BBVA Bancomer

Situación México

Servicio de Estudios Económicos

Cuarto Trimestre 2005

EUA: pese al petróleo, inflación contenida
México: ¿menor crecimiento potencial?
Inflación: ¿convergencia y sostenibilidad de la meta?
Inicia el ciclo de bajas en tasas de interés
Los claroscuros de los flujos de capital a México
¿Será relevante el voto de mexicanos en el extranjero?

Indice

Fecha de cierre: 17 octubre 2005

Editorial 2

1. Entorno Internacional

Economía de EUA 3

Recuadro: Eventos Inesperados Impulsan los Precios del Petróleo 7

2. Entorno Macroeconómico México

¿La Desaceleración Industrial Afectará a la Demanda? 9

Recuadro: Exportaciones Mexicanas, Competencia y Retos 13

2005 un Buen Año para la Inflación 15

Recuadro: Los Determinantes de la Inflación: 1996-2005 18

3. Mercados Financieros México

Inicia el Ciclo de Baja en la Tasa de Fondeo Bancaria 20

Recuadro: Recientes Determinantes de la Curva de Rendimientos 23

Gradual y Moderada Depreciación del Peso 24

Recuadro: Determinantes del Tipo de Cambio y Ajuste Macroeconómico 26

4. Artículos

Flujos de Capital Internacional hacia México 27

El Voto de los Mexicanos en el Extranjero 33

5. Indicadores y Pronósticos 35

Han elaborado esta publicación:

Jorge Sicilia j.sicilia@bbva.bancomer.com
Adolfo Albo a.albo@bbva.bancomer.com
Javier Amador j.amador@bbva.bancomer.com
David Aylett dp.aylett@bbva.bancomer.com
Giovanni Di Placido giovanni_diplacido@provincial.com
Fernando González f.gonzalez8@bbva.bancomer.com
Octavio Gutiérrez o.gutierrez3@bbva.bancomer.com
Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com
Mayte Ledo teresa.ledo@grupobbva.com
Fernando Tamayo fernando.tamayo@bbva.bancomer.com
Eduardo Torres e.torres@bbva.bancomer.com

México: Editorial

La economía mexicana entró en un bache de crecimiento desde la primera mitad de 2005 y, hasta el momento, la evidencia indica que 2006 registrará una expansión moderada. Así, a menos de dos años de iniciar una recuperación económica que se prometía sólida por la expansión internacional, el fortalecimiento de las finanzas públicas con los elevados precios del petróleo, y la reactivación del crédito en un contexto de estabilidad macroeconómica, México no ha sido capaz de capitalizar ese entorno favorable en toda su magnitud. Las explicaciones abundan: desde aquellas que encuentran un crecimiento económico menor al esperado por la apreciación real del peso o por las tasas de interés elevadas, a las que culpan a la industria en EUA, pasando por las que recalcan la necesidad de implementar reformas estructurales.

En este debate, hay algunos elementos sobre los que conviene reflexionar. En los últimos 10 años, México registró un fuerte impulso asociado a factores positivos que han permitido ampliar sus capacidades productivas, siendo el más notable la apertura exterior que culminó con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte en 1994. Además, tras las reformas emprendidas en el sector financiero, se generó un entorno en que el crédito se reactivó en los últimos años de manera muy importante, un fenómeno que no sólo permite pensar en ciclos menos volátiles para el mediano plazo, sino también en un importante sustento para la demanda interna a corto plazo. Pero todo lo anterior no está resultando suficiente. Una depreciación del tipo de cambio podría aliviar la situación de algunas empresas exportadoras, y tasas de interés más bajas podrían incentivar aún más la inversión, y tal vez el crédito; pero es difícil analizando los datos concluir que esto último constituye el problema de fondo.

¿Qué puede explicar al mismo tiempo que el sector externo esté perdiendo capacidad de impulso, y que el crédito no termine de consolidarse en una fuerza de la expansión interna? Pocos economistas pueden argumentar que la explicación no se encuentra en la falta de reformas estructurales que reviertan el proceso de pérdida de productividad, liberen a la economía de trabas internas que dificultan el crecimiento interno, atraigan más inversión extranjera directa y, en definitiva, permitan a la economía mexicana ajustarse de manera flexible a las realidades de un mundo que avanza a velocidad de vértigo. El problema de México no es la desaceleración o cambio de composición de la industria en EUA, sino su poca capacidad para adaptarse a los cambios internacionales que se vienen registrando con gran intensidad. Si México hubiera tenido la capacidad de adaptación económica que viene teniendo EUA en un entorno donde el sector industrial pierde importancia desde hace tiempo, seguiríamos hablando de la desaceleración de algunos sectores, pero estaríamos comentando el crecimiento en otros.

Señalar a la política monetaria, o al tipo de cambio como culpables sólo desvía la atención de la necesidad de avanzar en el debate que México necesita para crecer lo que debe, y no lo que buenamente puede. Los estudios que analizan el crecimiento potencial de México han venido mostrando una creciente reducción en las estimaciones, que se acercan cada vez más al 3% que al 4%. Y es difícil pensar en que un tipo de cambio más depreciado o tasas nominales más bajas *liberarían* recursos para cambiar esas estimaciones al alza, más allá de su posible (pero pequeño) impacto cíclico.

Economía EUA

Mantenemos crecimiento económico mayor al potencial en 2005 (3.6%) y cercano a éste en 2006 (3.2%)

El desempeño de la economía en 1S05 confirma nuestro escenario base de crecimiento económico convergiendo hacia su potencial, sustentado en sólidos fundamentos. El dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión continuarán siendo los principales soportes de la expansión. A raíz de los huracanes Katrina y Rita, se generó cierta incertidumbre sobre sus efectos. Si bien el impacto será negativo sobre el crecimiento económico en 3T05, éste será compensado en 4T05 y 1T06 por los esfuerzos de reconstrucción en las zonas afectadas. El mayor riesgo no es su efecto transitorio sobre en la actividad económica en el área afectada, sino el probable impacto negativo sobre la confianza y el gasto de los consumidores que tendría la permanencia de los precios energéticos a niveles tan elevados. No obstante, los avances en la reconstrucción de la producción de petróleo y gas natural parecen ir más rápido de lo estimado inicialmente. Por tanto, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento económico de 3.6% para 2005 y 3.2% para 2006.

Los factores que han apoyado la expansión del gasto familiar continuarán impulsándolo en los siguientes trimestres, aunque en menor medida. En este sentido seguimos previendo que el crecimiento de la productividad continúe convergiendo con su tendencia de largo plazo (2-2.5%) y que la creación de empleo disminuya su ritmo (1.7% en 2005 y 1.4% en 2006). Asimismo, esperamos una moderación significativa en el crecimiento de la riqueza de las familias, derivado de una menor expansión de los precios de la vivienda, principalmente por el efecto de mayores tasas de interés reales. Ante la moderación de la riqueza y el mayor costo del crédito, esperamos una moderación en el consumo de bienes duraderos. Si bien la inversión residencial continuará fuerte en 2005, se moderará en 2006 ante las mayores tasas de interés.

