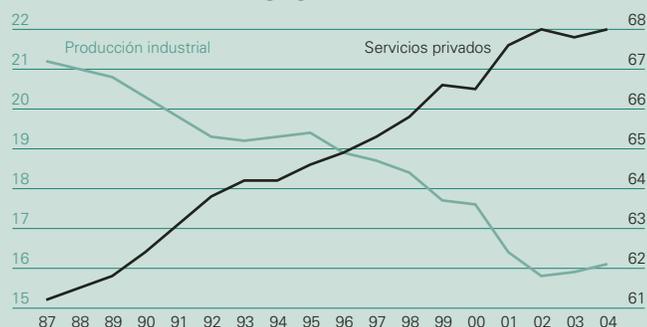
Giovanni Di Placido giovanni_diplacido@provincial.com

EUA: Panorama de la Producción Industrial

Aspectos estructurales

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

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



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento de Comercio

Estos datos no implican un deterioro general de los sectores que integran el índice de actividad industrial. Al interior del grupo de manufacturas¹ (85% del total), maquinaria, productos metálicos, equipo eléctrico y otros han disminuido su participación en el PIB, mientras que computadoras y equipo electrónico ha mantenido una significativa participación. Lo anterior refleja el elevado dinamismo del sector de alta tecnología. Entre 1973 y 2005, éste creció a una tasa interanual promedio de 21.5% vs. 1.7% del resto de las manufacturas y 3.1% del PIB.

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

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

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

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

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

Nómina no Agrícola Millones



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento del Trabajo

Aspectos coyunturales

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

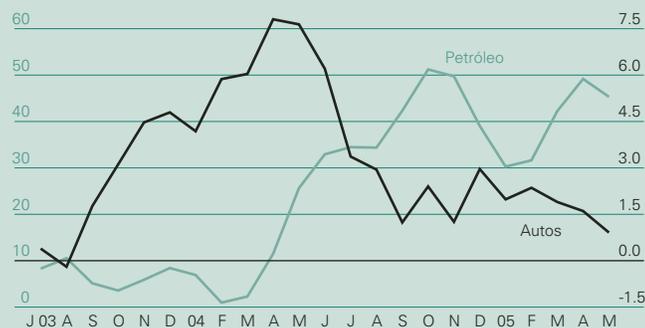
Al interior de la producción de bienes duraderos, destaca la moderación de la tasa de crecimiento del sector automotriz de 4.1 promedio en 2004 a 1.4% en mayo de

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

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

Precio del Petróleo y Producción de Automóviles

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reserva Federal y OPEP

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

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

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

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

Crecimiento de la Actividad Industrial

Variación % anual promedio

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

* Mayo 2005

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

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

Marcial Nava

jm.nava@bbva.bancomer.com

La Economía Mexicana Inició una Suave Desaceleración

La evolución de diversos indicadores de actividad muestra que si bien la economía Mexicana inició recientemente una suave desaceleración, no hay todavía razones para el pesimismo: no solo la desaceleración es moderada, sino que conviene destacar que la composición del crecimiento se está orientando hacia una mayor contribución de la demanda interna. En esta sección se analizan esos determinantes, se ofrecen los pronósticos del año y los riesgos que se enfrentarán.

Un “cocktail” que complica el análisis

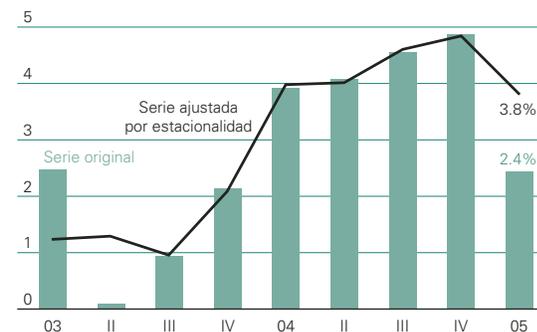
Las cifras de actividad del primer trimestre del año (un crecimiento anual del 2.4%) contrastan con el elevado crecimiento de los últimos tres meses de 2004 (4.9%). Estas cifras incorporan elementos de naturaleza distinta; como el efecto calendario, el bache (“*soft patch*”) de la economía de Estados Unidos por elevados precios del petróleo y los problemas micro de las industrias automotriz y construcción. De hecho, el mayor impacto en esta desaceleración es puramente estadístico; eliminando de esta serie los efectos estacionales, proveniente de la semana santa, año bisiesto y otros feriados que implicaron 5 días laborales menos en este trimestre comparado con el mismo trimestre del año anterior (equivalentes al 8% del total) el crecimiento del PIB hubiera sido del 3.8%.

Lo concluyente, desaceleración de la demanda externa

Sin embargo, más allá de efectos estadísticos, sí parece claro que la economía se ha venido desacelerando: primero fueron las exportaciones a partir del primer trimestre de 2004, posteriormente el consumo en los últimos tres meses del año, y finalmente la inversión en los primeros meses de 2005. Pese a esta cadena, el signo más evidente de esta desaceleración lo encontramos en la demanda externa, el cual afectó al sector manufacturero y se transmitió posteriormente al resto de la economía.

Las exportaciones mexicanas, que registraron su mayor expansión en el primero y segundo trimestres de 2004, moderaron su crecimiento a partir del tercer trimestre de dicho año. Este comportamiento está asociado a la desaceleración de la actividad industrial en EUA, a las diferencias tanto en la estructura productiva como en las características de los sectores dinámicos en aquella economía y a la alta elasticidad ingreso del comercio exterior mexicano. (Revisar recuadro: “*EUA: Panorama de la Producción Industrial*”) En tasas anuales, la producción industrial de EUA pasó de 4.9% a 2.8% entre el segundo trimestre de 2004 y los primeros dos meses del mismo periodo de 2005, es decir una reducción en su ritmo de expansión de 2.1 puntos porcentuales en un año. Además, el perfil de crecimiento afectó a las exportaciones mexicanas: expansión en productos de alta tecnología como semiconductores y otros equipos electrónicos, simultáneamente con un lento y profundo acomodo de competidores en otras ramas como la automotriz, terminal en donde México tiene una participación relativamente alta tanto en producción como en exportaciones. (Revisar recuadro: “*Los Claroscuros de la Industria Automotriz en México*”).

PIB México Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Demanda Agregada Variación % trimestral anualizada

	PIB	Consumo	Inversión	Expor.	Impor.
I'04	5.8	6.5	15.1	14.5	12.1
II'04	4.2	7.1	6.4	15.6	13.5
III'04	4.0	10.0	12.6	5.1	8.1
IV'04	5.4	1.6	9.9	6.6	14.1
I'05	1.7	5.3	-1.7	2.2	4.8

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Producción Industrial EUA y Exportaciones Manufactureras México Variación % anual, ajustada estacionalmente



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento de Comercio e INEGI

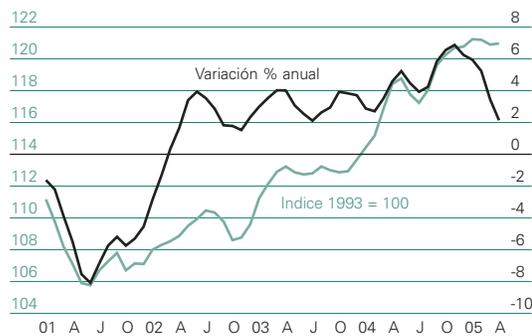
Exportaciones Manufactureras

Variación % anual

	Estruc. %	2004	2005*
Total	100.0	12.2	8.0
Eq. y ap. eléc. y electrónicos	26.3	15.2	6.6
Productos automotrices	26.1	6.9	4.0
Maq. y eq. esp. p/ind. diversas	15.9	12.0	-0.4
Textiles, confección cuero	6.6	1.5	3.3
Eq. profesional y científico	3.6	12.6	19.5
Química	3.4	14.4	13.3
Alimentos, bebidas y tabaco	3.0	12.3	26.3
Prod. de plástico y de caucho	3.0	23.5	16.3
Siderurgia	2.9	45.4	38.8

* Enero - abril
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

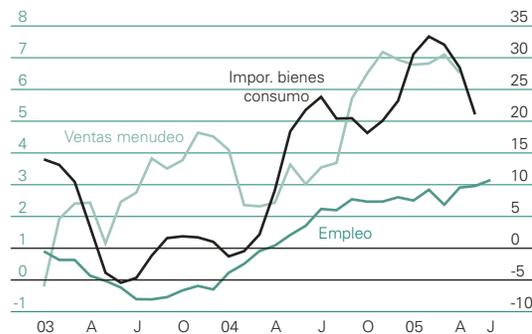
Industria de la Construcción



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Indicadores de Demanda Interna

Var. % anual, ajust. estacionalmente, prom. móvil 3 meses



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

La menor producción industrial de EUA se reflejó en la producción industrial interna, que tan solo creció 1.6% acumulado hasta mayo, menor al 3.8% promedio del año anterior. Hacia su interior, los menores crecimientos se concentran en los equipos y aparatos eléctricos y electrónicos, así como la maquinaria y equipo para industrias diversas. A pesar de que en términos generales las exportaciones de México se están recuperando en el segundo trimestre de 2005, es necesario recordar que los mayores precios del petróleo no sólo llevarían a una menor producción industrial en EUA en el 2005 y 2006 (un 3.3% en 2005, y un 3% en el 2006) sino que también consolidan el escenario de un menor crecimiento de la demanda interna en aquel país. En conjunto, el PIB de EUA moderará su tasa de crecimiento hacia el 3.6% este año y el 3.2% el siguiente, lo que mantendrá un crecimiento moderado en las exportaciones mexicanas.

Aparte del sector exterior, también dentro de la industria sorprende la moderación de la construcción en los primeros meses del año. Existen varias hipótesis que pueden justificar la moderación en ese sector. El efecto rezagado de los aumentos de costos de años pasados, disminución en el tamaño promedio de la vivienda edificada, cambios en la política de órganos gubernamentales en el destino de los créditos, y el desfase temporal entre la oferta y la demanda de vivienda. Las tendencias en el crédito a la vivienda, el rezago histórico en la demanda de vivienda y el previsible impacto en obra pública de los excedentes petroleros seguramente mejoraran las perspectivas del sector en el segundo semestre.

Continúa la fortaleza de la demanda interna

En contraste con las actividades ligadas al mercado externo, los indicadores del mercado interno son favorables: las ventas al menudeo y la importación de bienes de consumo mantienen altas tasas de crecimiento, el crédito al consumo crece en términos reales por arriba de 40% y el empleo urbano registra su mejor evolución de los últimos cinco años: 290 mil nuevos puestos de trabajo en el primer semestre y 407 mil en los últimos doce meses. Aunque la ocupación en maquiladoras es la más dinámica (6.0% al mes de abril), en números absolutos la mayoría de los nuevos empleos se forman en el sector de servicios (67% del total).

En este contexto, la masa salarial (compuesta por la generación de empleo y salarios reales) ha registrado un aumento de 4.5% real en los primeros cinco meses del año, lo cual es el soporte de la demanda interna y, junto con el alto crecimiento real del crédito, continuará siendo un elemento de impulso muy significativo al crecimiento del PIB.

Perspectivas 2005-2006

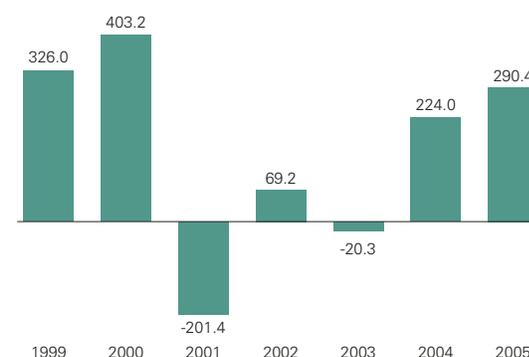
En este contexto, las perspectivas de la economía mexicana están asociadas principalmente a la evolución de la demanda interna, pero no ajenas al contexto externo. Nuestro escenario central mantiene la fortaleza de la demanda doméstica, en particular del consumo, como base del crecimiento en un contexto en que el crecimiento del empleo, la expansión del crédito y la estabilidad económica seguirán impulsando la actividad.

Para 2005 esperamos un crecimiento de 3.9%, aunque un poco menor al de 2004, lo cual deriva de un menor dinamismo en la actividad industrial por las condiciones de la demanda externa y de un aumento en las importaciones. Sin embargo, el mercado interno aumenta su impulso. Por trimestres, esperamos una recuperación de la actividad en el segundo semestre asociada a una mejoría de la producción automotriz y construcción, pero principalmente a los efectos rezagados del empleo sobre el consumo.

Desde luego, este escenario no está exento de riesgos. Por un lado, el empleo está aumentando pero con una participación alta de trabajadores eventuales; señal de prudencia de los empleadores. Además, el crecimiento en el consumo demanda productos del exterior, por lo que una parte de esta demanda será satisfecha con importaciones y no necesariamente contribuirá al crecimiento doméstico. Finalmente, la evolución del entorno político, de generar volatilidad en los mercados financieros en el 2006, podría acabar teniendo impacto en las variables reales.

Sin embargo, posiblemente el mayor riesgo en estos momentos se deriva del precio del petróleo: si se mantiene en los niveles actuales, o se eleva todavía más, terminará generando una menor crecimiento en EUA, lo que terminaría teniendo un efecto negativo en México. A modo de ejemplo, de mantenerse los precios del petróleo en los niveles actuales por un tiempo prolongado digamos el resto del año, el impacto total en el PIB de EUA podría ser de 40 pb, que probablemente se traducirían en México en una magnitud similar, llevando el crecimiento hacia niveles del 3.5%.

Crecimiento en el Empleo Urbano Asegurados IMSS, enero-junio, miles de personas



Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS

Generación de Empleos Asegurados IMSS, mayo 2005

	Miles	Var. % anual
Total	407.0	3.3
Servicios	271.5	3.8
Para empresas, personas y el hogar	134.7	5.2
Comercio	65.6	2.7
Sociales y comunales	50.4	3.4
Transporte y comunicaciones	20.8	3.1
Industria	93.6	1.9
Manufacturera	38.5	1.0
IME*	65.5	6.0
Transformación	-27.0	-1.0
Construcción	48.4	5.2
Extractiva	5.8	8.9
Eléctrica y captación de agua	1.0	0.6
Agricultura	41.9	11.2

* Industria maquiladora de exportación, datos a abril
Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS

Cuadro Macroeconómico de México Variación % anual, series desestacionalizadas

	Observado					Pronósticos						Contrib. al crecimiento (pp)		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	1T05*	2T05	3T05	4T05	2004	2005	2006
PIB	6.7	-0.2	0.8	1.4	4.4	3.9	3.5	3.8	3.6	4.0	4.1	4.4	3.9	3.5
Demanda total	10.4	-0.6	1.0	1.2	6.0	5.7	5.4	5.5	5.8	5.7	5.8	8.1	8.0	7.5
Interna	8.5	0.6	0.8	0.7	4.1	5.6	5.5	6.1	5.6	5.4	5.4	4.2	4.1	3.7
Consumo	7.4	1.9	1.4	2.1	4.7	5.8	5.6	6.0	5.9	5.6	5.6	3.8	4.7	4.6
Privado	8.2	2.5	1.6	2.3	5.5	6.3	5.9	6.7	6.3	6.1	6.0	4.0	4.6	4.4
Público	2.4	-2.0	-0.3	0.8	-1.2	1.6	2.4	-0.1	2.3	1.8	2.3	-0.1	0.1	0.2
Inversión	11.4	-5.6	-0.6	0.4	7.5	5.1	5.1	6.6	4.6	4.6	4.5	1.4	1.1	0.9
Privada	9.0	-5.9	-4.1	-1.5	8.5	5.5	4.5	7.9	4.9	4.6	4.8	1.3	0.9	0.7
Pública	25.2	-4.2	17.0	8.5	3.6	5.7	4.7	15.4	2.5	1.8	3.3	0.1	0.2	0.2
Var. existencias**												-1.1	-1.7	-1.8
Externa neta**												-0.4	0.0	0.5
Externa bruta	16.4	-3.8	1.6	2.7	11.5	10.7	9.7	7.3	13.7	12.3	9.5	4.0	4.0	3.8
Importación B. y S.	21.5	-1.6	1.5	0.7	10.2	10.4	10.1	10.1	11.6	9.8	10.0	4.4	4.0	3.4

* Observado

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

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Los Claroscuros de la Industria Automotriz en México

Recientemente ha llamado la atención la situación por la que pasan dos iconos de la industria automotriz mundial: General Motors Corporation (GM) y Ford Motor Company. Sus ventas, en especial en los Estados Unidos, han caído, su *rating* de deuda se ha degradado y su cuota de mercado ha disminuido (véase cuadro). Toyota se ha ubicado como el segundo mayor productor global superando a Ford y, si las tendencias no se revierten, podría sobrepasar a GM en unos años. En este contexto, es necesario reflexionar sobre las repercusiones que esta situación tendrá sobre México, pues nuestra industria automotriz abastece al mercado estadounidense y es un centro importante de manufactura para estas compañías. Dado que 70% de la producción se exporta a EUA y Canadá, en la producción mexicana es muy sensible ante caídas de la demanda de las principales marcas norteamericanas.

¿Qué les está pasando a estas compañías en EUA? Dado el alto precio de la gasolina, las ventas de SUV's han caído en 2005 (especialmente en el caso de GM y Ford), y los descuentos e incentivos que han ofrecido para evitarlo han repercutido negativamente en sus utilidades. Esta situación ha hecho evidentes las deficiencias competitivas de estas compañías. Las raíces de sus problemas son: 1) poca efectividad para responder a los cambios en las preferencias de los consumidores a diferencia de los competidores asiáticos; 2) masiva capacidad ociosa en EUA que eleva los costos de producción; 3) sus productos son percibidos por los consumidores como de menor calidad y durabilidad con respecto a la de los asiáticos; y 4) elevados gastos médicos y de pensiones.

Hasta ahora ambas compañías han anunciado que sus planes de reestructura traerán consigo despidos y la disminución de la capacidad instalada en Norteamérica, entre otras medidas. Sin embargo, y de acuerdo con lo anunciado en los planes de reestructuración, esto no tendría un impacto directo sobre la producción en México, lo que tiene sentido dadas las ventajas comparativas en costo que tienen las plantas mexicanas respecto a las ubicadas dentro de los Estados Unidos. De hecho, aquí se producen en exclusiva plataformas de automóviles que se distribuyen a todo el mundo, así como motores, suspensiones y frenos, y las exportaciones tienen un fuerte dinamismo pese a la competencia de países de bajo costo. Es más, tanto la producción de autopartes como de vehículos automotores podría incluso beneficiarse de esa mayor competitividad, e integración vertical con las compañías estadounidenses.

Industria Automotriz en México (Numeralia)

	1997	2000	2004	2005	Var.*
Importancia económica, % del PIB	2.5	3.1	2.8	nd	
Terminal	1.3	1.7	1.5	nd	
Autopartes	1.2	1.4	1.3	nd	
Producción ¹					
Terminal	135.5	202.8	194.1	172.2	-9.1
Autopartes	133.5	179.5	175.6	176.3	0.8
Exportaciones automotriz ²	18.7	29.2	31.6	10.1	2.3
Terminal	14.0	22.1	20.8	6.2	-3.9
Ligeros	9.9	16.6	11.6	3.5	-1.9
Pesados	4.1	5.4	9.2	2.7	-6.4
Autopartes	4.6	7.1	10.7	3.9	13.8
Transformación	2.1	3.1	4.8	1.8	14.3
Maquila	2.5	4.0	6.0	2.1	13.4
Automotriz terminal, exportaciones ³					
Ligeros	1.0	1.4	1.1	0.4	-4.4
Pesados (unidades)	4.5	16.5	37.9	16.7	7.0
Ventas de autos ligeros en EUA ³	15.5	16.9	16.6	7.0	-1.0
Chrysler, Ford y GM, % del total	70.0	68.8	60.3	61.9	-4.0
Compañías asiáticas, % del total	20.3	21.5	28.1	29.8	7.4

1 Índice de volumen 1993 = 100. En 2005 datos de enero a marzo

2 Miles de millones de dólares. En 2005 datos de enero a abril

3 Millones de unidades. En 2005 datos de enero a mayo

* Variación % anual

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI, Banco de México, Census Bureau y Auto Data

Un ejemplo de lo que está por venir puede encontrarse en la decisión de Ford que, en su planta de Hermosillo, producirá tres nuevo modelos. Además, si bien las ventas externas de autos y camiones ligeros cayeron, las exportaciones de vehículos pesados atenuaron el impacto negativo en el volumen de producción y en el valor exportado de la industria automotriz terminal. Ambos elementos han permitido que el valor agregado de la industria no disminuya significativamente y que el valor exportado siga avanzando (véase cuadro)

Sin menospreciar el efecto que ha traído y que pudiera tener en el futuro la difícil situación de las compañías norteamericanas (en particular GM), los elementos explicados nos permiten guardar un optimismo mesurado con respecto a la industria automotriz en general en México y su efecto en la producción y exportaciones del país en 2005 y 2006. Por lo anterior y con base en el comportamiento observado en lo que va del año, los vehículos ligeros seguirán cayendo pero cada vez menos en 2005, para luego posiblemente iniciar su recuperación en 2006. Al mismo tiempo, los vehículos pesados y las autopartes mantendrán su tendencia positiva. Los primeros sustentados en una evolución positiva de la economía de EUA y las segundas basadas en que los productores mexicanos han sabido diversificarse incursionando en otros mercados y productos.

Alma Martínez alma.martinez@bbva.bancomer.com

2005 se Perfila como un Buen Año para la Inflación

Después de las presiones alcistas en 2004, este año se ha producido una mejoría en el comportamiento de los precios. Si en noviembre de 2004 la tasa de inflación se situó en un máximo anual de 5.43%, al mes de junio de 2005 su aumento anual registró un incremento de 4.33%, más de un punto porcentual (100 pb) de reducción.

El mejor comportamiento de la inflación se produjo tanto en la inflación subyacente como en la no subyacente. Si bien cuantitativamente sobrepasa la segunda, los resultados de la primera son más destacables por su importancia. La inflación no subyacente, que aglutina componentes de naturaleza más volátil, cayó 250 puntos base en tan solo siete meses y aportó el 70% del total de la disminución de la inflación en ese período.

En la subyacente los resultados también son positivos: su reducción aporta un tercio de la disminución total de la inflación, en términos anuales (3.38%) representa el nivel más bajo registrado en la historia de este índice y parece señalar que está en posibilidades de romper la resistencia mostrada en los tres últimos años de ubicarse consistentemente por abajo de 3.5%.

La disminución concentrada en algunos productos

A pesar de estos buenos resultados, cuando se revisa con mayor detalle el comportamiento de los precios, se encuentra que los avances no son totalmente generalizados y que están concentrados en algunos rubros, como lo ilustran los cuadros adjuntos. Tres grupos de productos (administrados y concertados, alimentos procesados y vivienda) constituyen la mitad del índice de precios y determinan el total de la disminución de la inflación.

La mayor ganancia en disminución de inflación se observó en los precios administrados y concertados: de una tasa anual de 7.24% en noviembre pasó a 3.52% en junio, una disminución de 3.72 pb en el periodo. Este renglón aporta 59% de la disminución (0.64 pb de 109 pb). Los productos que más contribuyeron fueron los administrados por el sector público (electricidad, gasolina y gas) y los concertados como el transporte. Los servicios telefónicos no contribuyen a la disminución de la inflación pero si a mantener bajo su nivel. La política de precios públicos, "alineando" sus tarifas a la meta de inflación, subsidios selectivos al consumo de la electricidad, avances tecnológicos y mayor competencia en el mercado en comunicaciones han permitido una moderación en la evolución de estos precios.

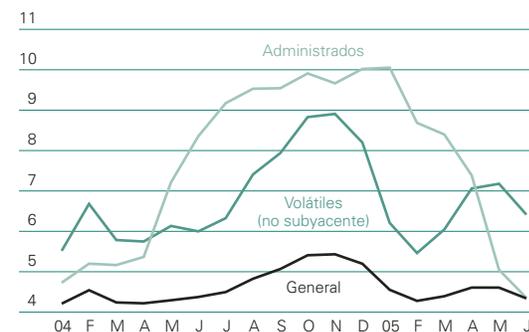
Los alimentos procesados y la vivienda contribuyeron con 49 pb (45%) a la disminución de la inflación. En el primer caso por la mejoría en algunos precios agrícolas y la apreciación del peso y en el segundo, el aumento en la oferta de vivienda ha limitado los aumentos de alquileres, tanto los pagados como imputados. En síntesis, ha existido un avance importante en la reducción de la inflación en los últimos meses, si bien conviene notar que se encuentra localizado en algunos productos.

¿Qué ha determinado esta mejora de la inflación?

La reducción reciente de la inflación en México obedece, como ya se apuntó, tanto a una política de precios para los administrados,

Inflación

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación Subyacente

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Contribución a la Disminución de la Inflación de los Precios Volátiles

Variación % anual

	Nov'04	Jun'05	Cont.*
INPC	5.43	4.33	-1.09
No subyacente	8.90	6.41	-0.76
Administrados y concertados	7.24	3.52	-0.64
Electricidad	8.59	-3.35	-0.27
Gasolina	6.36	3.18	-0.12
Gas	16.70	14.60	-0.04
Transporte colectivo	13.47	2.97	-0.19
Taxi	8.52	3.33	-0.03
Servicio telefónico	-0.06	-0.34	-0.01
Carne	12.48	7.16	-0.26

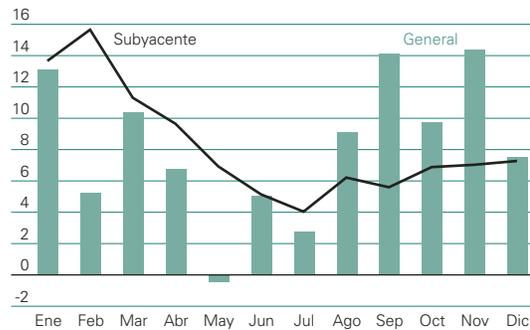
* Contribución, puntos porcentuales
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Contribución a la Disminución de la Inflación del Subíndice Subyacente Variación % anual

	Nov'04	Jun'05	Cont.*
INPC	5.43	4.33	-1.09
Subyacente	3.82	3.38	-0.31
Mercancías	3.81	3.46	-0.15
Alimentos	7.00	5.28	-0.25
Ropa y calzado	1.16	0.78	-0.02
Transporte	2.02	2.44	0.01
Salud y cuidado personal	2.77	3.13	0.02
Esparcimiento	0.72	1.60	0.03
Muebles, aparatos y acces.	1.17	2.39	0.06
Servicios	3.74	3.27	-0.15
Vivienda	3.74	2.39	-0.24
Vivienda propia	3.89	2.09	-0.22
Vivienda rentada	3.46	2.99	-0.01
Transporte	0.82	0.47	0.00
Ropa y calzado	8.15	6.86	0.00
Otros servicios	4.74	5.04	0.02
Salud y cuidado personal	2.95	3.99	0.03
Esparcimiento	3.02	4.53	0.05

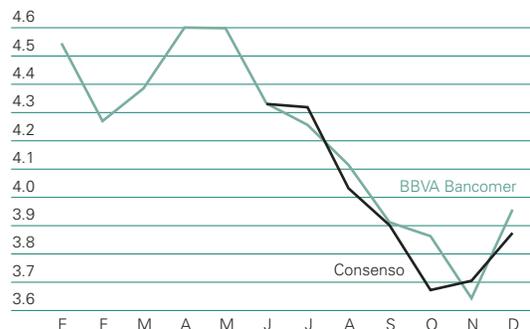
* Contribución, puntos porcentuales
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Patrón Estacional de la Inflación Contribución mensual, promedio 2000 - 2004, %



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación 2005 Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

alineada con la meta de inflación como por que los "shocks" o perturbaciones de oferta (por escasez de productos en el sector agrícola, por elevación de los precios internacionales de la energía, etc.) se han diluido en el tiempo. Esto último es importante porque se ha producido sin que hayan existido revisiones salariales más elevadas ni tampoco un aumento en las expectativas de inflación. Además de estos elementos, en la reducción de la inflación han contribuido la apreciación del peso y la ligera moderación de la actividad.

Perspectivas de inflación

Dado que en el segundo semestre muchas de estas condiciones pueden mantenerse, las perspectivas son positivas. En nuestro escenario central, es previsible que la inflación se sitúe por debajo del 4% hacia finales de año, con una subyacente relativamente estable próxima al 3.5%. Para el siguiente año estas cifras podrían mejorar y dirigirse de forma estable a la meta del Banco de México (3%).

De acuerdo con la trayectoria estacional de la inflación es previsible esperar incrementos moderados en la inflación mensual a partir de la segunda quincena de agosto y en forma más acentuada en septiembre (por inicio del nuevo ciclo escolar) y entre octubre y noviembre por la eliminación de los subsidios de verano al consumo de energía eléctrica en zonas cálidas y el aumento estacional en la demanda al cierre del año. En ese contexto la inflación en términos anuales se ubicaría por abajo del 4% a partir del mes de septiembre.

Es importante anticipar que existe un escenario alternativo en el que se produzca una convergencia más acelerada de la inflación hacia 3%. Esta probabilidad podría aumentar si la inflación subyacente no repunta hacia 3.5% de aquí a final de año. En ese contexto, diversos modelos econométricos (que utilizan el comportamiento pasado de la inflación en México) nos muestran que, bajo nuestro escenario central para el peso, la inflación subyacente solo podría alcanzar la meta del Banco de México con un crecimiento del PIB por abajo del potencial, más concretamente por debajo de 3% anual (algo alejado de nuestro escenario para 2005). Esta convergencia de la inflación subyacente hacia el 3% también podría ocurrir por una apreciación más prolongada del peso, lo que podría hacer que tanto las revisiones salariales como las expectativas de inflación se moderaran teniendo como consecuencia que la inflación subyacente se aproxime a la meta (3%).

En el otro extremo, aún con menor probabilidad que el anterior, tampoco no se puede excluir que se mantengan durante la segunda mitad del año los altos precios del petróleo (o incluso un aumento de los precios agrícolas, como lo ocurrido en el segundo semestre de 2004). Este escenario alternativo de petróleo (en el recuadro sobre el petróleo se detalla este escenario de riesgo) llevaría a una mayor inflación internacional y en los EUA. Este escenario podría elevar la inflación en México hacia niveles de 4.5% a 4.6%.

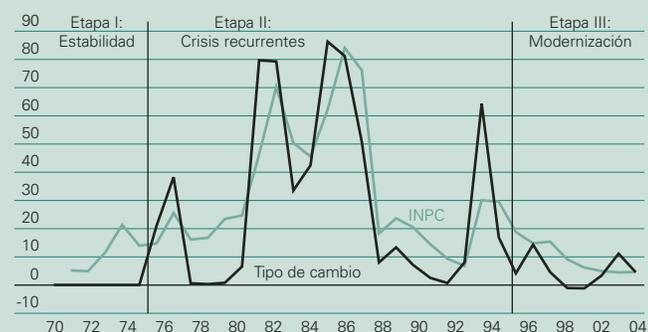
En suma, la evolución de la inflación es prometedora, especialmente porque se ha producido en un escenario de elevado crecimiento, y las perspectivas son favorables, aunque todavía no se han despejado todas las incógnitas para que ésta se pueda situar de forma estable en torno a 3%.