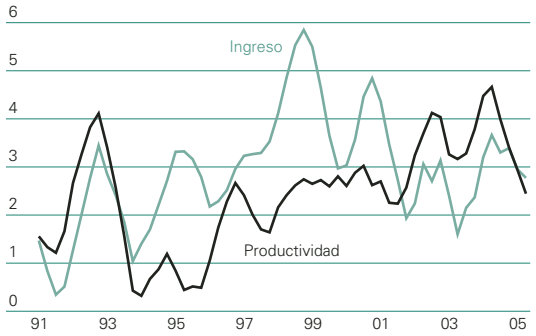
La inversión no residencial continuará su tendencia de moderación ante el aumento en el costo del capital, el menor crecimiento de la demanda y principalmente, un ajuste a la baja en las utilidades empresariales, debido a los mayores costos de producción y el limitado poder de precio, esto último como consecuencia de la globalización y el cambio tecnológico. No obstante, la sólida situación financiera de las empresas y la necesidad de reemplazar equipo obsoleto contribuirán a que la inversión siga creciendo por arriba del resto de la economía.

Al desacelerarse el consumo y la inversión privada, lo harán las importaciones, mientras que la mayor expansión económica del resto del mundo impulsará las exportaciones. No obstante, la contribución de las exportaciones netas continuará negativa durante 2006 (-0.2 pp), y por el menor crecimiento económico, el déficit en cuenta corriente, como porcentaje del PIB, tendrá un marginal aumento.

Por otra parte, en 2005 esperamos una corrección en el balance público como porcentaje del PIB de 0.8 pp con respecto a 2004, principalmente por el fuerte incremento en los ingresos fiscales; no obstante, en 2006, éste aumentará 0.3 pp, por la moderación en el crecimiento de los ingresos ante la menor expansión económica y por el mayor gasto público por la reconstrucción de las zonas afectadas por el huracán Katrina.

Ingreso Personal Real Disponible y Productividad

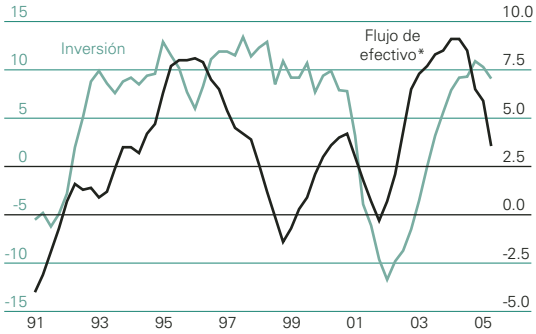
Var. % real anual, prom. móvil 4 trim., sector no agrícola



Fuente: BBVA US con datos de BEA y BLS

Inversión no Residencial y Flujo de Efectivo

Variación % real anual



* Promedio móvil 8 trimestres
Fuente: BBVA US con datos de BEA

Escenario Base PIB

	Var. % real anual		Contribución*	
	2005	2006	2005	2006
Producto Interno Bruto	**3.6**	**3.2**	**3.6**	**3.2**
Gasto pers. consumo	3.5	3.0	2.5	2.1
Inversión fija bruta	6.4	5.5	1.1	1.0
Exportaciones totales	7.3	5.2	0.8	0.6
Importaciones totales	6.6	4.5	-1.0	-0.7
Consumo gobierno	1.7	2.0	0.3	0.4

* Contribución al crecimiento, puntos porcentuales
Fuente: BBVA US

Escenario Base

	Promedio anual	
	2005	2006
Inflación		
CPI		
General	3.3	2.8
Subyacente	2.3	2.5
PCE		
General	2.8	2.3
Subyacente	2.0	2.1
	Fin de periodo	
Política monetaria		
Fondos Federales (%)	4.25	4.75
Otros indicadores		
Cuenta corriente (% PIB)	-6.2	-6.4
Balance fiscal (% PIB)	-2.8	-3.1
Empleo (prom. mensual, miles)	173	134
Producción industrial (var. %)	3.3	3.0

Fuente: BBVA US

Escenario de Riesgo

	Var. % real anual	
	2005	2006
PIB (var. % anual)	3.5	1.3
CPI (% anual)		
General	3.4	3.9
Subyacente	2.4	2.7
Fondos Federales (%, fdp)	4.25	4.00
Cuenta corriente (% PIB)	-6.3	-6.1
Balance fiscal (% PIB)	-2.8	-3.5

Fuente: BBVA US

Aumentan riesgos de transmisión a la inflación subyacente

Nuestros modelos indican que la inflación subyacente continuará su tendencia de alza, aunque se mantendrá contenida. Para 2005, la fortaleza del dólar en los meses recientes y el menor crecimiento industrial acotan los precios subyacentes de importaciones y al productor, y seguirán permitiendo una inflación subyacente estable, que incluso podría ubicarse 0.1 pp por abajo de nuestra previsión de 2.3%.

No obstante, los mayores costos de producción (energéticos y laborales), la posición de la economía en el actual ciclo de expansión —con el mercado laboral fortaleciéndose, el crecimiento de la productividad convergiendo con su tendencia de largo plazo (2-2.5%), los costos laborales unitarios aumentando y la capacidad ociosa restante en la economía reduciéndose— impone riesgos claramente al alza sobre la inflación subyacente y las expectativas de inflación en los próximos trimestres. Más aún, con la economía creciendo por arriba de su potencial, las presiones competitivas sobre los productores podrían disminuir ligeramente, aumentando con ello su poder de precio. Sin embargo, la flexibilidad de los mercados, la elevada competencia, los bajos precios externos, la absorción de mayores costos ante los elevados márgenes y principalmente, las expectativas de inflación ancladas, acotarán estos aumentos. Por tanto, para 2006 prevemos una tendencia alcista de la inflación subyacente, la cual promediaría 2.5%.

En contraste, considerando el escenario de petróleo del Grupo, que supone bajas continuas en su precio de más de 4% por trimestre, la inflación general tenderá a moderarse de 3.3% en 2005 a 2.8% en 2006. Un elemento fundamental en nuestras estimaciones lo constituyen las expectativas de inflación. El mayor riesgo de corto plazo es que los precios de los energéticos se mantengan elevados e impacten los precios de otros bienes y servicios, y que esto a su vez contamine las expectativas de inflación.

Escenario de riesgo 2005-2006

Este escenario asume que los desequilibrios de la economía provocan un choque abrupto a partir de 2006. En este sentido, el escenario de riesgo no sólo adelanta la mayor desaceleración económica del escenario base, además, la hace más pronunciada y duradera. Este escenario considera una caída significativa en los precios de la vivienda, una desaceleración abrupta en las utilidades empresariales, un bajo crecimiento de la productividad y un precio del petróleo más elevado. Este entorno implicaría una pérdida de confianza prolongada con consecuencias significativas en el consumo y la inversión, que a su vez implicarían una corrección importante en el déficit en cuenta corriente.