La Transmisión del Tipo de Cambio a la Inflación

Dado su comportamiento histórico, es común pensar que un riesgo importante para la inflación en los próximos uno o dos años es una depreciación brusca del peso, originada por condiciones internas (incertidumbre política, pérdida de confianza en las instituciones públicas ante el cambio de gobierno, retrocesos en materia estructural, etc.) y/o externas (fuerte desaceleración en EUA, menores flujos de capitales a economías emergentes). Ante ello, en este recuadro se analiza el proceso de transmisión de las variaciones del tipo de cambio hacia los precios. La relación entre tipo de cambio y precios se resume en tres etapas: estabilidad, hasta 1975; crisis recurrentes, entre 1976 y 1995, con cuatro episodios de ajuste brusco en el tipo de cambio; y modernización, vigente desde 1996, caracterizado por la flexibilización del régimen cambiario y la estabilización macroeconómica.

Tipo de Cambio e Inflación

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

En la etapa de estabilidad, la cotización del peso se mantuvo fija, con lo que es difícil vincular estadísticamente esta variable con la formación de precios. La de crisis recurrentes se caracterizó por los desequilibrios de balanza de pagos y devaluaciones en 1976, 1982, 1988 y 1995. La traslación de éstas a la inflación fue directa y muy elevada: a un ajuste de 1% en el tipo de cambio, la respuesta en la inflación de hasta 3.7 veces, y duraba hasta tres años. Era un efecto explosivo que se retroalimentaba.

La tercera etapa se caracterizó por un cambio estructural importante: la flexibilización del tipo de cambio dejó atrás las depreciaciones bruscas; además, el país entró en un proceso de estabilización macroeconómica. La respuesta de la inflación a variaciones del peso en el periodo reciente es menor y más rápida que en el de 1976-1995.

Pero incluso los resultados del periodo reciente presentan cambios significativos entre 1996 y 2000 cuando la economía aún se encontraba en un proceso de ajuste, la respuesta de la inflación a variaciones en el tipo de cambio fue de hasta 1.8

veces y el tiempo de absorción tomó hasta un año; para el periodo 2000-2005 dicha respuesta ha sido menos que proporcional, sólo 30%, y su duración de tres a cinco meses.

¿Qué factores están detrás de este cambio? Además de la libre flotación, también fueron importantes los avances en la credibilidad de la política monetaria: hasta antes de 2000 la inflación era de dos dígitos y no se contaba con una política monetaria centrada en objetivos de inflación explícitos. Ambos factores parecen haber incidido en las expectativas y éstas a su vez en la formación de precios: los periodos de depreciación de la moneda se alternan con los de apreciación, reduciendo su impacto en inflación. Por último, la “desdolarización” de la economía podría haber tenido una contribución marginal, dada la disminución en créditos y depósitos en dólares.

Tipo de Cambio e Inflación

	Intensidad ¹	Duración ²	Depre. ³	Incremento en inflación ⁴	
				1996-2005	2000-2005
Trans. tipo de cambio a INPC				Inflación y variaciones tipo de cambio	
1976-1995	3.8	36	5	2.2	0.6
1996-2005	1.3	18	10	4.4	1.1
1996-2000	1.8	18	15	6.6	1.7
2000-2005	0.3	4	20	8.8	2.3
			30	13.2	3.4

1 Proporcional al impulso en tipo de cambio

2 Meses

3 Depreciación nominal, %

4 Estimaciones en puntos porcentuales

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Si bien la transmisión a precios de variaciones en el tipo de cambio ha perdido importancia, ésta todavía existe. Aplicando las estimaciones de la relación entre estas variables durante el periodo 2000-2005, una depreciación de 5% en doce meses añadiría hasta 0.6 puntos porcentuales a la inflación. Las enormes anclas de estabilidad macroeconómica y flexibilidad se aprecian con claridad al utilizar la estimación del periodo 1996-2005: si aplicáramos los parámetros estimados en este periodo, los modelos nos indicarían como ante el mismo porcentaje de depreciación, la inflación se elevaría 2.2 puntos porcentuales.

Por último, las estimaciones también señalan que la depreciación afecta más a productores que a consumidores: ellos absorben hasta el 50% de los aumentos en el tipo de cambio. El resultado es consistente con la expectativa de que los márgenes de las empresas permiten absorber una parte de los incrementos en costos; en cambio, cuando éstos bajan, como en el caso de una apreciación, los precios al consumidor no se ajustan en la misma proporción.

Eduardo Torres

e.torres@bbva.bancomer.com

Escenarios Monetarios Básicos

	Entorno externo	Actividad	Precios
I. Mantener 'status quo'	Alza mesurada Fed	Moderada desaceleración	Baja gradual
II. Permitir relajamiento	Se posterga alza Fed	Acentuada desaceleración	Rápida convergencia a objetivo
III. Sostener restricción	Alza acelerada Fed	Renovado dinamismo	Resistencia baja y contaminación

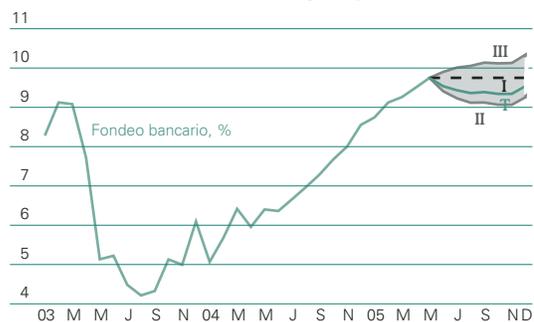
Fuente: BBVA Bancomer

Supuestos Escenarios A finales de 2005

	Inf	IE	TdC	PIB Mx	Fed
I. Mantener 'status quo'	<4.0	=3.5	11.0	Próximo 4.0	4.00
II. Permitir relajamiento	3.5	=3.0	>10.8	<4.0	3.50
III. Sostener restricción	4.2 (sesgo alza)	>3.5	>11.6 (sesgo alza)	>4.0	4.25

Inf Inflación, %
 IE Inflación esperada, %
 TdC Tipo de cambio, pesos por dólar
 PIB Mx PIB México, variación % real anual
 Fed Fondos federales, diciembre 2005, %
 Fuente: BBVA Bancomer

Fondeo Bancario según Regla de Taylor y Escenarios de Inflación y Tipo de Cambio



I BBVA Bancomer 'status quo'
 II Baja inflación o 'relajamiento'
 III Alta inflación o 'restricción'
 T Estimación central Taylor
 Fuente: BBVA Bancomer

El 24 de junio el Banco de México decidió no modificar el "corto" y eliminar el vínculo monetario con los aumentos de tasas del Fed (establecido desde abril de 2004). Adicionalmente, comunicó que "mientras así lo juzgue conveniente, las condiciones monetarias internas no deberán relajarse". De esta manera, el banco central ha pasado de tener un sesgo alcista a un sesgo neutral el cual no implica un descenso rápido de las tasas de interés. Si bien es difícil predecir un cambio de rumbo en la política monetaria, consideramos que la tasa de fondeo bancaria se mantendrá en los niveles actuales (9.75%) hasta que la inflación tienda más claramente con la meta (3%) y se disipen presiones de inflación que provengan del entorno internacional y/o domésticas. En específico consideramos que no necesariamente la inflación general deberá ubicarse en la meta, sino que será suficiente que la subyacente se establezca en torno a la meta y que las expectativas de inflación de mediano plazo se mantengan no muy lejos de ella.

¿Cuál será el rumbo de las tasas domésticas?

Identificamos tres escenarios básicos para la conducción de la política monetaria en 2005 en función al entorno internacional, la actividad doméstica y el balance de riesgos estimado para la inflación.

I Base: Mantener "Status Quo" (50%)

Si el Fed continúa incrementando las tasas oficiales (4.0% a diciembre 2005 y 4.5% en la primera mitad de 2006) bajo una moderada desaceleración en EUA (crecimiento promedio de 3.6 y 3.2% en 2005 y 2006) e inflación contenida, el contexto externo sería moderadamente benigno para México en términos monetarios. La actividad económica en México mantendría una suave desaceleración con un crecimiento próximo a 4% en 2005, y ligeramente menor en 2006, con un balance de riesgos de inflación favorable; la inflación general y la subyacente se situarían ligeramente abajo de 4% y de 3.5%, respectivamente en 2005, con avances hacia la meta en 2006. Este escenario daría espacio para absorber una moderada volatilidad cambiaria y ligeras presiones en precios de materias primas (agrícolas y energía) en los próximos meses, pero impediría al banco central cambiar abruptamente la dirección de la política monetaria.

En este entorno, la tasa de fondeo bancaria se sostendría en niveles relativamente elevados (9.75%) y podría descender gradualmente hacia 8.75% al cierre de 2006 una vez que se consoliden los avances en la inflación subyacente y el Fed deje de incrementar su tasa de referencia. De materializarse este escenario se registrarían alzas en los tramos medios y largos de la curva de rendimiento de forma tal que se revertiría la pendiente negativa registrada al cierre de junio.¹ Así, estimamos que el Bono a 10 años (M10) podría acercarse a 10% (ver recuadro del M10). No obstante, las tasas podrían subir aún más en caso de deteriorarse la extraordinaria liquidez observada en los mercados emergentes, entre ellos México, motivada por incrementos en las tasas de interés a largo plazo en EUA (4.5% y 5.2% al cierre de 2005 y 2006, respectivamente). Bajo este entorno, la política monetaria se fortalecería como "ancla" de estabilidad macroeconómica.

1 No consideramos que la pendiente invertida de la curva de rendimiento sea sostenible por mucho tiempo.

II Mercado: “Permitir un pronto Relajamiento” (40%)

La pronta reducción de la tasa de fondeo es un escenario posible. Banxico podría permitir una disminución de la tasa de fondeo bancaria en caso de conjugarse —en lo interno— una rápida disminución en la inflación subyacente (hacia 3%) y general (hacia 3.5%) lo cual favorecería cumplir a mediano plazo la meta. Este escenario podría suceder si disminuyen las presiones en el sector servicios y en el subíndice de mercancías, ayudado por la fortaleza del peso. Obviamente si se produce una desaceleración de la demanda interna se facilitarían esta convergencia. En lo externo, este escenario tendría mayor probabilidad en caso de una pausa en el ritmo de alza de la tasa del Fed (hacia 3.5% y 4%) motivada por menores presiones inflacionarias en esa economía. Consideramos que este escenario podría incrementar su probabilidad de materializarse en el cuarto trimestre del año si continúa la actual tendencia de moderación de la inflación subyacente.

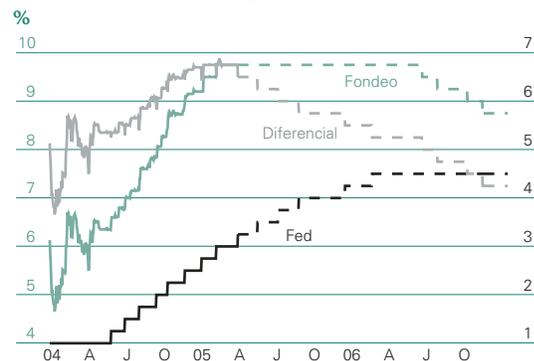
En este caso, la reducción en la inflación (observada y esperada) permitiría disminuciones graduales en la tasa de fondeo en el 4T05 y cerrar entre 9 y 9.25% sin que esto implique inestabilidad en el mercado cambiario. De persistir este entorno no descartaríamos que se extienda esta bajada en 2006 de forma tal que cierre el año en 8.25%. Para ilustrar este escenario y en función a nuestros ejercicios de “Reglas de Taylor”, la tasa de fondeo “teórica” se situaría en 9.0% al cierre de año bajo las siguientes condiciones: (1) con una inflación de 3.76% (estimado por el consenso del mercado) y la paridad debería situarse en un máximo de 10.90 ppd; o (2) con un tipo de cambio de 11.28 ppd (consenso del mercado) sería necesario una inflación general de 3.7%. En ambos casos, la inflación subyacente debería situarse en torno a 3%.

En términos de la curva de rendimiento, este escenario de inflación favorable implicaría una mayor pendiente de la curva gracias a disminuciones en las tasas de corto plazo (aproximadamente 75 pb) acompañado por menores bajas en el segmento medio y niveles similares a los actuales en el tramo largo en este año. De esta forma, el bono a 10 años pudiera pagar una tasa de 9.6 y 8.9% al cierre de 2005 y 2006 respectivamente; si bien el recorrido de baja podría ser mayor en caso de que las tasas de interés a largo plazo en EUA no subieran tanto como estamos contemplando.

III Sorpresivo: “Sostener Restricción” (10%)

Si bien con menor probabilidad, no se puede descartar la posibilidad de que Banxico busque continuar con su ciclo de restricción monetaria en caso de repunte de la inflación por precios de energéticos y un eventual aumento de agropecuarios por motivos climáticos de forma similar a lo sucedido en la segunda parte de 2004 especialmente si la fortaleza de la demanda interna traslada presiones a la inflación subyacente. En este sentido, se encuentra latente el riesgo de que los elevados precios del petróleo vistos en los últimos meses repercutan en mayor inflación en EUA y por ende en México. Lo anterior podría combinarse con mayor incertidumbre en el proceso político que repercutiera desfavorablemente en el mercado cambiario. Adicionalmente no se descarta que el banco central buscara inducir mayores tasas de interés en caso de percibir de que las condiciones monetarias internas se empezarán a relajar contrario a lo establecido en su comunicado de prensa del 24 de junio.

Tasa de Fondeo Bancaria y Fondos Federales EUA



Nota: Estimado a partir de julio 2005
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal

Tasa de Interés a 10 Años



Nota: Estimado a partir de julio 2005
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal

Eventos en México en 2005

	Decisión política ¹		Reporte inflación ²	
	Sólo anuncio	Con boletín	1a quin.	Mes ant.
Jul.	8	22	22	7
Ago.	12	26	24	9
Sep.	9	23	22	8
Oct.	14	28	24	7
Nov.	11	25	24	9
Dic.	9		22	8

1 Difundido al mercado a las 9:00 horas de la Ciudad de México
2 Difundido al mercado a las 14:30 horas de la Ciudad de México

Eventos en EUA en 2005

	Reunión Comité de Mercado Abierto	Reporte de Política Monetaria
Julio		X
Agosto	9	
Septiembre	20	
Noviembre	1	
Diciembre	13	

¿Cuál es la Trayectoria Esperada para las Tasas de 10 Años? —Un Modelo para el M10—

En julio de 2001 el Gobierno de México inició la emisión de Bonos a tasa fija con plazo de 10 años (M10). Desde entonces, dicha tasa ha presentado etapas de alzas (v.gr. 2S02 y 2T04) para cotizar en máximos de 11.4% en 2002 y de disminuciones (v.gr. todo 2003 y 2T05) llegando a mínimos de 7.9% en 2003. Recientemente, las disminuciones en la tasa del M10 han llevado incluso a una pendiente negativa en la curva de rendimientos. En este contexto, cobra relevancia analizar las variables que han determinado su comportamiento y, en consecuencia, explorar su potencial trayectoria.

Para tal propósito se ha desarrollado un modelo económico trimestral para explicar la tasa a 10 años ($MX10y$) utilizando como variables explicativas la tasa de interés nominal de 3 meses ($MX91$); las expectativas de inflación a 12 meses ($INFE$); el riesgo soberano de México ($EMBI$); y la tasa de bonos de EUA a 10 años ($US10y$). La especificación del modelo es de corrección de errores; considera como determinantes de largo plazo a $MX91$ e $INFE$; y de corto plazo a los movimientos contemporáneos de estas variables junto al $EMBI$ y $US10y$.¹

Especificación y Resultados del Modelo

$$\Delta MX10y_t = B_0[MX10y_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 MX91_{t-1} - \alpha_2 \ln(INFE_{t-1})] + B_1 \Delta MX10y_t + B_2 \Delta \ln(EMBI_t) + B_3 \Delta US10y_t + B_4 \Delta \ln(INFE_t)$$

donde, Δ es el operador de diferencial de la variable y $\ln()$ refiere al logaritmo natural. La relación de largo plazo está entre corchetes.