Los mayores precios del petróleo, aunados al impacto alcista en la inflación subyacente derivado de una mayor transmisión de costos a precios finales, ante la significativa desaceleración de las utilidades empresariales, más que compensaría el efecto bajista en los precios por un mayor *output gap* negativo en 2006. El deterioro de la inflación y la contaminación de las expectativas llevarían al Fed a incrementar su tasa de referencia hasta 5% a fines de junio de 2006. No obstante, ante la desaceleración económica y el cambio de tendencia en la inflación, el Fed revertiría las alzas de manera apresurada, al considerar que han aumentado de más, cerrando así el año en 4%.

Tasas de interés y tipo de cambio

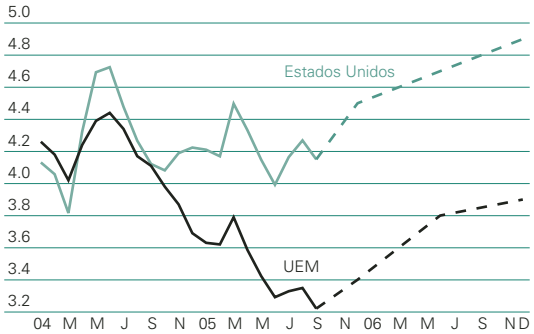
La evolución reciente de los mercados financieros ha estado dominada por dos factores que se interrelacionan. Por un lado, las dudas sobre el escenario macroeconómico ligadas al aumento del precio del petróleo. Por otro, el mantenimiento de elevados flujos de capital, en un contexto de ahorro mundial elevado. Ambos elementos están dando lugar a un entorno de rendimientos de largo plazo por abajo de lo que se esperaba. En EUA, es significativo que las tasas a 10 años se sitúen actualmente por abajo de las observadas al inicio del ciclo alcista de la tasa de fondos federales en junio de 2004, a pesar de que ésta ha aumentado de 1 a 3.75%.

Aparecen así dos cuestiones claves para los próximos meses. La primera tiene que ver con la posibilidad de una recesión de la economía en la que el petróleo actuaría como desencadenante de una corrección de las expectativas, particularmente de la confianza de las familias, que han aumentado su endeudamiento en los últimos años. En este caso, las tasas de interés de largo plazo descontarían una recesión y su recorrido al alza sería limitado. La segunda es si, incluso en un entorno macroeconómico caracterizado por un notable vigor de la economía estadounidense, los rendimientos de largo plazo siguen en niveles bajos, como consecuencia del comportamiento de los flujos de capital internacionales.

El precio del petróleo que en 1999 se situaba en 11 dólares por barril se encuentra en torno a los 60 dólares. A pesar de estos niveles de precios, la economía mundial mantiene un notable dinamismo, con una moderada desaceleración desde los niveles máximos de crecimiento de 2004. El carácter gradual de la subida de precios, que ha permitido un ajuste de las expectativas de los agentes, la mayor eficiencia energética o el menor protagonismo de los mecanismos de indización salarial han facilitado que el impacto sobre la economía haya sido moderado. En realidad, junto con el choque del petróleo, se está produciendo un proceso de globalización que actúa compensando, al menos parcialmente, este choque. El comercio mundial es más dinámico y hay mayor oferta relativa de fuerza de trabajo, lo que contribuye a abaratar los costos laborales. El sector corporativo, que había realizado un notable proceso de saneamiento, muestra un crecimiento significativo de los beneficios, que aumentan su participación en el producto nacional en detrimento de las rentas salariales.

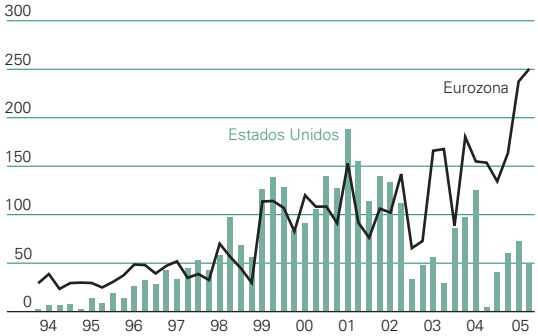
Todo apunta a que la probabilidad de un escenario de recesión ligada a la evolución de los precios del petróleo es limitada, pero no todas las incertidumbres están despejadas. En primer lugar, cabe esperar una moderación de estos precios hacia niveles más acordes con el equilibrio, que podría situarse entre 40 y 50 dólares. Niveles de precios como los actuales elevan la oferta de petróleo y reducen la demanda, haciendo además rentable la explotación de fuentes de energía alternativas. Ahora bien, dado que el mercado tiene un estrecho diferencial de oferta y demanda, se muestra muy vulnerable a cualquier choque, y en un contexto de aumento del riesgo geopolítico es posible un escenario de mayores precios del petróleo (escenario de riesgo).

Tasas de Interés a 10 Años
%



Nota: Estimado a partir de octubre 2005
Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal y BCE

Emisión Neta de Deuda
Miles de millones de dólares

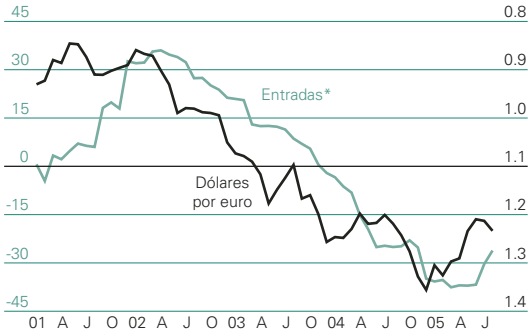


Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Tipo de Cambio
Dólares por euro

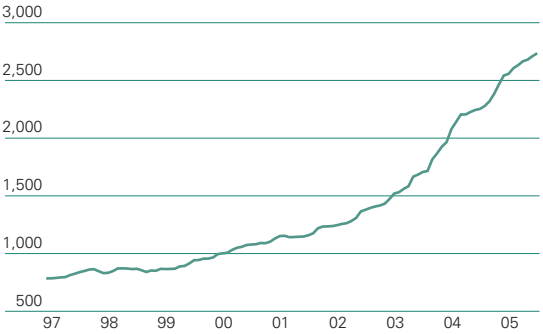
Nota: Estimado a partir de octubre 2005
Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal

Anuncios de M&A



* Entradas netas en EUA desde la UEM, miles de millones de dólares
Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Reservas Internacionales Mundiales
Miles de millones de dólares



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Escenario Base Financiero
Promedios

	Actual	2005	2006
Tasas oficiales			
Estados Unidos	3.50	3.20	4.70
UEM	2.00	2.00	2.15
Tasas a 10 años			
Estados Unidos	4.17	4.30	4.85
UEM	3.12	3.40	3.65
Tipo de cambio			
Dólares por euro	1.23	1.20-1.25	1.17-1.25

Fuente: BBVA

En segundo lugar, es importante la manera en que se gestione la política monetaria. En economías con un elevado grado de utilización de los recursos productivos como EUA, el sesgo al alza en la inflación que supone el aumento del precio del petróleo debería llevar a que continuara la senda de subidas de tasas oficiales, tratando de situarlos en niveles más próximos a tasas neutrales en los primeros meses de 2006. En este sentido, la Reserva Federal mantendrá una pauta de subidas graduales hasta alcanzar 4.75%. Este escenario apoyaría al dólar, que en su cambio con el euro cotizaría en el rango 1.17-1.25.

En tercer lugar, como ya se comentó, debe vigilarse el canal de las expectativas, que se convierten en un elemento clave, sobre todo en economías en las que las familias están fuertemente endeudadas. Un descenso de la confianza podría provocar una reducción de la demanda de activos como la vivienda y con ello una reducción de la riqueza inmobiliaria y del consumo. En este caso, en EUA las tasas de interés, que inicialmente habrían aumentado para frenar las expectativas de inflación, podrían empezar a bajar antes de que finalice 2006. No es descartable en este escenario alternativo un sesgo del dólar hacia la depreciación, en el rango 1.25-1.33.

En consecuencia, en el escenario base, las economías seguirán creciendo a ritmos notables, aunque menores que el año anterior, mientras la política monetaria se ajusta al alza, especialmente en EUA y el dólar consolida niveles con el euro o se aprecia ligeramente. Sin embargo, las tasas de interés de largo plazo no tienen un importante recorrido al alza, por la importante demanda de bonos, que está vinculada al proceso de globalización financiera.

La tasa de interés real es el resultado de la interacción del ahorro y la inversión mundiales, especialmente cuando el sesgo doméstico de los inversionistas se reduce. En el contexto actual el ahorro podría estar aumentando, con una clara diferenciación de comportamiento por grupos de países. Los industrializados están reduciendo su ahorro; sin embargo, el ahorro aumenta en Asia, dado el modelo de crecimiento o en Oriente Medio, como consecuencia de los ingresos de los países exportadores de petróleo. Ello podría estar detrás de un descenso de los rendimientos reales. Además, las expectativas de inflación mundial se encuentran en niveles bajos, en parte ancladas por la ganancia de credibilidad que han tenido los bancos centrales en los últimos años, lo que contribuye a reducir los rendimientos nominales de largo plazo. Por su parte, la reducida volatilidad de la inflación es un elemento que ha reducido las primas de riesgo por plazo en los bonos de mayor duración, si bien éstas tal vez han caido en exceso.

Las bajas tasas de interés generan flujos de capital en busca de rendimiento hacia los países emergentes, apreciándose sus divisas. Para resistir esta apreciación, estos países intervienen en el mercado de divisas. La acumulación de reservas sigue siendo importante, aunque se ha ralentizado respecto al año anterior. Con ello, por un lado, aumentan su liquidez doméstica; por otro, instrumentan estas intervenciones comprando bonos y contribuyendo a mantener bajas tasas de interés, cerrando así un círculo que constituye un acelerador de la liquidez mundial. Con todo ello, los aumentos esperados para las tasas de interés de largo plazo serán limitados. En EUA, los rendimientos a 10 años podrían terminar el año 2006 en 4.9%.

Eventos Inesperados Impulsan los Precios del Petróleo

Cuatro hechos relevantes

El frágil equilibrio entre la oferta y la demanda, que se refleja en una capacidad adicional de producción de corto plazo de apenas 2% de la demanda, hace extremadamente sensible el mercado petrolero ante cualquier conjunción de eventos poco afortunados. El tercer trimestre fue particularmente abundante al producirse cuatro hechos relevantes que han tenido importantes repercusiones en el mercado petrolero.

El primero de ellos fue la **muerte del Rey Fahd**. A pesar que la sucesión se dio como se esperaba, el nuevo rey Abdullah es miembro de una generación octogenaria que constituye la línea de sucesión, hecho que vislumbra una fuerte volatilidad ante el establecimiento de un gobierno que ha demostrado ser clave para la estabilización y unificación del principal productor mundial de petróleo. Adicionalmente, en esta línea de sucesión conviven visiones contrapuestas hacia Occidente, que incorporan una mayor incertidumbre sobre un comportamiento futuro.

El segundo evento es la **crisis de Irán**. La elección del ultra conservador Ahmadinejad como nuevo Presidente revierte la línea reformista. Una de las primeras acciones del nuevo Gobierno fue volver a su programa nuclear, que estaba suspendido, en un claro tono de desafío a Estados Unidos y Europa con una difícil solución diplomática, hecho que le da mayor probabilidad a un escenario de conflicto geopolítico.

El tercer elemento es la **actual temporada de huracanes del Atlántico Norte**. Se esperan un total de 21 tormentas tropicales y 11 huracanes, de los cuales más de la mitad pueden transformarse en huracanes mayores. Hasta la fecha se han producido 17 tormentas, de las cuales 9 han llegado al grado de huracanes y restan dos meses de temporada. La zona más afectada ha sido la del Golfo de México, donde se produce el 28% del petróleo de Estados Unidos, ingresan 60% del crudo importado, se encuentra 47% de la capacidad de refinación y 20% de la producción de gas natural, siendo por tanto una temporada particularmente sensible para el mercado petrolero.

El cuarto elemento son los **mayores problemas de la actividad refinadora en los Estados Unidos**. Previo al impacto de los huracanes, se produjeron distintos eventos que paralizaron en diferentes intensidades alrededor de 11 refinerías, hecho que se reflejó en una disminución de los inventarios de gasolina más allá de lo previsto y una menor construcción de inventarios de destilados a los esperados en el verano.

La conjunción de cuatro elementos, que por separado tienen una baja probabilidad de ocurrencia, han explicado un alza del 30% en la cotización del Brent desde el mes de mayo.

Irán: la de mayor impacto en el mercado

Más allá del impacto de corto plazo que genera la temporada de huracanes, y que dependerá la cuantía de daños y el tiempo de recuperación de esta neurálgica zona petrolera, el factor de mayor impacto potencial sobre el mercado es, sin duda, la evolución del conflicto por el programa nuclear de Irán, país que produce 4 millones de barriles diarios de crudo. El detonante fue el relanzamiento de un programa que denominan de energía nuclear pacífica, desconociendo el veto impuesto en el pasado por la ONU y que para Occidente constituye un paso hacia la fabricación de armas atómicas.