Variable dependiente: $\Delta MX10y$ Muestra trimestral: 1997-2004

C	MX10y(-1)	MX91(-1)	INFE	$\Delta MX91$
-0.005 (-0.5)	-0.6 (-4.3)	0.4 (4.7)	0.03 (2.2)	0.4 (6.4)
$\Delta \ln(EMBI)$	$\Delta US10y$	$\Delta INFE$	R ²	DW
0.03 (3.2)	0.6 (1.6)	0.03 (1.8)	0.92	2.5

Notas: Se consideró una muestra desde 1997 considerando metodología Aportela, F, et al. (2001), Banco de México. Parámetro t entre paréntesis.
Fuente: BBVA Bancomer

¿Repuntará la tasa del M10?

En los últimos dos meses (mayo-junio) se presentaron disminuciones en las variables explicativas del modelo: la tasa de Cetes a 91 días lo hizo en 30 puntos básicos (pb); el EMBI+ en 20 pb; y la tasa a 10 años en EUA en 130 pb. Como resultado la tasa del M10 se contrajo en este lapso en más de 100 pb de forma tal que su promedio durante el 2T05 fue 10.1%. Sin embargo, en la actualidad, el nivel observado es inferior por 70 pb al nivel teórico establecido por este modelo, lo cual se puede justificar por factores no incluidos explícitamente como: el aumento en la liquidez internacional para economías

emergentes; la mayor oferta de fondos prestables de países asiáticos al resto del mundo (particularmente China); y, la acentuada disminución en la inflación para 2005 especialmente en la subyacente que no se ha trasladado en la misma medida a las expectativas de inflación.

Supuestos de la Evolución de Variables del Modelo*

	MX91	US10y	EMBI	INFE**
2005	9.7%	4.3%	170	3.5
2006	9.6%	4.9%	170	3.7
	2005	2006		
1er. trimestre	10.0%	11.1%		
2do. trimestre	9.8%	11.1%		
3er. trimestre	10.3%	10.7%		
4to. trimestre	10.8%	10.8%		
Prom. anual modelo	10.2%	10.9%		
Estim. BBVA Bancomer				
Fin de periodo	10.3%	10.2%		
Promedio del periodo	10.1%	10.3%		

* Promedios del periodo
** INFE se aproxima por trayectoria de la subsecuente
Nota: Los datos en **negritas** son estimados

De corregirse estos factores, la tasa del M10 convergería a su trayectoria de largo plazo mostrando, con ello, incrementos graduales en 2005 y 2006. En particular el modelo supone que: 1) las tasas a corto plazo se mantendrán próximas a los niveles actuales; es decir, que se conserven las condiciones monetarias restrictivas en el país; 2) las tasas a 10 años en EUA presentarán incrementos graduales conforme la Reserva Federal incremente sus tasas de corto plazo; 3) no se presenten incrementos en el riesgo país; y 4) la inflación esperada se mantenga relativamente estable.

Contribuciones a la Tasa de Interés a 10 Años Mexico Promedio del periodo

	MX91	INFE	EMBI	US10y	MX10y
2003	3.8	5.7	-0.5	0.0	9.0
2004	4.0	5.7	-0.2	0.0	9.5
2005	5.3	5.0	-0.1	0.0	10.3
2006	5.6	5.3	-0.1	0.1	10.9

Nota: Los datos en **negritas** son estimados

Pese a esta visión estructural, la persistencia de los factores no incluidos explícitamente en el modelo (v.gr. reducida aversión internacional al riesgo y revaluación del yuan) pudieran limitar la magnitud de alza en el M10 en los próximos meses. Más aún, si las tasas a largo plazo en EUA se mantuvieran en 4%, y Banxico reduce sus tasas hasta 9% (en línea con las expectativas del mercado), la tasa a 10 años se situaría por debajo de 10%

Carmen Broto carmen.broto@grupobbva.com
 Octavio Gutiérrez o.gutierrez3@bbva.bancomer.com
 J. Gerardo Villoslado jose.villoslado@grupobbva.com

1 Destaca la ausencia en el modelo de variables sobre la actividad y el tipo de cambio al resultar poco significativas.

¿Continuará la Fortaleza del Peso?

En lo que va del año el peso se ha fortalecido con una persistencia que ha sido una continua sorpresa para muchos participantes del mercado, incluidos nosotros. En la actualidad, se encuentra en su nivel más apreciado de los últimos 24 meses. En la segunda semana de julio cotizó en 10.63 pesos por dólar (ppd), lo que implica que la moneda ganó un peso desde mayo de 2004 a la fecha (11.63-10.63 ppd). Asimismo, en este periodo el peso ha presentado una de las volatilidades más bajas con relación a las observadas en las principales divisas del mundo: en este primer semestre la desviación típica (una medida estándar de volatilidad) del tipo de cambio peso-dólar fue 0.9% la cual es menor a la registrada por otras monedas en América Latina como el real brasileño (3.1%) y el peso chileno (1.3%), pero también menor que a la del dólar frente al euro (1.3%) y al yen (1.5%).

Liquidez y fundamentales positivos explican la fortaleza

Esta acentuada solidez del peso tiene su origen por un lado, en fuertes flujos financieros internacionales a mercados emergentes, y por otro, a los fundamentales positivos en México (como la convergencia de inflación y ampliación de brecha de crecimiento entre México y EUA) los cuales generaron un contexto idóneo¹ para atraer estos capitales. Sin embargo, posiblemente la liquidez financiera ha sido el elemento dominante. En los últimos meses, esto ha sido apoyado por el adelanto en la fase monetaria restrictiva en México (abril de 2004) en comparación a la de EUA (julio de 2004), que implicó que el diferencial de tasas de corto plazo entre ambas economías se ampliara y cerrara en junio en 675 pb (vs. 525 pb un año atrás).

Adicionalmente, los flujos internacionales a economías emergentes se han magnificado como resultado de los bajos niveles históricos de las tasas de interés en la Unión Europea y en EUA, así como del exceso de ahorro proveniente principalmente de países asiáticos. De forma paralela, se ha observado un entorno de riesgo-país favorable. Es importante destacar que las divisas emergentes, en particular en América Latina, han tenido una tendencia de apreciación en los últimos meses; este proceso se ha intensificado desde marzo de este año. Destaca, dentro de ese grupo, el real brasileño con una apreciación superior a 11%. El peso mexicano se ubica como la segunda moneda más fortalecida con una apreciación mayor a 4%. Este exceso de liquidez junto a los ingresos extraordinarios derivados de petróleo y remesas han propiciado un aumento en la oferta de dólares en el país y han permitido financiar (o reducir en su caso) el déficit de la cuenta corriente. De un estimado inicial para 2005 de 2% del PIB, todo parece indicar que este no se incrementará más allá de 1.5%. Además, han aumentado significativamente los flujos de cuenta de capitales, generando un mejor comportamiento y expectativas más favorables para el conjunto de la balanza de pagos.

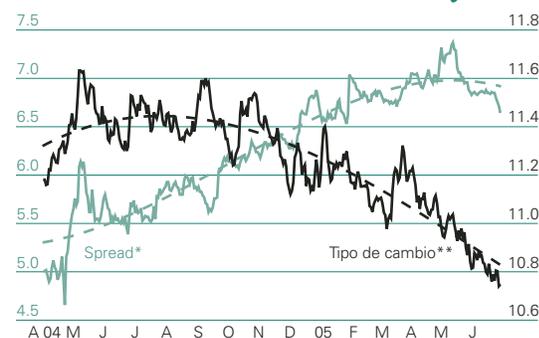
Por ejemplo, se ha observado un incremento sustancial en la tenencia de valores gubernamentales por parte de extranjeros: casi 50% en 1T05. A esto se suma el ingreso de dólares por la emisión de valores y endeudamiento en el exterior del sector privado no bancario (con Pidiregas) la cual ascendió a 6.15 mil millones de dólares (mmd) en 1T05 (vs. 3.78 mmd en 2004). La entrada de recursos por estos conceptos alcanzó

Tipo de Cambio Pesos por dólar



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Tipo de Cambio y Diferencial de Tasas de Interés a un Mes entre México y EUA



* Puntos porcentuales
** Pesos por dólar
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal

Divisas Latinoamericanas vs Dólar Variación % de marzo al 14 de julio de 2005



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

1 Véase Situación México, segundo trimestre 2005

Ingreso de Dólares en 2005

Flujos acumulados en miles de millones de dólares

	Mayo 2005	Variación*	%
Mercado de dinero	2.3	1.5	185
Petróleo	11.5	2.7	30
Remesas	7.5	1.2	19
Total	21	5.3	33.1

* Variación 2005 - 2004
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Entrada por Valores Gubernamentales y Privados

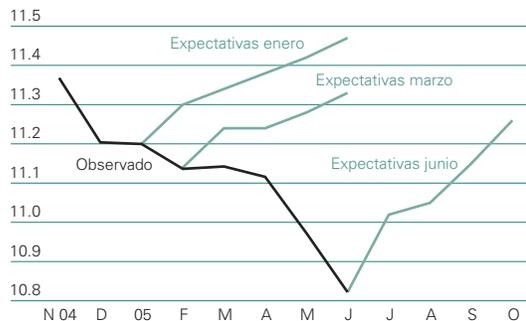
Miles de millones de dólares



* Valores emitidos en el extranjero y préstamos (incluye Pidiregas)
** Inversión extranjera en el mercado de dinero
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Tipo de Cambio Observado y Expectativas de Banxico

Pesos por dólar



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

8.56 mmd en 1T05, similar a la de todo 2004 (8.97 mmd); estos flujos representan 3.3 veces el déficit de cuenta corriente de ese período.

Las remesas familiares siguen acrecentando su importancia en las transacciones nacionales. En los primeros tres meses totalizaron 4 mmd —62% de la inversión extranjera en cartera— y un crecimiento anual de 20.5%. La entrada de dólares por este concepto acumuló más de 7 mmd en enero-junio (19% mayor a la de 2004). Los ingresos del petróleo han registrado aumentos significativos: a mayo de 2005, el incremento acumulado anual fue de 30%. Los ingresos acumulados por exportaciones petroleras totalizaron 11.5 mmd. Un elemento adicional de fortaleza del peso en el futuro lo constituye el reciente anuncio del refinanciamiento de la totalidad de los vencimientos de deuda para 2006-2007, que suman 4.767 mmd; 40% fue refinanciado con operaciones de mercado y el resto con compra de dólares al banco de central. Estas operaciones reducirán la demanda de dólares por concepto de deuda externa pública.

En resumen, si consideramos en conjunto los ingresos por exportaciones petroleras, remesas y mercado de dinero contabilizamos una entrada de recursos de alrededor de 21 mmd a mayo de 2005; 33.1% mayor al de 2004.

Expectativas y balance de riesgos para el peso en 2005

La pregunta que nos queda es si la fortaleza del peso se revertirá y cuándo lo hará. Consideramos que dos de los factores que han impulsado la constante apreciación del peso son de carácter temporal y se irán diluyendo. Primero, el diferencial de tasas de interés entre México y EUA tenderá a disminuir en la medida en que se intensifique la política restrictiva del Fed y los mercados lo asimilen como una tendencia y no como la terminación del ciclo restrictivo en ese país. Sin embargo, este efecto podría no ser muy fuerte en la medida en que este previsible cambio de expectativas se verá acompañado (a nuestro juicio) de expectativas de reducciones más lentas de las tasas de interés de corto plazo en México (ver sección de mercados financieros)

Segundo, los altos precios del la mezcla mexicana de petróleo son un elemento transitorio que podría revertirse. Finalmente, en un país como México, donde los procesos electorales en el pasado han tendido a generar volatilidad, es razonable esperar que el riesgo político estará presente en 2006 y generará una cierta depreciación del peso. En concreto, el tipo de cambio revertirá su tendencia pero de forma paulatina, la intensidad dependerá de los factores que han propiciado el auge de liquidez en los mercados. Este elemento estará sujeto a la dinámica del diferencial de tasas domésticas e internacionales, así como de la disponibilidad de ahorro internacional. Por otro lado, dado lo que representa para la economía mexicana la competencia China, la potencial reevaluación del yuan pudiera influir positivamente en el peso (ver recuadro: *Los Efectos de la Revaluación del Yuan sobre el Peso*).

En el escenario base, en donde gradualmente se revierten los factores que han provocado la apreciación del peso, esperamos una paridad alrededor de 11 ppd para fines de 2005. Sin embargo, no podría descartarse que el peso retrasara su depreciación, sobre todo porque continúa la abundancia de recursos en los mercados internacionales, y no está claro cuándo el mercado asimilará la dinámica del diferencial de tasas en el corto plazo. Ante este escenario, el peso podría prolongar su tendencia de apreciación y cotizarse en niveles inferiores a 10.80 ppd al cierre de 2005.

Los Efectos de la Revaluación del Yuan sobre el Peso

Presión internacional para revaluar el yuan

El pasado 21 de julio, China anunció la revaluación de su moneda en 2%, y un nuevo régimen de flotación estrecho (+/- 0.3%) unido a una canasta de monedas. Si bien este movimiento es modesto dará pauta a mayores ajustes en el futuro. Esta noticia era esperada desde hace meses. Las razones de las medidas son evitar presiones inflacionarias en esa economía, moderar el crecimiento y reducir la costosa acumulación de reservas internacionales.

Efectos comerciales

El efecto directo de una revaluación del yuan sobre el peso es en principio muy limitado porque los flujos de inversión y comercio entre ambos países son relativamente pequeños: nuestro comercio exterior con China representa sólo 3.9% del total con el mundo. Sin embargo, vale la pena analizar también los efectos que la revaluación tendrá sobre las exportaciones mexicanas a EUA en donde China también es un importante competidor.

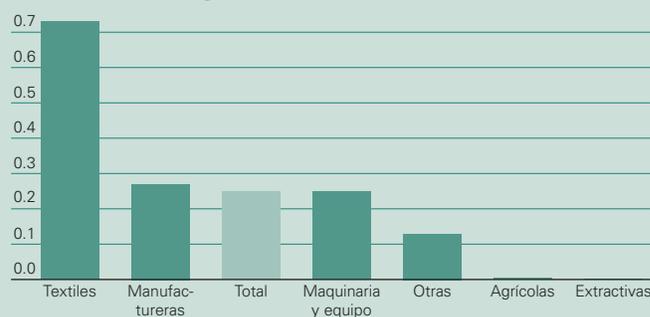
En términos comerciales, la revaluación del yuan provocaría que las importaciones estadounidenses procedentes de China se encarecieran y que las de otros países pudieran sustituirlas. Sin embargo, este positivo impacto sobre las exportaciones, la generación de divisas y una eventual apreciación del peso estaría acotado por las siguientes razones: a) La competencia más fuerte entre China y México se ubica en textiles y manufacturas ligeras, pero éstas representan menos del 10% del total de nuestras exportaciones a EUA. Además, otros países presentan ventajas en costos (tanto laborales como en energía) que limitan los posibles beneficios para nuestro país en este sector; b) el encarecimiento en las exportaciones chinas sería mucho menor al porcentaje de revaluación del yuan porque China opera principalmente como maquilador de otras naciones y es bajo el valor agregado de sus exportaciones; c) China cuenta con un amplio margen de maniobra para compensar los costos de una revaluación. Por ejemplo, en manufacturas sus costos laborales son 8 veces menores a los de México, a lo que se añade un acceso subsidiado a energía e incentivos fiscales para la exportación; d) La sustitución de productos chinos por los de otros países depende de su competitividad. Sin embargo, el avance constante de China en EUA revela que la alta productividad es un elemento de mayor importancia que el valor de la paridad yuan/dólar en un momento determinado.