Estados Unidos y los países de la Unión Europea han rechazado los argumentos iraníes y procuran elevar el tema al Consejo de Seguridad de la ONU, lo que implicaría establecer un ultimátum que de no ser cumplido conllevaría sanciones militares y económicas, y que podría eventualmente incluir un embargo a las exportaciones de ese país. Sin embargo, China y Rusia, dos miembros permanentes del Consejo, y en consecuencia con la facultad de vetar sus decisiones, se oponen a cualquier acción inmediata contra Irán.

Por su parte, este país ha reaccionado airadamente al conocer la resolución de los países europeos y ha amenazado con ir más allá y reanudar su programa de enriquecimiento de uranio en caso de que se apruebe, amenazando además con suspender su compromiso de cumplir el llamado Protocolo Adicional del Tratado de No Proliferación de Armas Nucleares, que permite inspecciones sin previo aviso en su país.

Esta situación tiene una compleja solución diplomática, que hará que el mercado se tensione ante la posibilidad de salida del mercado de la producción iraní. Aunque esta no se lleve a cabo, la probabilidad (no nula) de que pueda producirse, es sin duda el factor de mayor impacto en la actualidad.

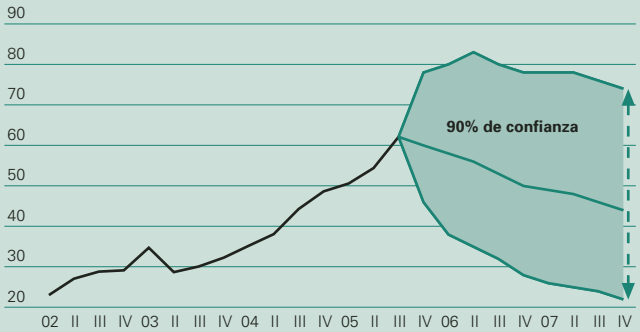
Revisión del escenario de precios

Uno de los principales rasgos del mercado es la alta persistencia del efecto sobre los precios de las noticias y temores del mercado acerca del balance futuro entre demanda y oferta de crudos. Los cuatro eventos descritos anteriormente, algunos de los cuales seguirán constituyendo elementos de preocupación, hacen necesario revisar el escenario de precios del petróleo.

El nuevo escenario base supone que los daños de la temporada de huracanes son de corto plazo y que el factor que persiste es la incertidumbre de una eventual salida del crudo iraní. Para 2006 el alza con respecto al escenario anterior sería de 20% para un precio medio esperado de 54.6 dólares por barril para el Brent y para **la mezcla mexicana de 42 dólares por barril**.

Estimación del Precio del Brent 2005-2007

Dólares por barril



Fuente: Estimaciones del Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Sin embargo, **la situación iraní abre un escenario de riesgo**, probabilidad entre 10-15%, que implica una salida real de la producción de ese país por un período superior a un año y que colocaría el precio para 2005 en 61.2 dólares por barril para el Brent y de 47.1 para la mezcla mexicana (9% superior al base) y en 89.9 dólares para el Brent y de 69.2 dólares para la mezcla mexicana para 2006 (64% superior al base).

Para 2007 se tendría en el escenario base un precio promedio esperado de 46.2 dólares por barril, mientras que en el de riesgo sería de 84 dólares. Para **la mezcla mexicana sería de 35.6 dólares para 2007** y 64.6 en el escenario de riesgo.

¿Hacia un nuevo equilibrio de precios?...

La pregunta clave: ¿estamos en presencia de un movimiento prolongado de alza hacia un nuevo equilibrio o es una sobre-reacción que tendrá una corrección a un nivel inferior?

Al analizar el comportamiento histórico de los precios se observa que estamos en ciclo atípico de alzas continuas, que ya comprende 9 trimestres, el más extenso desde 1957. Los cambios permanentes de los niveles de precios se han caracterizado por ser movimientos rápidos de alzas que contrastan con procesos de subidas de precios más graduales en los que los niveles de precios no se consolidan y convergen a un nivel inferior. Este clásico comportamiento del mercado, conjuntamente con un mejor desempeño de la oferta a mediano plazo, hace prever que estamos en una fase de sobre-reacción que se ajustará en el Brent a niveles más cercanos a 40 dólares que a los 63 dólares de la actualidad y como referencia para mezcla mexicana de 50 dólares a 30 dólares. Pero para llegar a estos niveles, incluso en el escenario central, habrá que esperar unos trimestres más.

Giovanni Di Placido giovanni_diplacido@provincial.com

¿La Desaceleración Industrial Afectará Permanentemente a la Demanda Interna?

En el primer semestre de 2005 se moderó el crecimiento

En el segundo trimestre de 2005, la actividad económica en México acentuó la desaceleración que se hizo presente al inicio del año. No sólo se rompió la tendencia al alza que parecía consolidarse en 2004; además, el cambio ha sido fuerte y con un perfil atípico para el momento del ciclo en que México parecía encontrarse. En series ajustadas por estacionalidad (ae), la tasa de crecimiento anual del PIB perdió casi tres puntos porcentuales (pp) al pasar de 4.8% al cierre de 2004 a 1.9% en 2T05. Con ello, el crecimiento de la economía en el primer semestre acumuló un 2.8% anual.

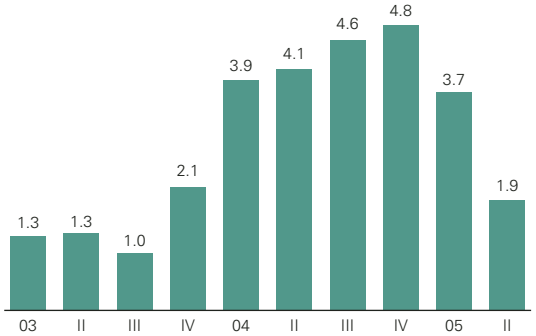
Aunque la desaceleración ha sido generalizada, existen diferencias temporales y características particulares entre los componentes de la demanda agregada que es conveniente revisar para comprender lo que está ocurriendo y analizar las perspectivas. En cuanto a la secuencia, la desaceleración se presentó primero en las exportaciones, si bien cabe destacar que la contracción ha sido más que proporcional a la moderación del crecimiento externo. Las exportaciones de bienes y servicios (en términos reales) pasaron de un crecimiento de 13.6% en el segundo trimestre de 2004 a 3.9% en 2T05, es decir, perdieron dos terceras partes de su dinamismo en un año.

Por su parte, reflejando el dinamismo de la demanda interna, las importaciones iniciaron su tendencia descendente dos trimestres más tarde y más gradualmente (1T05). Esto implicó un mayor crecimiento de las importaciones que de las exportaciones desde 4T04 y con una diferencia que ha sido creciente, en contraste con la situación en 2003 y la mayor parte de 2004. Esto es relevante porque cambia la aportación neta del sector externo al crecimiento del PIB; de hecho en los últimos tres trimestres observados dicha aportación fue negativa, y es probable que se siga ampliando. El consumo y la inversión también moderaron su impulso en los dos primeros trimestres de 2005; sin embargo, su comportamiento se puede calificar de atípico. Por un lado, el crecimiento de la inversión repuntó en el segundo trimestre y fue mayor que el del consumo, comportamiento que resulta normal en periodos de expansión o de alto crecimiento pero no sería lo esperado en la coyuntura actual.

Por otro lado, la desaceleración del consumo no parece muy congruente con la evolución de los indicadores mensuales que habitualmente adelantan bien el comportamiento de este agregado; como las ventas de establecimientos comerciales, el crédito al consumo, el empleo, las remuneraciones reales, las ventas internas de automóviles, etc. En una relación sencilla de consumo a ventas de establecimientos comerciales en los últimos diez años (y que presenta un buen ajuste, $R^2 = 0.90$), el valor estimado para el incremento en el consumo es de 4.7% contra 3.4% observado.[1] La conclusión es similar con otros indicadores como importación de bienes de consumo o crédito al consumo. En cualquier caso, más allá de cuanto de esta desaceleración es atípica, y pudiera ser revisada al alza, esto no debería invalidar el mensaje que está mostrando: de desaceleración.

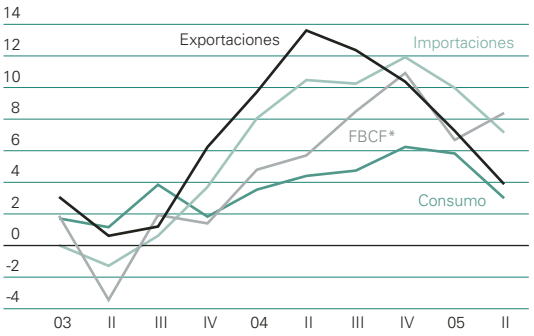
1 La diferencia entre ambos valores es alta (1.3 pp), pero estadísticamente no es significativa a un nivel de 95% de confianza, es decir, puede ser explicada por la volatilidad de la serie alrededor de su valor de tendencia.

PIB México
Variación % anual, ajustada estacionalmente



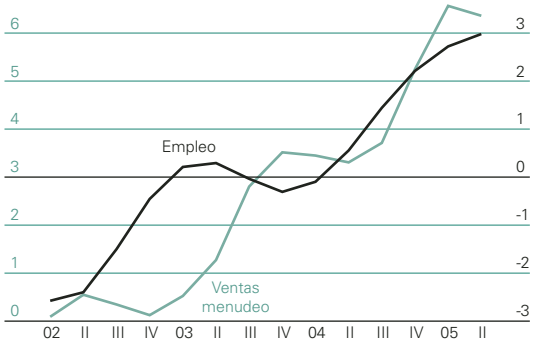
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Demanda Agregada
Variación % anual, ajustada estacionalmente



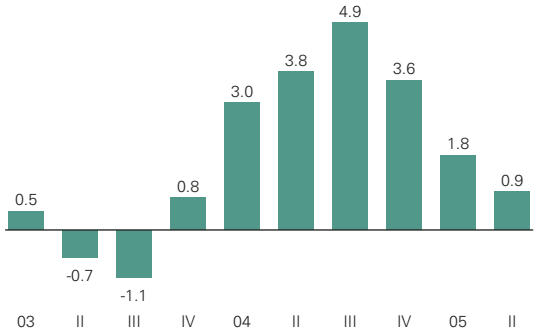
* Formación Bruta de Capital Fijo
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Indicadores de Consumo
Variación % anual, ajustada estacionalmente



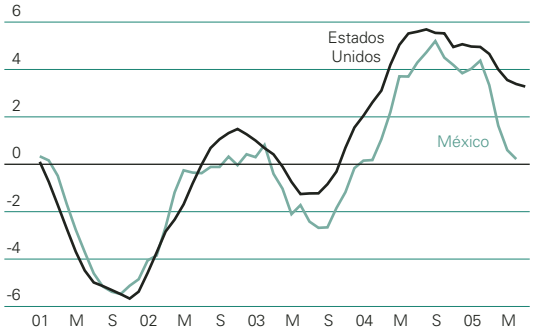
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI e IMSS

PIB Industria
Variación % anual, ajustada estacionalmente



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Manufacturas: Producción México y EUA
Var. % anual, ajus. estacionalmente, prom. móvil 3 meses



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

Por el lado de la oferta, el mayor ajuste en el sector industrial

Si bien con un rezago de un trimestre, el sector industrial reaccionó con fuerza a las tendencias negativas de las exportaciones. Cualquier cambio en las ventas al exterior necesariamente se traduce en un impacto en la producción manufacturera interna, lo que no resulta extraño dada la composición y peso de las exportaciones en el total de dicho sector (44% del valor de la producción), y este impacto se ha producido tanto por la moderación de la producción industrial estadounidense como por un cierto rezago de las variables mexicanas, lo que podría estar reflejando problemas de competitividad internacional. Pero estos no fueron los únicos factores que afectaron el crecimiento de la industria; ya que problemas circunstanciales y coyunturales, que podría revertirse en los próximos meses, como el comportamiento en los sectores automotriz y construcción, junto con un aumento del componente importado en el consumo e inversión, tuvieron un peso importante.

Desde la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), la producción industrial de México y EUA tuvieron un gran acoplamiento, sin embargo, en los meses recientes esta relación ha disminuido sensiblemente. Es sin duda este potencial cambio en el margen en el acoplamiento de México y EUA, lo que podría generar cierta cautela en las valoraciones de las perspectivas económicas hacia delante. La correlación entre la actividad manufacturera de ambos países ha disminuido, por ejemplo, para maquinaria y equipo (principal sector manufacturero en ambos países) la correlación bajo de 0.94 a 0.55, entre 2002 y 2005 (muestras de 36 observaciones). Esta situación se puede explicar por la recomposición industrial en el país del norte, que se está dirigiendo hacia sectores de alta tecnología, frente a los sectores donde México está mejor posicionado como el automotriz (revisar el recuadro: exportaciones mexicanas, competencia y retos) o por la existencia de un cierto rezago.

En lo interno, hay varios elementos que destacar. En primer lugar, la construcción resintió los altos precios de algunos insumos en 2004, en particular del acero. Además, la producción de vehículos automotores se vio fuertemente afectada por los problemas del sector en EUA. En ese sector también existe un problema de tipo estructural con la pérdida de participación en el mercado estadounidense en el segmento de automóviles para personas. Por último, una parte del crecimiento de la demanda interna se canalizó al exterior con un renovado apetito por bienes producidos en el exterior. Durante el primer semestre del año, el consumo de bienes importados creció 23% y el de maquinaria y equipo 16%, contra 3% del nacional en ambos casos.

Necesariamente las tendencias del sector externo y de la industria repercuten en los servicios. Sin embargo, su tasa de crecimiento es menos volátil que el de la industria y tiene una baja elasticidad ingreso. De hecho, fue el sector que sostuvo el crecimiento por el lado de la oferta, ya que agricultura tuvo un mal desempeño (-3.4%) por factores climáticos que retrasaron las siembras.