Hemos estimado que una revaluación del yuan de 10%, manteniendo todo lo demás constante, incrementaría nues-

tras exportaciones a EUA en sólo 0.3%, aproximadamente 550 millones de dólares. Un efecto muy limitado.

Impacto en las Exportaciones Mexicanas a EUA por una Revaluación del Yuan de 10%

% incremento en exportaciones mexicanas



Fuente: BBVA Bancomer

Efectos financieros

China cuenta con reservas internacionales por 663 mil millones de dólares, las cuales en gran parte están invertidas en bonos del tesoro estadounidense. Una revaluación del yuan (salvo que genere nuevas expectativas de apreciación adicional) podría significar una menor demanda china de esos valores, lo cual presionaría al alza sus tasas de interés. En principio, este movimiento reduciría el diferencial de tasas de interés entre México y EUA lo que podría implicar que nuestro país fuera un destino menos atractivo en términos relativos para la inversión de cartera estadounidense, menores flujos de capital podrían presionar entonces al peso. Sin embargo, debido a que la revaluación del yuan hace relativamente más caro invertir en China frente a otras economías emergentes es posible que también ocurra un movimiento de capitales a favor de nuestro país. Así, los efectos encontrados entre los flujos de capital arrojan un resultado incierto de mediano plazo en el peso.

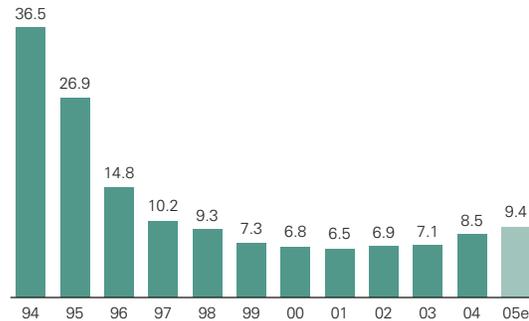
En conclusión la revaluación del yuan tendría efectos financieros inciertos y comerciales moderados a favor de una mayor participación de mercado de los productos mexicanos en EUA, la generación de divisas y el peso. Así, la apreciación del yuan no sería el camino, como tampoco la depreciación del peso, para que los productos mexicanos pudieran ganar participación en EUA. En la actualidad no hay atajos ni mejores remedios que aumentar la competitividad interna y explotar las ventajas comparativas que ya se tienen (ubicación geográfica, integración vertical, etc.)

Carlos Herrera

carlos.herrera@bbva.bancomer.com

Crédito Vigente de la Banca Comercial al Sector Privado*

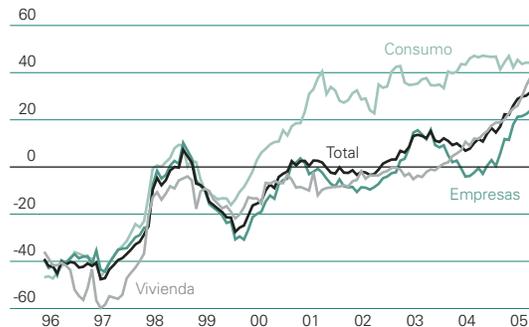
% del PIB, 1994 - 2005



* Excluye la cartera de crédito vencida, los créditos reestructurados en Udis y el financiamiento otorgado a empresas mediante la tenencia de títulos de deuda estimado

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

Banca Comercial: Cartera de Crédito Vigente Variación % real anual, dic'95-abr'05



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Banca Comercial Antes y Después de la Crisis de 1995 Debilidades antes de la crisis y cambios realizados

Debilidades antes de la crisis

- Deficiente marco legal para defender los derechos de los acreedores
- Herramientas limitadas para medir riesgo crediticio
- Normas contables y prudenciales inadecuadas y laxas
- Deficientes niveles de capitalización y de provisiones preventivas

Cambios realizados

- Modificación de reglas contables
- Adecuación de reglas de calificación de cartera crediticia
- Introducción de mejores prácticas y metodologías para medir riesgo crediticio
- Creación de buró de crédito y obligatoriedad de consultarlo antes de otorgar nuevos financiamientos
- Reglas de capitalización más rigurosas
- Instrumentación de un sistema de alertas tempranas
- Apertura total a la inversión extranjera

Fuente: BBVA Bancomer

En 1995 el PIB de México se contrajo 6.2%, la inflación pasó de 7% a 52% y el desempleo aumentó a 6.2%. Este deterioro de la economía vino acompañado de aumentos bruscos de las tasas de interés, lo que afectó severamente la capacidad de pago de los deudores y fue el detonador de una profunda crisis bancaria. Ésta se tradujo en el aumento de la cartera de crédito vencida, la debilidad financiera de los bancos y los subsecuentes esfuerzos de saneamiento y re-capitalización de instituciones. El efecto final fue una considerable contracción del crédito bancario al sector privado por más de siete años. El saldo de la cartera de crédito vigente¹ como proporción del PIB pasó del 36.5% en 1994 a tan sólo 6.5% en 2001. A partir de 2002 el crédito como razón del PIB volvió a crecer, si bien todavía está lejos de los niveles vigentes antes de la crisis.

Causas de la contracción del crédito

La crisis bancaria de 1995 no sólo se derivó del empeoramiento del cuadro macroeconómico, sino que también se debió a la debilidad de elementos institucionales, legales, preventivos y de revelación de información financiera en los cuales se sustenta el buen funcionamiento de la actividad crediticia. Este fue el caso del marco legal, que no estaba orientado a proteger los derechos de los acreedores; del riesgo crediticio, que ni estaba correctamente medido ni bien avalado; y de las reglas contables que no reflejaban la realidad financiera de los bancos. Además, tuvo un importante impacto que el crédito se otorgaba a tasas variables. Estos elementos amplificaron los efectos de los problemas bancarios cuando surgió la crisis de 1995.

Factores de impulso y reactivación

Tanto la menor demanda de crédito asociada a la crisis económica como las restricciones de oferta impidieron su rápida recuperación. El crédito sólo se reactivó cuando se dieron varias condiciones favorables, tanto macroeconómicas como hacia el interior del sector, que redujeron el riesgo de otorgarlo. Por el lado macroeconómico destaca la reducción de la inflación y la confianza de que las políticas económicas iban a estar firmemente orientadas a mantenerla estable, lo que permitiría a los agentes tomar decisiones de endeudamiento a más largo plazo. Por parte del entorno regulatorio, se modificaron leyes y normas de la actividad bancaria para hacerlas más rigurosas (criterios contables); se introdujeron factores institucionales y metodologías para medir mejor el riesgo crediticio (buró de crédito y nuevas reglas de calificación de cartera de crédito) y se mejoró la protección de los derechos de los acreedores al modificar diversas leyes que afectan a la actividad crediticia. Además, la banca se abrió totalmente a la inversión extranjera, lo que permitió incorporar mejores prácticas crediticias y facilitó la capitalización de instituciones. Con todo ello se presentaron las condiciones necesarias para que los agentes demandaran crédito a largo plazo.

1 La cartera de crédito vigente excluye: cartera vencida; financiamiento otorgado a las empresas mediante la tenencia de títulos de deuda que hayan emitido; los créditos que fueron objeto de programas especiales que surgieron debido a la crisis de 1995, como fueron las reestructuraciones de créditos en Udis y la cartera cedida al Fobaproa que fue objeto del Programa de Capitalización y Compra de Cartera

La reactivación de los diversos tipos de crédito no ha sido homogénea debido a que los factores de reactivación no se dieron al mismo tiempo, ni tuvieron el mismo impacto en cada una de sus categorías debido a sus diferentes características. La experiencia de México en este sentido indica que es la suma y la permanencia de factores propicios lo que induce la reactivación y expansión del crédito mientras que la falta de alguno de estos elementos puede obstaculizarlo. En este sentido, en tanto el entorno y los elementos que sustentan el buen funcionamiento de la actividad crediticia persistan en México el crédito bancario al sector privado seguirá creciendo (ver siguiente artículo "Crecimiento Potencial del Crédito").

Proceso de reactivación del crédito al consumo

En enero de 2000 el crédito al consumo empezó a reactivarse aceleradamente y lo ha hecho durante 64 meses de manera ininterrumpida. En este periodo su tasa de crecimiento real promedio fue de 33%, lo que ha permitido que su saldo se multiplicara por 5 veces de diciembre de 1999 a abril de 2005. No obstante este dinámico desempeño del crédito al consumo, su saldo es bajo si se toma en cuenta que al final de 1994 éste representó 2.6% del PIB y en 2004 fue de 2.2%.

La principal razón de la expansión del crédito al consumo posiblemente ha sido la estabilidad macroeconómica, que permite a los agentes tomar decisiones a más largo plazo, y especialmente la fuerte reducción de la inflación durante este periodo (del 20% a tasas inferiores al 5%), lo que permitió conceder créditos en mejores condiciones. Por ejemplo, la banca introdujo promociones para el mayor uso de la tarjeta de crédito basadas en convenios con empresas para permitir que las compras que se efectuaran con tarjeta fueran con cargos diferidos sin cobro de intereses. Esta promoción empezó difiriendo cargos a tres meses y luego, debido a la menor inflación, aumentó a 12 meses.

Además, los bancos sustituyeron esquemas crediticios basados en tasas de interés variables a tasas de interés fijas, lo que permitió otorgar certeza sobre el costo total del crédito contratado y, al mismo tiempo, hizo que los aumentos en las tasas de interés no afecten a la capacidad de pago de los clientes. Estas ventajas implican un menor riesgo crediticio.

De estos esquemas se benefició el crédito para adquirir bienes de consumo duradero, el cual básicamente se destina para comprar automóvil (que actúa como garantía de impago) y también el crédito a la nómina, el cual pertenece a la categoría de otros créditos personales y se otorga a los trabajadores a quienes se les deposita su sueldo en una cuenta bancaria. El crédito que el solicitante puede obtener es de hasta cuatro meses de su sueldo, se liquida hasta en 36 meses y su riesgo es bajo porque se otorga a tasa fija y los descuentos se hacen automáticamente en la cuenta del cliente a la cual se le abona su sueldo.

Sería imposible haber asistido a la reactivación del crédito sin haber contado con el buró de crédito, el cual resultó ser un elemento institucional muy importante para la reactivación y expansión del crédito. Asimismo, la obligatoriedad que tienen los bancos de consultarlo antes de conceder financiamiento lo ha convertido en una herramienta muy útil para seleccionar clientes y reducir riesgos futuros.

Crédito al Consumo

Factores de reactivación e impulso

Entorno macroeconómico:

- Reducción de inflación y tasas de interés

Mejores herramientas para medir riesgos:

- Consulta al buró de crédito
- Uso de modelos para medir riesgo crediticio

Utilización de tasas de interés fijas

- En créditos para adquirir automóvil
- Líneas de crédito especiales vinculadas a la tarjeta de crédito a liquidar en 12 meses por montos predeterminados
- Créditos a la nómina a empleados a quienes se les deposita su sueldo en cuenta bancaria

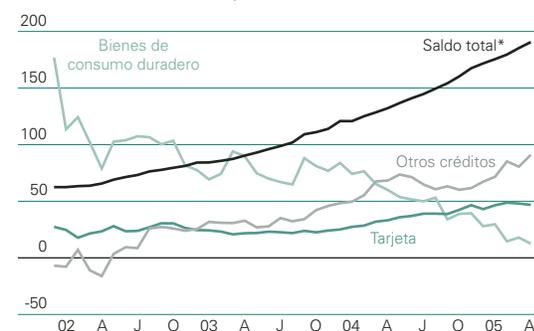
Promociones y productos nuevos y flexibles

- Compras con tarjeta de crédito con cargo diferido sin cobro de intereses a plazos de 3, 6 y 12 meses
- Productos vinculados a tasas de interés fijas
- Crédito de acuerdo con capacidad de pago

Fuente: BBVA Bancomer

Crédito al Consumo

Variación % real anual, diciembre 2001 - abril 2005



* Miles de millones de pesos constantes de abril 2005
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Crédito a la Vivienda

Factores de reactivación e impulso

Factores de reactivación

Mejor marco legal para recuperar créditos vencidos

- La Miscelánea de Garantías de 2000 puso la base y las modificaciones de 2003 lo reactivaron

Reducción de inflación y tasas de interés

- Primero permitió pasar de otorgar créditos en Udis a tasas de interés variables y luego a tasas fijas

Mejor medición del riesgo crediticio

- Menor riesgo crediticio y mejor calidad de cartera

Factores de impulso

Esquemas de financiamiento a tasas fijas

- Reducen incertidumbre y generan certeza sobre el costo total del crédito

Factores de mercado

- La competencia indujo la baja en las tasas de interés abarantando costos y flexibilizando condiciones crediticias para usuarios

Factor demográfico

- El alto porcentaje de población joven del país genera una demanda creciente de créditos hipotecarios

Ampliación del mercado objetivo

- La compra de Sofoles hipotecarias por parte de bancos amplía la posibilidad de colocar más créditos en otros segmentos de la población

Fuente: BBVA Bancomer

Proceso de reactivación del crédito a la vivienda

Tras el importante deterioro de la cartera de crédito otorgado a la vivienda como consecuencia de la crisis de 1995, su saldo se contrajo de manera constante en términos reales hasta 2003. Desde mediados de ese año a la fecha lleva 22 meses creciendo a tasas altas. Sin embargo, el nivel que registró en abril de 2005 representa tan sólo el 21.9% del que tenía al final de 1994.

La crisis de 1995 dejó claro que el marco legal vigente en ese entonces para recuperar garantías de créditos vencidos presentaba muchas deficiencias. En 2000 se aprobaron una serie de reformas a diversas leyes para permitir recuperar garantías de créditos vencidos con mayor celeridad. A estas reformas se les llamó Miscelánea de Garantías (MG) y se esperaba que ayudaran a una rápida reactivación del crédito a la vivienda. Esto no fue así debido a que en la MG de 2000 subsistieron obstáculos para la ágil recuperación de garantías de créditos vencidos, lo cual implicaba que el riesgo crediticio se conservara alto. En abril de 2003 se realizó otra reforma a la MG. Esta, al mejorar procedimientos y remover obstáculos legales, redujo el riesgo crediticio y permitió la reactivación de este tipo de crédito bancario.

La evolución de las tasas de interés también ha influido en la reactivación del crédito a la vivienda, el cual empezó a recuperarse cuando se generalizó el uso de tasas de interés fijas en los esquemas crediticios, y muy especialmente a partir de abril de 2004 cuando las tasas fijas cobradas por la mayoría de los bancos bajaron del 15%.

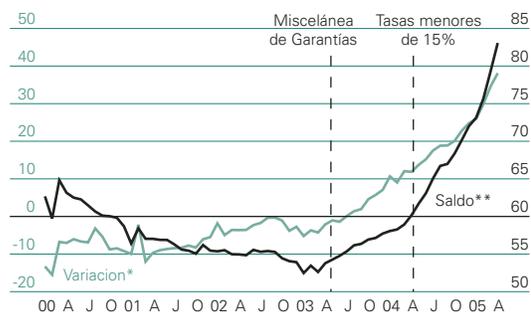
Esta reducción de las tasas, junto con el uso de esquemas de financiamiento flexibles fue potenciada por la mayor competencia entre las entidades que otorgan crédito. Esta mayor competencia recientemente ha impulsado la consolidación del sector bancario con las compras por parte de algunos grupos financieros de algunas Sofoles² hipotecarias, intermediarios financieros no bancarios que han sido exitosos otorgando crédito para adquirir vivienda con recursos oficiales a grupos sociales que constituyen un amplio mercado diferente al que la banca inicialmente se había dirigido. A finales de 2004 se realizó la primera compra de una Sofol por parte de un banco. Esta acción fue seguida por otros bancos e indica la intención de la banca de ampliar su mercado, competir con otro tipo de intermediarios y desarrollar productos flexibles para satisfacer las necesidades de clientes muy heterogéneos.

Reactivación del crédito a empresas y corporativos

A diferencia del comportamiento registrado por el crédito concedido por la banca al consumo y a la vivienda, la cartera de crédito vigente otorgado a las empresas a la fecha no ha registrado un crecimiento sostenido y esto pese a que las condiciones regulatorias permitirían esperar una reactivación sostenida de este tipo de crédito tras la aprobación en 2000 de la Ley de Concursos Mercantiles, la cual sustituyó a la Ley de Quiebras y Suspensión de Pagos. Esta nueva

2 Las Sofoles son sociedades financieras de objeto limitado autorizadas para otorgar crédito a sector específicos y no pueden captar recursos directamente del público. Estas características las convierten en instituciones de crédito no bancarias.

Cartera de Crédito Vigente a la Vivienda Enero 2000 - abril 2005



* Variación % real anual

** Miles de millones de pesos constantes de abril 2005

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

ley protege de mejor manera los derechos de los acreedores que la anterior, pero no generó una expansión relevante del crédito dado el débil crecimiento de la economía entre 2001 y 2003.

Otra limitante para su recuperación ha sido la disponibilidad de importantes y diversas fuentes de financiamiento que han sustituido al crédito bancario a las empresas, como es el que las empresas de alta calidad crediticia pueden obtener recursos colocando títulos en el mercado de deuda corporativa del país. Esta emisión de deuda resalta porque: 1) la expansión de los fondos de pensiones aumenta la demanda de estos títulos, generándose así un mercado de bonos privados; y 2) porque se introdujeron los certificados bursátiles, los cuales han sido un instrumento de deuda corporativa muy exitoso al ser muy flexible.

El otorgamiento de crédito bancario a empresas y la colocación de deuda son formas complementarias de financiamiento. Dado lo anterior, no es de extrañar que la suma de estas dos fuentes de recursos haya mostrado durante tres años consecutivos tasas de crecimiento anuales reales positivas, como se aprecia en la gráfica inferior.

Perspectivas

La persistencia de los factores que han influido favorablemente en la evolución del crédito en México como son tasas de interés bajas y fijas, un marco legal e institucional más eficiente, una mayor competencia bancaria que propicia esquemas más flexibles adaptados a las necesidades particulares y un mayor nivel de actividad económica, permitirán que éste siga fluyendo. Esta perspectiva se ve apoyada por la buena situación del balance del sector bancario y la existencia de recursos para financiar el crédito.

Esperamos que al final de 2005 el crédito al consumo crezca ligeramente por arriba del 30% real impulsado en gran medida por los nuevos productos que la banca ha introducido en los últimos años. Por lo que respecta al crédito a la vivienda, esperamos un crecimiento de su saldo ligeramente mayor al del consumo, entre 35 y 40% real al final del año, por la fuerte competencia entre instituciones que ha habido en los últimos meses por atraer clientes ofreciéndoles tasas de interés fijas muy accesibles.

Por su parte, el financiamiento a las empresas seguirá creciendo impulsado por el mayor nivel de actividad económica. Estimamos que el crédito bancario a las empresas crecerá alrededor del 8% real al final del año. En tanto la economía crezca de manera sostenida este tipo de financiamiento empresarial podrá aumentar su ritmo de expansión dada su sensibilidad a la mejora en expectativas.

Una vez que termine esta fase de reactivación del crédito bancario al sector privado y su importancia como proporción del PIB aumente, posiblemente moderará su ritmo de expansión. En esta nueva etapa es de esperar, dada la persistencia de los factores que favorecen y conforman su potencial de expansión, que la tasa de crecimiento del crédito bancario se ubique entre 1.5 y 2 veces la tasa de crecimiento de la economía, conforme así ha sucedido en otros países (ver siguiente artículo "Crecimiento Potencial del Crédito").

Crédito Bancario a las Empresas

Reducción de riesgos y obstáculos de desempeño

Reducción de riesgos

- Ley de Concursos Mercantiles de 2000
- Miscelánea de Garantías 2000 y 2003
- Menores niveles y menor volatilidad de tasas de interés

Obstáculos para la reactivación sostenida del crédito

- Crecimiento económico limitado y no sostenido a tasas altas
- Utilización de tasas variables (TIIE + sobretasa) y niveles elevados
- Sustitutos disponibles para empresas de alta calidad crediticia
 - Colocaciones de deuda; amplia gama de intermediarios financieros no bancarios; financiamiento del exterior
- Rigideces, riesgos y obstáculos diversos
 - Riesgos sectoriales y regionales elevados; pobre historial crediticio; carencia de garantías adecuadas; competitividad limitada de la economía (falta de reformas estructurales)

Emisión y Colocación de Deuda

Corporativa • Factores de impulso y limitantes

Factores de impulso

- Instrumentos adecuados: certificados bursátiles
- Importante demanda por parte de Siefores (pensiones)

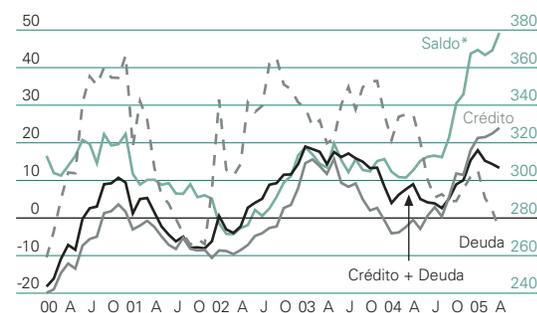
Factores limitantes

- Instrumento accesible sólo para empresas de alta calidad crediticia
- Crecimiento económico limitado y no sostenido a tasas altas
- Volatilidad de las tasas de interés de referencia (TIIE)

Fuente: BBVA Bancomer

Financiamiento a Empresas: Crédito Bancario y Deuda Corporativa

Variación % real anual, enero 2000 - abril 2005



* Miles de millones de pesos constantes de abril 2005
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Crédito Vigente Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado en los Últimos 10 Años

Fin de periodo

	Dic'94	Dic'95	Dic'96	Dic'97	Dic'98	Dic'99	Dic'00	Dic'01	Dic'02	Dic'03	Dic'04	Abr'05
Saldos en miles de millones de pesos (mmp) de abril de 2005												
Consumo	151.7	80.7	46.9	41.0	38.9	38.2	47.1	62.4	84.1	120.8	171.7	190.6
Vivienda	378.6	242.4	105.0	83.2	74.6	64.6	58.7	55.4	53.9	57.7	72.0	83.1
Empresas	1,503.7	915.8	590.9	441.4	405.8	319.4	324.7	290.2	313.3	311.3	367.4	378.5
Intermediarios finan. no bancarios	88.7	54.0	24.7	9.2	11.4	21.7	24.9	31.9	25.9	28.2	41.8	46.0
Total	2,122.6	1,293.0	767.4	574.9	530.7	443.9	455.4	440.0	477.1	518.0	653.0	698.2
Saldos, % del PIB												
Consumo	2.6	1.7	0.9	0.7	0.7	0.6	0.7	0.9	1.2	1.7	2.2	2.8*
Vivienda	6.5	5.0	2.0	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	1.2*
Empresas	25.9	19.0	11.4	7.9	7.1	5.2	4.8	4.3	4.5	4.3	4.8	4.9*
Intermediarios finan. no bancarios	1.5	1.1	0.5	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5*
Total	36.5	26.9	14.8	10.2	9.3	7.3	6.8	6.5	6.9	7.1	8.5	9.4*
Variación % real anual												
Consumo	nd	-46.8	-42.0	-12.4	-5.3	-1.8	23.4	32.5	34.8	43.6	42.2	44.2
Vivienda	nd	-36.0	-56.7	-20.8	-10.3	-13.4	-9.2	-5.5	-2.8	7.1	24.8	38.1
Empresas	nd	-39.1	-35.5	-25.3	-8.1	-21.3	1.7	-10.6	7.9	-0.6	18.0	24.0
Intermediarios finan. no bancarios	nd	-39.1	-54.3	-62.6	23.1	90.9	14.8	28.2	-18.9	8.8	48.4	42.7
Total	nd	-39.1	-40.6	-25.1	-7.7	-16.3	2.6	-3.4	8.5	8.6	26.1	31.7

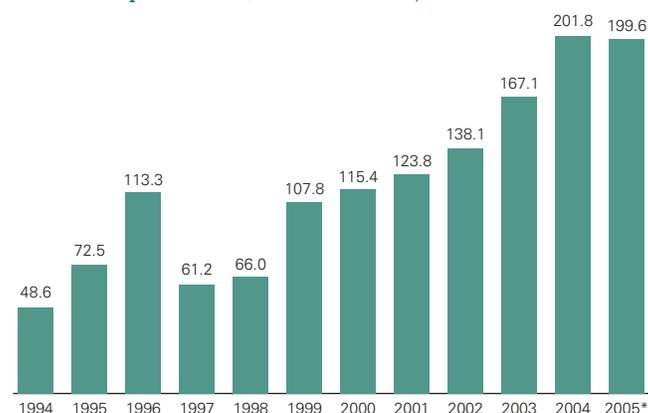
	Dic'94	Dic'95	Dic'96	Dic'97	Dic'98	Dic'99	Dic'00	Dic'01	Dic'02	Dic'03	Dic'04	Mar'05
Cartera vencida e índice de capitalización												
Saldo cart. venc., mmp corrientes	43.5	46.5	47.5	79.2	99.5	80.8	54.7	47.2	45.0	31.1	27.0	26.7
Índice morosidad (cart. venc. /total)	7.3	7.0	6.4	11.1	11.4	8.9	5.8	5.1	4.6	3.2	2.5	2.4
Cobertura de cartera vencida	48.6	72.5	113.3	61.2	66.0	107.8	115.4	123.8	138.1	167.1	201.8	199.6
Índice de capitalización	9.6	10.8	13.1	17.2	17.5	20.4	17.7	19.0	21.0	22.9	22.3	21.8

* Cifras estimadas para 2005

Fuente: Banco de México, Comisión Nacional Bancaria y de Valores e INEGI

Banca Comercial: Cobertura de Cartera Vencida

Provisiones preventivas / cartera vencida, %

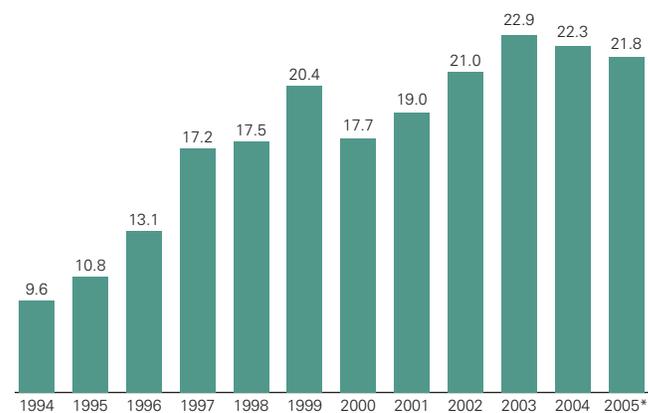


* Cifras a marzo

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores

Banca Comercial: Índice de Capitalización

%



* Cifras a marzo

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores

México: Crecimiento Potencial del Crédito

En el actual contexto de elevado crecimiento real del crédito en México, es relevante preguntarse cómo este puede evolucionar dentro de un entorno macroeconómico favorable y cuál es su crecimiento potencial de largo plazo. En este artículo nos referimos a tres experiencias ilustrativas y exitosas en las cuales el crédito ha crecido muchos años a tasas superiores a las del PIB y analizamos sus causas. La primera se dio durante una fase de la historia económica de México de gran éxito que prevaleció de 1954 a 1970, conocida como desarrollo estabilizador, y las otras dos corresponden a casos internacionales, Chile y Corea. México muestra algunas similitudes con estas dos naciones, pues ambas realizaron importantes reformas económicas, procesos de liberalización financiera, si bien concluyeron su apertura comercial antes que México.¹ Chile, a similitud de nuestro país, cuenta también con tratados de libre comercio y de complementación económica con diversas naciones.

Los tres casos referidos permiten evaluar la importancia que tiene para la expansión sostenida del crédito el crecimiento económico a tasas altas e inflación baja por periodos largos. En cambio, cuando el contexto macroeconómico se deteriora, como fue el caso de México de 1970 a 1988, el crédito deja de fluir y su importancia dentro de la economía disminuye. Pero no son estos los únicos factores. Actualmente se reconoce que la evolución favorable del crédito requiere, además de un entorno macroeconómico propicio, de factores institucionales y legales que disminuyan el riesgo de otorgarlo y le permitan recuperarlo a quien lo concede.

El crédito en México durante el desarrollo estabilizador: 1954-1970

Si bien en los primeros años del desarrollo estabilizador el crédito al sector privado no creció a tasas altas, fue de 1959 hasta su término cuando esta variable aumentó a un fuerte ritmo. En este periodo, con una expansión promedio del PIB de 6.8%, el tamaño de la economía se incrementó casi 120% en 12 años. Asimismo, en ese lapso la inflación fue baja, con un promedio anual de 2.9%. Este entorno macroeconómico estable propició que aumentaran las oportunidades de inversión para el sector privado, en tanto la baja inflación permitió una mayor estabilidad en las condiciones financieras que enfrentaban los agentes económicos, lo que se tradujo en una mayor disponibilidad de fondos para prestar. En este contexto, la captación bancaria se incrementó poco más de ocho veces en términos reales en esos años.

Entre 1959 y 1970 el crédito otorgado al sector privado por las instituciones financieras creció 14.2% real anual en promedio en ese lapso, lo que hizo posible que aumentara la proporción del saldo del crédito concedido al sector privado con respecto al PIB de 16 en 1958 a 33% en 1970. Se podría deducir que en periodos prolongados en los cuales el entorno macroeconómico es favorable —doce años consecutivos— el crédito crece de forma sostenida por arriba del PIB. En este caso la relación entre las tasas de crecimiento del crédito y del PIB fue de dos a uno.

México: Crédito de la Banca Comercial al Sector Privado* Variación % real anual

	Total	Consumo	Vivienda	Empresas	IF
Dic'00	2.6	23.4	-9.2	1.7	14.8
Dic'01	-3.4	32.5	-5.5	-10.6	28.2
Dic'02	8.5	34.8	-2.8	7.8	-18.9
Dic'03	8.6	43.6	7.1	-0.6	8.8
Dic'04	26.1	42.2	24.8	18.0	48.4
Mar'05	30.3	44.3	34.5	22.4	39.8

* La cartera vigente no incluye: cartera vencida; financiamiento otorgado a las empresas mediante la tenencia de títulos de deuda que hayan emitido y créditos que fueron objeto de programas especiales

IF Intermediarios financieros no bancarios

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Factores que Favorecen la Expansión del Crédito y Reducen el Riesgo de Otorgarlo

I. Entorno Macroeconómico Propicio

- Crecimiento económico sostenido y a tasas altas
- Estabilidad permanente de precios

II. Factores y Herramientas Institucionales

- Marco legal eficiente para recuperar créditos vencidos
- Sistemas eficaces de información crediticia
- Mecanismos eficientes de persuasión de deudores
- Metodologías de medición de riesgo crediticio



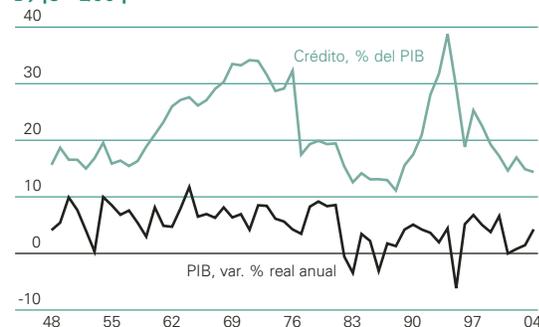
Disminuyen incertidumbre y riesgo para oferentes y demandantes

- Reducen el costo y aumentan el plazo del crédito
- Generan flujos para liquidar adeudos
- Permiten canalizar recursos a deudores solventes

Aumentan la oferta y demanda de crédito

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Bancomer

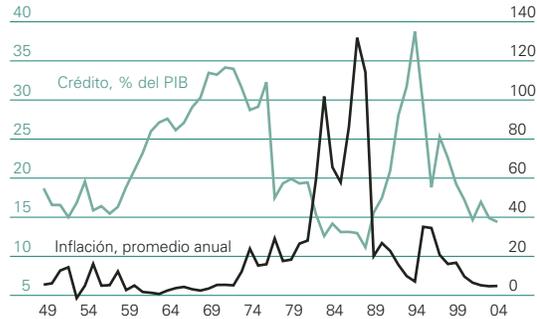
México: Crédito Bancario al Sector Privado y PIB 1948 - 2004



Fuente: BBVA Bancomer con datos de FMI

1 León Bendsky y Víctor Godines (1991). *Liberalización financiera en Chile, Corea y España: Experiencias útiles para México*, IMEF.