Existe una estrecha relación de los servicios con la actividad industrial del periodo y con la del periodo inmediato anterior, (R^2 = 0.96, regresión de 1T00 a 2T05) y obviamente, con la demanda interna (R^2 = 0.94, regresión de 1T00 a 2T05). Por tanto, es relevante preguntarnos hasta qué

punto la desaceleración de la industria afectará a los servicios. Dada su menor volatilidad y la existencia de factores de apoyo interno, en principio, esto debería apuntar a que, pese el lento crecimiento industrial, los servicios pueden seguir en expansión, si bien a menor tasa que en el pasado inmediato.

¿Disminuye el PIB potencial de la economía mexicana?

La evaluación del comportamiento de la economía mexicana durante el primer semestre de 2005 parece sencilla por sus resultados, pero es compleja en sus explicaciones. La disminución en el ritmo de crecimiento sorprendió tanto a las autoridades como a los analistas, por diferentes razones: demanda externa en crecimiento; fuerte dinamismo al cierre de 2004; aceptables resultados en indicadores adelantados como ventas al menudeo, empleo, crédito al consumo; y, altos precios del petróleo y por tanto potencial crecimiento en el gasto público deberían haber generado un crecimiento superior a 2.8%. A pesar de esto el consumo se desaceleró, sobre todo en el segundo trimestre del presente año. Algunas posibles explicaciones iniciales al respecto que habrá que valorar en los próximos trimestres son las siguientes:

Crecimiento inferior a su valor de tendencia. La evolución histórica del crecimiento del consumo presenta desviaciones sobre los valores de tendencia (o contra los valores esperados según indicadores adelantados) que tienden a compensarse. En el segundo trimestre de 2005 el crecimiento observado en el consumo es menor que el esperado en más de un punto y en los dos trimestres inmediatos anteriores había sido superior en la misma magnitud. Estos resultados podrían anticipar un desempeño en el tercer trimestre más próximo a su tendencia.

Pérdida de participación en el mercado estadounidense y menor integración con esa economía. Más importante que las posibles discrepancias estadísticas es, sin duda, la disminución en la cuota de mercado en EUA, en donde la presencia creciente de China y de otros competidores es un dato más que un riesgo potencial. Además, se ha presentado un desacoplamiento entre las economías de México y EUA, en particular en las manufacturas, que aunque parcialmente puede ser temporal, también tiene componentes estructurales y puede estar trasladándose con cierta intensidad a la demanda interna.

Disminución en el potencial de crecimiento de la economía mexicana. Un estudio reciente[2] del Fondo Monetario Internacional estima que el crecimiento de la economía mexicana será de 3.2% para el periodo comprendido entre 2005 y 2009. En este contexto los resultados de 2005 se podrían ver como una corrección hacia tendencias de largo plazo, pero sin olvidar que también hubo factores negativos coyunturales.

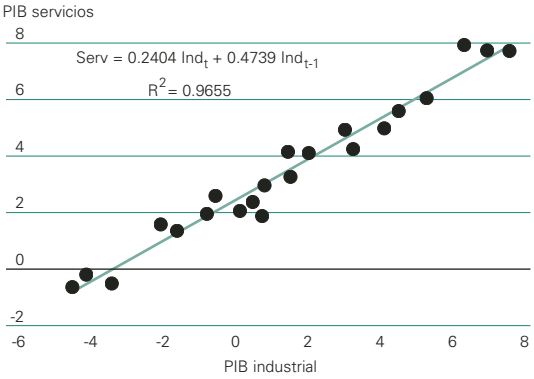
Puede haber disparidades entre indicadores y resultados, revisiones de series que cambien los valores específicos, o desviaciones temporales pero no hay duda sobre el menor crecimiento de la actividad en México, en particular en la industria. Esto agrega una interrogante a las perspectivas de crecimiento, no obstante la estabilidad financiera y la evolución positiva en muchos de sus indicadores.

2 *GDP Growth, Potential Output, and Output Gaps in México*, IMF Working paper , EP/05/93, mayo 2005.

PIB Servicios
Variación % anual, ajustada estacionalmente

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

PIB: Industrial vs. Servicios
Variación % anual, 1T00 - 2T05



Fuente: BBVA Bancomer

Empleo

Crecimiento en el número de asegurados en el IMSS, miles, ajustados estacionalmente

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI e IMSS

Perspectivas

Dentro de la incertidumbre asociada a un diagnóstico preciso de la situación actual, las perspectivas son de continuación de las moderadas tasas de crecimiento. El entorno externo será de crecimiento económico, aunque éste sea un poco menor. Así, el dinamismo de nuestro principal socio comercial, EUA, pasará de un 3.6% a 3.2% de 2005 a 2006 (ver sección entorno internacional)

La evolución de la economía mexicana en los próximos trimestres descansará en la superación de los problemas temporales ya comentados, y en la permanencia del dinamismo de la demanda interna. Esperamos que ésta se mantenga en expansión impulsada por la estabilidad macroeconómica, el empleo, el crédito, los ingreso petroleros, el mayor gasto asociado a la campaña política, y las necesidades de reposición de capital en las empresas. Por su parte, en la agricultura el problema es de un desfase en el ciclo agrícola, no de pérdida de producción; mientras que la construcción se recupera impulsada por el crédito a la vivienda y la obra pública; y en el sector automotriz los nuevos modelos abren una ventana de oportunidad de mayor crecimiento en los próximos trimestres.

En este contexto estimamos para 2005 un crecimiento del PIB del orden de 3%, cifra similar a la que podría crecer la economía en 2006. En conjunto, nuestra previsión implica una mejoría en el segundo semestre de 2005 con respecto al primero: 3.2% vs 2.8% respectivamente. Los principales riesgos a corto plazo de este escenario son la permanencia de altos precios del petróleo por un periodo prolongado, lo que podría repercutir negativamente en la producción industrial de EUA, y en la disminución en la complementariedad industrial con EUA, elemento que se deriva de la pérdida de competitividad y del retraso en las reformas estructurales. Además, habrá que estar pendientes de la evolución del entorno político, en caso de que la incertidumbre pudiera generar un aumento del ahorro y menores montos de inversión por motivos de precaución. En su conjunto, estos elementos abren un escenario de riesgo de menor crecimiento de la economía en 2005, más hacia el 2%.