México: Crédito al Sector Privado e Inflación 1949-2004



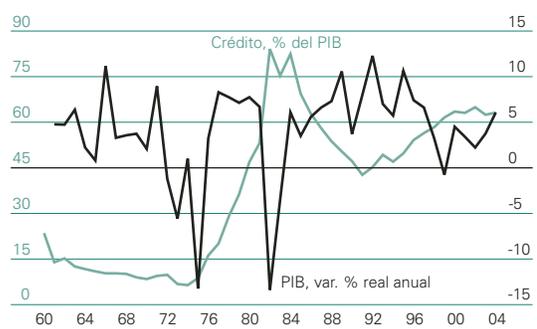
Fuente: BBVA Bancomer con datos de FMI

Chile: Inflación y Crédito Promedios



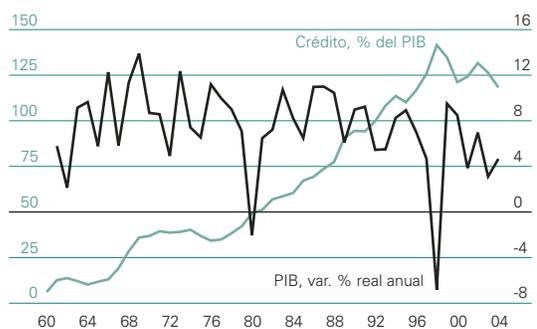
Fuente: BBVA Bancomer con datos de FMI

Chile: Crédito al Sector Privado y PIB 1960 - 2004



Fuente: BBVA Bancomer con datos de FMI

Corea: Crédito al Sector Privado y PIB 1960 - 2004



Fuente: BBVA Bancomer con datos de FMI

Entorno macroeconómico adverso y deterioro del crédito en México: 1971-1988

A partir del momento en que las variables macroeconómicas del país empezaron a deteriorarse, circunstancia que se reflejó en el aumento de la inflación a partir de 1973, el crédito dejó de crecer a tasas altas y su importancia dentro de la economía se estancó o disminuyó. La evolución del crédito fue afectada en mayor medida a partir de la devaluación del peso en 1976 en un contexto de crisis económica e incertidumbre. Sólo en 1977 la inversión bruta se contrajo 7.6% y el saldo del crédito al sector privado se redujo 39% real debido a la dolarización del ahorro y a la escasez de recursos para canalizarse hacia el financiamiento.² Así, desde 1977 hasta 1988 el crédito al sector privado perdió importancia dentro de la economía como consecuencia del entorno macroeconómico adverso prevaeciente, en el cual el PIB se contrajo en varias ocasiones y la inflación siguió una tendencia creciente, lo cual aumentó las tasas de interés, encareciendo y haciendo inaccesible el crédito para sus demandantes. Esto no debe sorprender: es común encontrar en la literatura económica un efecto adverso de la inflación sobre la profundización financiera y el crecimiento económico.³

El caso de Chile: 1992-1997

El caso de Chile permite ejemplificar lo que sucede cuando una crisis bancaria (1982-1983) lleva el crédito al sector privado a perder importancia como proporción del PIB y además tarda varios años en recuperarse. En 1982 y 1983, el PIB chileno se contrajo 13.4 y 3.5% respectivamente y la proporción de crédito a PIB bajó de 84 en 1982 a 43% en 1991. Esto se debió, entre otros factores, a la alta inflación que tuvo lugar en ese periodo y a la persistencia de niveles relativamente altos de cartera vencida que duraron hasta 1991.

De 1992 hasta 1997 el crédito al sector privado creció de manera sostenida a un ritmo promedio anual de 12.3% real, tasa mayor a la de 8.3% registrada por el PIB en ese lapso. Esta favorable expansión sostenida del crédito en Chile se explica por varias razones. Por un lado, el alto crecimiento económico permitió que el ingreso de los usuarios del crédito aumentara, además de que a partir de 1992 la inflación se redujo constantemente. Asimismo, el índice de morosidad en este periodo fue reducido, lo cual permitió que el crédito continuara fluyendo a tasas altas. Este índice se conservó bajo por efecto del crecimiento económico y por la existencia de factores que favorecieron la actividad crediticia, como la presencia de un buró de crédito eficiente, un mejor marco legal para los acreedores proveniente de la ley de quiebras de 1982 y el uso de mecanismos de persuasión eficaces para clientes morosos.⁴ Es decir, un entorno macroeconómico propicio, junto con factores institucionales adecuados que reducen riesgos, permitieron que en Chile el crédito creciera 1.5 veces más que el PIB entre 1992 y 1997.

La expansión del crédito en Corea: 1961-1997

Corea ilustra la importante relación que existe entre el crecimiento económico sostenido durante periodos largos y la expansión del crédito

2 José Córdoba y Guillermo Ortiz (1979). "Aspectos deflacionarios de la devaluación del peso mexicano de 1976", Banco de México.
 3 Peter Rosseau y Paul Watchel (2000). "Inflation, Financial Development and Growth"; Universidad de Vanderbilt y Universidad de Nueva York.
 4 Rodrigo Fuentes y Carlos Maquerira (1998). "Determinants of loan repayment in Chile", Universidad de Chile.

dito al sector privado. En ese país la proporción del crédito al sector privado con respecto al PIB pasó de 12.5 a 125.8% de 1961 a 1997, lapso que se puede dividir en tres etapas. La primera abarcó de 1961 hasta 1973 y se caracterizó por una tasa de crecimiento anual promedio del PIB alta y una inflación baja. El crédito como razón del PIB subió a 39%. De 1974 a 1981, periodo en que la inflación aumentó, el dinamismo del crédito se moderó y su participación en el PIB sólo aumentó hasta 42%.

La tercera etapa comprendió el periodo 1982-1997, un año antes de que la crisis asiática afectara a ese país. En este lapso el crecimiento promedio del PIB y de los precios fue de 8.1 y 5.2%, respectivamente. Por su parte, el ritmo de expansión promedio anual del crédito fue superior al del PIB (16.5 vs. 8.1%), lo cual posibilitó que su proporción con respecto al producto pasara de 57 a 126% en el periodo. En un entorno macroeconómico favorable, de alto crecimiento y de bajas tasas de inflación, de nuevo se observa un crecimiento del crédito dos veces superior al del PIB.

Potencial del crecimiento del crédito en México

En este contexto se puede ser optimista respecto al crecimiento potencial del crédito al sector privado en México. No sólo porque su actual proporción con respecto al PIB es baja en comparación con países de similar desarrollo y porque dicha proporción se ubica en niveles similares a los de finales de los años cincuenta, sino porque en los últimos años se han tomado medidas regulatorias que posibilitan un mayor crecimiento (véase cuadro). Estas acciones mejoraron y fortalecieron el marco legal de la banca y de la actividad crediticia, redundando en una mayor fortaleza financiera de las instituciones bancarias.

El proceso de reactivación del crédito al sector privado ya está en marcha y su evolución gradual ha permitido que su proceso de crecimiento se esté consolidando. Ahora bien, como ilustran los ejemplos anteriores, su expansión duradera requiere de un entorno macroeconómico adecuado para la actividad crediticia, el cual además deberá estar apuntalado por los factores institucionales que minimicen el riesgo de otorgar financiamiento, permitan su rápida recuperación en caso de créditos vencidos y, por tanto, exista confianza entre sus otorgantes de que éste puede ser recuperado.

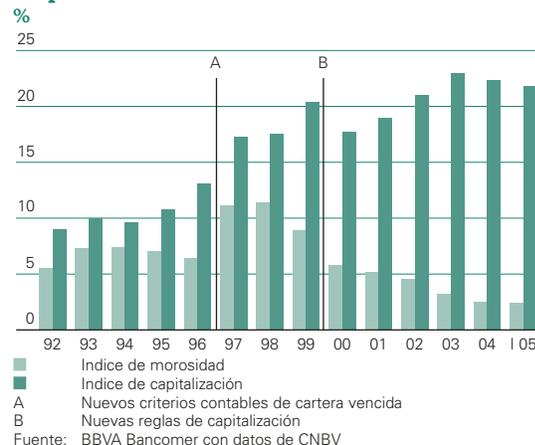
En los próximos años, la acción conjunta de los diversos factores que favorecen el financiamiento posibilitará que el crédito al sector privado en México, tanto de origen bancario como no bancario, crezca a tasas altas por periodos prologados. La lenta recuperación del crédito en los últimos años en México se explica por el periodo de adaptación normal de los agentes a un entorno de estabilidad macroeconómica que les permita tomar decisiones de largo plazo, y a un periodo de saneamiento del sector bancario. Las experiencias de Corea y Chile muestran cómo una vez que el crédito en el país fluye de manera normal hacia los diversos agentes del sector privado, su tasa de crecimiento podría ubicarse entre 1.5 y 2 veces el ritmo de crecimiento del PIB por lo menos hasta que se alcancen grados "normales" de bancarización. Ahora bien, no conviene bajar la guardia. Si se deteriora el entorno macroeconómico y los factores institucionales que apoyan su expansión pierden eficiencia, el crédito perderá dinamismo y su proceso de expansión podría desacelerarse.

México: Algunas Modificaciones al Marco Legal Bancario y de la Actividad Crediticia

- 1997:**
 - Nuevos criterios contables de la banca. Cambios en el registro de la cartera vencida
- 1999:**
 - Ley de Instituciones de Crédito: Permite inversión extranjera directa sin ningún tipo de restricción
 - Ley del Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB): Limita protección al ahorro bancario
 - Nuevas Reglas para los Requerimientos de Capitalización de la banca: mejoran la calidad de los activos que computan en el índice de capitalización
 - Nuevas reglas de calificación de cartera crediticia por tipo de crédito
- 2000:**
 - Ley de Concursos Mercantiles: Agiliza los procesos de quiebra
 - Miscelánea de Garantías: Establece reglas para la ágil recuperación de garantías de créditos vencidos
- 2003:**
 - Modificaciones a la Miscelánea de Garantías: Precisan condiciones y mejoran procedimientos

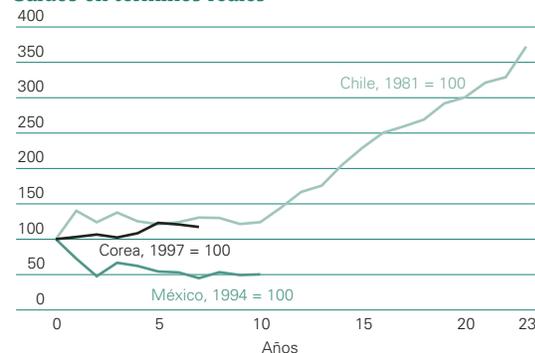
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Bancomer

México: Índices de Morosidad y Capitalización de la Banca Comercial



Evolución del Crédito un Año Antes de la Crisis Bancaria

Saldos en términos reales



Fuente: BBVA Bancomer con datos de FMI

Incremento del Crédito, Experiencia de Corea, Chile y México

	Corea		Chile	México ¹	Promedio ²
	1961-1997	1982-1997	1992-1997	1959-1970	
PIB, variación % anual promedio	8.0%	8.1%	8.3%	6.8%	7.7%
Inflación, promedio	10.3*	5.2	6%	2.9%	6.4%
Crecimiento crédito / crecimiento PIB (veces)	2.3	2.0	1.5	2.1	2.0
Incremento pp de crédito / PIB por año	3.1	4.7	1.8	1.2	2.0
Crédito / PIB, %	De 13 a 127%	De 57 a 127%	De 43 a 64%	De 19 a 33%	
Número de años de expansión del crédito	37	16	6	12	

1 Desarrollo estabilizador

2 El promedio considera datos para Corea 1961-1997

Promedio de 1967 a 2003

* Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales

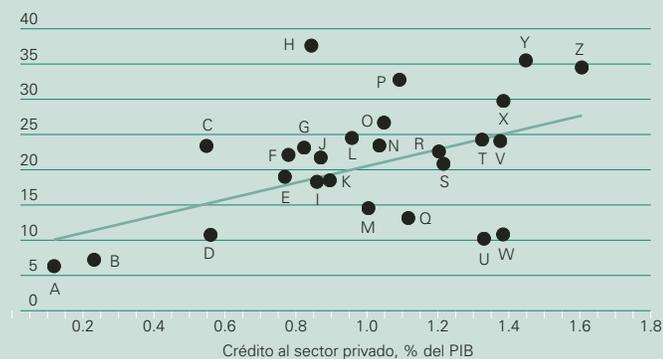
Desarrollo Económico y Crédito Bancario

En la literatura económica que analiza la relación entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico, existen dos visiones de cómo se realiza este proceso. Una considera que el desarrollo del sector financiero tiene impacto en el ritmo de expansión de la economía, pues la movilización y canalización del ahorro hacia proyectos viables incide en el crecimiento. La otra concepción establece que en la medida en que la economía crece el sector financiero se expande para satisfacer la mayor demanda de estos servicios. Se considera que esta relación es bidireccional, aunque en el caso de los países en desarrollo la primera es la predominante.¹

Un trabajo del efecto de la expansión del sector financiero sobre el crecimiento económico —el cual considera como variable indicativa de este proceso a la razón de crédito bancario al sector privado a PIB—, estima que si México tuviera la misma proporción promedio de este indicador que la registrada por los países de la OCDE en 1996-1998 (71%), la tasa de crecimiento anual del país sería 0.6 puntos porcentuales mayor a la observada.² Este dinamismo adicional de la actividad económica provendría de la mayor disponibilidad de recursos financieros mediante los cuales los individuos y las empresas podrían aumentar su consumo e inversión.

PIB y Crédito al Sector Privado • 2001

PIB por habitante, miles de dólares corrientes



A México	J Francia	S Singapur
B Argentina	K Australia	T Reino Unido
C Finlandia	L Suecia	U Corea
D Grecia	M España	V Holanda
E Italia	N Austria	W Portugal
F Bélgica	O Irlanda	X Dinamarca
G Canadá	P Japón	Y Estados Unidos
H Noruega	Q Nueva Zelanda	Z Suiza
I Israel	R Alemania	

Fuente: Banco Mundial y FMI

La gráfica ilustra la relación que existe entre la alta proporción del crédito a PIB con respecto al producto por habitante en países con mayor desarrollo que el nuestro. En 2001 el promedio de esta razón y del ingreso por habitante fue de 102.4% y 21.9 mil dólares, respectivamente. Es decir, la media del ingreso por habitante en esos países en los cuales el crédito al sector privado se utiliza con gran intensidad en la economía fue 3.5 veces superior al de México, lo cual pone en evidencia el beneficio del desarrollo del crédito en el país en el mediano y largo plazos. Al apoyar el crecimiento económico, se aumenta el nivel de vida de la población.

Fco. Javier Morales francisco.morales@bbva.bancomer.com

- 1 César Calderón y Lin Liu (2002). "The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth", Banco Central de Chile.
- 2 Ross Levine (2002). "More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?", Universidad de Minnesota.

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	III'04	IV'04	I'05	II'05	III'05	IV'05	I'06	II'06	2004	2005	2006
Actividad Económica											
PIB (variación % real anual)	4.0	3.9	3.7	3.4	3.5	3.6	3.2	3.3	4.4	3.6	3.2
Gasto personal en consumo	3.6	3.8	3.6	3.9	3.5	3.3	3.2	3.3	3.8	3.6	3.2
Inversión fija bruta	9.4	9.3	9.9	7.9	6.1	5.7	5.1	5.4	10.3	7.4	4.9
No residencial	10.1	11.0	10.9	9.8	8.0	7.0	6.5	5.9	10.6	8.9	5.6
Estructuras	1.3	0.0	1.3	1.0	0.8	0.6	0.4	0.4	1.4	0.9	0.5
Equipo y software	12.9	14.5	13.9	10.9	8.5	7.1	6.4	7.1	13.6	10.0	6.4
Residencial	8.0	6.5	8.1	5.3	2.9	3.4	3.0	4.4	9.7	4.9	3.6
Exportaciones totales	9.4	5.9	6.3	5.3	4.8	6.9	5.5	4.4	8.6	5.9	4.5
Importaciones totales	11.1	9.8	9.5	8.6	5.4	4.3	4.9	4.4	9.9	6.9	4.6
Consumo del gobierno	1.8	1.6	1.0	1.3	1.3	1.3	2.2	2.2	1.9	1.2	2.2
Contribución al Crecimiento (pp)											
Gasto personal en consumo	2.5	2.6	2.6	2.7	2.5	2.4	2.3	2.4	2.7	2.5	2.3
Inversión privada	1.9	1.9	1.9	1.3	1.2	1.0	0.7	0.9	2.1	1.3	0.8
Exportaciones netas	-0.7	-0.9	-0.8	-0.8	-0.3	0.0	-0.2	-0.3	-0.6	-0.5	-0.3
Consumo del gobierno	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.2	0.4
Precios y Costos (variación % anual, promedio)											
CPI	2.7	3.3	3.0	3.0	3.2	3.0	3.0	2.9	2.7	3.0	2.9
Subyacente	1.8	2.1	2.3	2.2	2.3	2.3	2.3	2.2	1.8	2.3	2.1
PCE	2.2	2.6	2.2	2.3	2.5	2.4	2.4	2.3	2.2	2.4	2.3
Subyacente	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	1.5	1.7	1.6
Deflactor del PIB	2.2	2.4	2.4	2.5	2.8	2.9	2.8	2.6	2.1	2.7	2.6
Productividad	1.5	3.9	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1	3.2	2.3	2.1
Compensación real por hora	4.1	7.2	4.0	3.8	3.9	3.9	3.7	3.6	2.8	3.9	3.5
Costo laboral unitario	4.9	5.1	3.8	3.6	3.8	4.0	3.7	3.7	1.9	3.8	3.7
Otros Indicadores											
Producción industrial (variación % real anual)	4.6	4.3	3.7	3.2	3.2	3.1	3.5	3.2	4.1	3.3	3.0
Capacidad utilizada (%)	78.2	78.8	79.3	79.6	79.6	79.8	79.9	80.0	78.1	79.7	79.9
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	17.1	17.2	16.4	16.9	16.8	16.8	16.7	16.8	16.8	16.7	16.8
Inicio de casas (miles, anualizado)	1,974	1,973	2,083	2,011	2,044	2,076	2,100	2,115	1,950	2,053	2,139
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	161	183	182	189	163	154	158	162	5.4	172	163
Tasa de desempleo (promedio, %)	5.4	5.4	5.3	5.1	5.1	5.1	5.0	5.0	5.5	5.1	5.0
Tasa de ahorro personal	0.7	2.2	0.9	0.3	0.8	1.4	1.1	1.1	1.3	0.8	1.6
Balanza comercial (mmd)	-167	-188	-195	-205	-184	-180	-192	-206	-617	-705	-710
Balanza cuenta corriente (mmd)	-668	-753	-780	-819	-738	-721	-770	-825	-666	-765	-767
% PIB	-5.7	-6.3	-6.4	-6.6	-5.9	-5.6	-6.0	-6.3	-5.7	-6.1	-5.8
Balance fiscal (mmd, año fiscal)	—	—	—	—	—	—	—	—	-412	-396	-338
% PIB	—	—	—	—	—	—	—	—	-3.6	-3.2	-2.6
Brent (dólares por barril, promedio)	41.5	45.6	47.2	50.6	50.2	47.7	46.4	45.3	41.2	48.9	45.3
Mercados Financieros (fdp)											
Fed funds (%)	1.75	2.25	2.75	3.25	3.75	4.00	4.25	4.50	2.25	4.00	4.50
Libor 3 meses (%)	2.02	2.56	3.00	3.50	4.00	4.25	4.50	4.75	2.56	4.25	4.75
Nota del Tesoro 10 años (%)	4.19	4.24	4.50	4.00	4.30	4.50	4.70	4.90	4.24	4.50	5.20
Dólar/euro	1.24	1.35	1.32	1.23	1.23	1.23	1.22	1.21	1.35	1.23	1.21

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 (series desestacionalizadas)											
Variación % real anual	6.6	-0.2	0.8	1.4	4.4	3.9	3.5	3.8	3.6	4.0	4.1
Por habitante en dólares**	5,919	6,259	6,431	6,235	6,453	7,050	6,837	6,867	6,950	7,133	7,248
Miles de millones de dólares	581	622	649	639	676	745	764	708	744	737	789
Inflación (% fdp)											
General	9.0	4.4	5.7	4.0	5.2	4.0	3.7	4.4	4.3	3.9	4.0
Subyacente	7.5	5.1	3.8	3.7	3.8	3.5	3.5	3.6	3.4	3.4	3.5
Mercados Financieros											
Tasas de interés (% fdp)											
Fondeo bancario	—	—	—	6.1	8.8	9.8	8.8	9.5	9.8	9.8	9.8
Cetes 28 días	17.6	6.8	7.0	6.0	8.6	9.8	8.9	9.6	9.6	9.7	9.8
TIIE 28 días	18.4	7.9	8.5	6.3	9.0	10.2	9.4	9.9	10.0	10.1	10.2
Bono 10 años (% fdp)	—	10.3	10.1	8.3	9.7	10.0	10.2	10.5	9.6	9.9	10.0
Tipo de cambio											
Pesos por dólar, fdp	9.6	9.1	10.3	11.2	11.3	11.0	11.6	11.3	10.8	10.8	11.0
Finanzas Públicas											
Balance fiscal (% del PIB)	-1.1	-0.7	-1.2	-0.6	-0.3	-0.1	-0.2	nd	nd	nd	nd
Requerimientos finan. del s. público (% del PIB)	-3.3	-3.0	3.3	3.1	2.7	2.1	1.5	nd	nd	nd	nd
Sector Externo***											
Balanza comercial (miles de millones de dólares)	-8.3	-9.6	-7.6	-5.8	-8.8	-10.0	-12.0	-10.2	-10.4	-10.5	-10.0
Cuenta corriente (miles de millones de dólares)	-18.6	-17.6	-13.8	-8.5	-7.4	-11.4	-13.7	-8.7	-10.5	-11.7	-11.4
Cuenta corriente (% del PIB)	-3.2	-2.8	-2.1	-1.3	-1.1	-1.5	-1.8	-1.3	-1.5	-1.6	-1.5
Petróleo (mezcla mexicana, dólares por barril, fdp)	18.6	14.4	21.5	25.7	28.6	36.7	34.5	38.4	43.9	38.6	36.7
Agregados Monet. y Act. Bancaria (var. % anual)											
Captación bancaria tradicional	-13.9	2.2	-5.5	7.5	6.3	5.1	4.1	3.1	-1.2	3.5	5.1
Crédito vigente de la banca comercial****	2.6	1.3	8.5	8.6	26.1	16.9	14.4	30.2	26.8	24.5	16.9
Demanda Agregada (var. % anual, desestacionalizada)											
Total	10.4	-0.6	1.0	1.2	5.9	5.7	5.4	5.5	5.8	5.7	5.8
Demanda interna											
Consumo	7.4	1.9	1.4	2.1	4.7	5.8	5.6	6.0	5.9	5.6	5.6
Privado	8.2	2.5	1.6	2.3	4.7	5.8	5.6	6.7	6.3	6.1	6.0
Público	2.4	-2.0	-0.3	0.8	-1.2	5.1	4.5	-0.1	2.3	1.8	2.3
Inversión	11.4	-5.6	-0.6	0.4	7.5	5.1	5.1	6.6	4.6	4.6	4.5
Privada	9.0	-5.9	-4.1	-1.5	8.4	5.5	4.5	7.9	4.9	4.6	4.8
Pública	25.2	-4.2	17.0	8.5	3.5	5.7	4.7	15.4	2.5	1.8	3.3
Demanda externa	16.4	-3.8	1.6	2.7	11.5	10.7	9.7	8.0	9.5	9.5	9.5
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)											
Agropecuario	0.6	3.5	0.1	3.5	4.0	1.5	2.0	-1.5	-1.1	5.0	3.5
Industrial	6.1	-3.5	-0.1	-0.2	3.8	2.8	2.7	1.8	2.9	3.4	3.3
Minería	3.8	1.5	0.4	3.7	2.5	1.9	2.0	0.6	2.4	2.0	2.5
Manufacturas	6.9	-3.8	-0.7	-1.3	3.8	2.6	2.6	2.1	2.7	2.9	2.8
Construcción	4.2	-5.7	2.1	3.3	5.3	4.9	4.2	1.6	5.1	6.5	6.4
Electricidad, gas y agua	3.0	2.3	1.0	1.6	2.3	1.1	1.3	-0.3	1.0	2.0	1.8
Servicios											
Comercio, restaurantes y hoteles	7.3	1.2	1.6	2.1	4.8	4.5	4.2	5.1	4.5	4.5	3.9
Transporte y comunicaciones	12.2	-1.2	0.0	1.6	4.9	4.2	4.0	4.2	4.3	4.1	4.0
Financieras, seguros e inmuebles	9.1	3.8	1.8	5.0	9.7	8.3	8.0	9.3	8.5	8.0	7.4
Comunales y personales	5.5	4.5	4.2	3.9	4.6	4.5	4.2	5.1	4.3	4.7	4.0
	2.9	-0.3	0.9	-0.6	1.7	2.0	2.0	2.0	2.4	2.0	1.5

fdp 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
Bogotá		
El sector financiero colombiano	Universidad Autónoma	Manizales, Abril '05
Situación económica colombiana	BBVA América	Bogotá, Abril '05
Consideraciones macroeconómicas	Comité de inversiones	Bogotá, Abril '05
La ética de las multinacionales	Universidad de los Andes	Bogotá, Mayo '05
Evolución y perspectivas financieras	Desayunos (clientes de Tesorería)	Bogotá, Mayo '05
Buenos Aires www.bancofrances.com.ar		
El futuro del sistema financiero	Forum-executive information	Buenos Aires, Abril '05
Argentina: los grandes desafíos del 2005	Banca Corporativa-Banca Empresas	Buenos Aires, Abril '05
El crédito como motor de crecimiento de la economía en Argentina	CMS-Credit Management Solutions	Buenos Aires, Junio '05
Caracas www.provincial.com		
Perspectivas macroeconómicas 2005-2006	FUNDES	Caracas, Abril '05
El sector farmacéutico en el actual entorno macroeconómico	Banca Mayorista Global	Caracas, Abril '05
Perspectivas macroeconómicas	Banca Mayorista Global Caracas	Caracas, Mayo '05
Persp. macro, sector petrolero y su impacto en el Estado Zulia	Reunión de Clientes	Maracaibo, Mayo '05
Persp. macroeconómicas y su impacto en el sector de autopartes	Capmil	Barquisimeto, Mayo '05
Lima www.bbvabancocontinental.com		
Perspectivas económicas: 2005-2006	Principales Clientes	Trujillo, Abril '05
Las claves del escenario macroeconómico y financiero	Cámara Comercio de España	Lima, Abril '05
Las claves del escenario macroeconómico y financiero	Banca Mayorista Global	Lima, Abril '05
Perú: economic performance	MBA University of Baltimore	Lima, Abril '05
Situación económica	Moody's	Lima, Abril '05
Perú: economic performance	MBA Desales University	Lima, Mayo '05
Perspectivas económicas: 2005-2006	Universidad Agraria La Molina	Lima, Junio '05
Madrid www.bbva.com		
Presentación del nuevo Situación Portugal	Clientes y Prensa	Junio '05
Exchange rate strategies in Latin America	BID	Washington, Mayo '05
El entorno exterior de la economía catalana	Barcelona	Mayo '05
Blurred recovery?: Argentina after the crisis	IIF	Londres, Abril '05
Are the stars lined up?: keys to growth in Latin America	Clientes Corporativos	Hong Kong, Abril '05
Housing markets	BIS	Basilea, Abril '05
Globalization and Latin America: joining Asia's bandwagon	BID	Okinawa, Abril '05
Europe: just a modest cyclical recovery	IIF	Madrid, Abril '05
México www.bancomer.com		
Escenario económico y financiero en México	Consejos Regionales	DF, Pue., Morelia, Ags., May'05
Mexico: economic and financial outlook	Clientes Corporativos y de Empresas	México D.F., Mayo '05
Efectos potenciales de la revaluación del yuan en México	Comité de Mercados, Estrategia y Fondos	México D.F., Mayo '05
Escenario económico y financiero en México 2005-2007	Jornadas de Planeación Hipotecaria Nacional	México D.F., Mayo '05
Escenario económico y financiero en México	Reunión Nacional ANTAD	México D.F., Junio '05
BBVA USA www.bancomer.com		
International business strategies in LatAm, the BBVA case	BBVA USA	Atlanta GA, Mayo '05
Perspectivas Estados Unidos: entre el petróleo y el "soft patch"	Periodistas Puerto Rico	San Juan PR, Mayo '05
Entorno macroeconómico de Estados Unidos	Comité de Mercados y Estrategia	México D.F., Mayo '05
Santiago de Chile www.bhif.cl		
Panorama general de la economía de Chile	Universidad Adolfo Ibáñez,	Santiago, Junio '05
Acuerdos comerciales y competitividad. Desafíos para Chile	Academia Politécnica Militar.	Mayo '05
De la recuperación al crecimiento	Clientes BBVA.	Temuco, Mayo '05
Acuerdos comerciales y competitividad. Desafíos para la región	Seminario OEA, BID, CAF.	Cartagena de Indias, Feb'05

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

Servicio de Estudios Económicos Grupo BBVA

Director

José Luis Escrivá

Subdirector

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

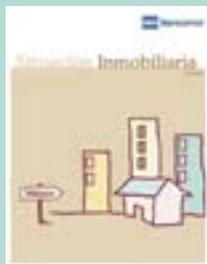
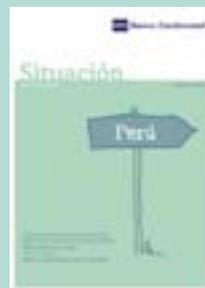
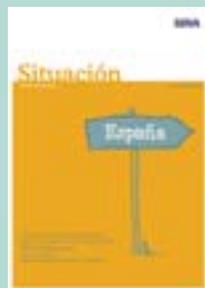
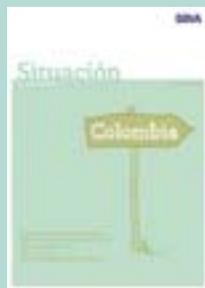
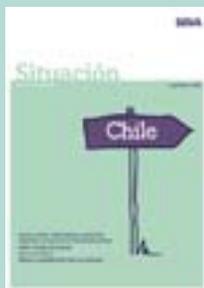
Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

Otras publicaciones



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.