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	**6.6**	**-0.2**	**0.8**	**1.4**	**4.4**	**3.0**	**3.0**	**3.7**	**1.9**	**2.8**	**3.5**	**4.4**	**3.0**	**3.0**
Demanda total	10.3	-0.5	1.0	1.2	5.9	4.2	3.8	5.4	3.3	3.9	4.2	8.0	5.9	5.3
Interna	8.3	0.3	0.9	1.8	5.3	4.6	3.7	6.0	4.0	4.3	4.1	4.0	4.0	3.4
Consumo	7.5	1.9	1.3	2.1	4.7	4.1	3.3	5.8	3.0	3.9	3.9	3.8	3.4	2.8
Privado	8.2	2.5	1.5	2.3	5.5	4.6	3.5	6.6	3.4	4.3	4.2	4.0	3.3	2.6
Público	2.6	-2.4	-0.1	1.0	-1.2	0.4	2.0	-0.2	-0.5	0.7	1.7	-0.1	0.0	0.2
Inversión	11.4	-5.6	-0.7	0.4	7.5	6.5	5.2	6.7	8.4	6.2	4.8	1.3	1.3	1.1
Privada	6.3	-4.7	-4.0	-1.2	7.6	5.5	4.1	7.8	7.6	2.0	5.0	1.2	0.9	0.7
Pública	24.7	-2.0	13.7	9.4	3.5	11.9	9.4	15.3	13.6	10.0	9.0	0.1	0.5	0.4
Var. existencias**												-1.1	-0.7	-0.4
Externa neta**												0.2	-1.0	-0.4
Externa	16.5	-3.7	1.5	2.8	11.5	5.0	5.2	7.2	3.9	5.5	3.7	4.0	1.9	2.0
Importación B. y S.	**21.6**	**-1.5**	**1.4**	**0.7**	**10.2**	**7.3**	**5.8**	**10.0**	**7.1**	**6.5**	**5.9**	**3.8**	**2.9**	**2.4**

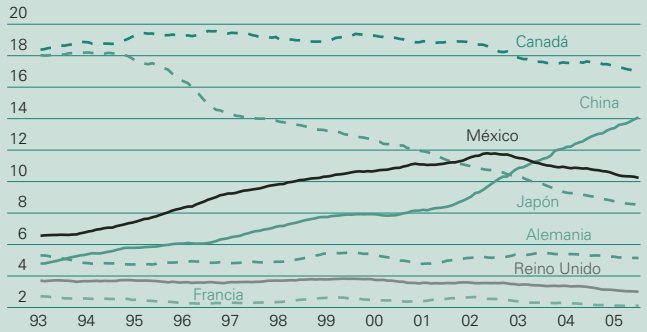
* Observado
** Las tasas anuales no se presentan por ser no representativas
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Exportaciones Mexicanas, Competencia y Retos

En 2004, el intercambio comercial de bienes y servicios de México con el resto del mundo representó 76% de su Producto Interno Bruto (PIB), participación que se duplicó en diez años. En particular, el mercado estadounidense representa el mayor destino para los productos mexicanos de exportación con 98% del total. En consecuencia la evolución, características y competencia en dicho mercado son relevantes para la economía nacional.

México ocupó el segundo lugar como socio comercial de Estados Unidos (EUA) en 2001 y 2002, desplazando de este sitio a Japón, si bien lo perdió frente a China en 2003 (ver gráfico inferior). Sin embargo, cuando las estadísticas se analizan sin petróleo, indicador que podría ser más adecuado para medir la penetración de las manufacturas, México ha ocupado el tercer puesto como proveedor de la economía estadounidense, con una participación decreciente a partir de 2002 y con una distancia en aumento con el segundo lugar.

Participación en las Importaciones de EUA
%, incluye petróleo, ene 1993 - jul 2005



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento de Comercio de EUA

Los cambios más fuertes en la participación de los diferentes países en el mercado norteamericano se observan después de la incorporación de China a la Organización Mundial de Comercio (en diciembre de 2001). De hecho, las importaciones de China en el mercado estadounidense, que venían ganando participación antes de esa fecha, ahora lo hacen sobre una base más grande, con un marco comercial formal, lo que les otorga un impulso extraordinario. En los últimos cuatro años China ganó casi cinco puntos de participación de mercado y sus exportaciones crecieron a una tasa de 22% promedio anual, esto implica más que duplicar su volumen de ventas en dicho periodo. Entre los principales socios comerciales de EUA, los perdedores de cuota de mercado han sido Japón, Canadá y México.

Principales Países Participando en Mercado de EUA
% en las importaciones de EUA, con petróleo

	2000	2001	1S05	Var.*
Canadá	18.8	19.0	17.4	-1.6
China	8.2	9.0	13.8	4.8
México	**11.2**	**11.5**	**10.4**	**-1.1**
Japón	12.0	11.1	8.6	-2.5
Alemania	4.8	5.2	5.2	0.0

* Variación, puntos porcentuales, 2001 - 1er. semestre 2005
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento de Comercio de EUA

Las exportaciones mexicanas se concentran en pocas líneas de productos, siendo las más importantes las de la industria automotriz (terminal y de autopartes), con un 22% de las exportaciones; y el petróleo con un 13%; junto con otras 7 concentran dos terceras partes del total (ver tabla inferior), si bien en los últimos años se ha observado una ligera tendencia a una mayor diversificación de productos. La evolución de cada uno de ellos es importante para analizar lo que pasa con las exportaciones.

México: Principales Productos Exportados a EUA
Estructura % de exportaciones

	2001	Jun'05	Difer.	Acum'01	Acum'05
Total	**100.0**	**100.0**	**0.0**	**100.0**	**100.0**
Petróleo	7.3	13.0	5.7	7.3	13.0
Autopartes	10.1	11.7	1.6	17.4	24.7
Vehículos de motor	16.2	10.4	-5.8	33.6	35.1
Enseres domésticos eléctricos	7.4	7.8	0.4	41.0	42.9
Equipo audio y video	5.9	5.0	-0.9	46.9	47.9
Equipo comunicación	4.8	4.6	-0.2	51.7	52.4
Equipo computación	6.4	4.1	-2.3	58.1	56.6
Prendas de vestir y accesorios	5.7	3.9	-1.8	63.8	60.4
Componentes electrónicos	5.6	3.4	-2.2	69.4	63.8
Productos agrícolas	1.9	3.0	1.1	71.3	66.8

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento de Comercio de EUA

En términos generales, los principales productos exportados por México coinciden con la estructura de las importaciones estadounidenses. Sin embargo, en México están más concentrados, 67% en diez productos (frente a 63% de los 10 productos que más importa EUA); lo que resulta relevante es que algunos de los principales renglones de exportación en México no son de los mercados de importación más dinámicos en EUA, como es el caso de los automóviles. Además, en otros, la participación es relativamente baja, por ejemplo, en productos farmacéuticos y medicinales. En cualquier caso, conviene tener en cuenta que las condiciones son cambiantes, por tanto, la participación de México en el mercado estadounidense debe verse en forma dinámica.

Entre 2001 y 2005, de los primeros diez productos de origen mexicano importados en EUA, sólo dos han mejorado su participación en el mercado norteamericano, petróleo y productos agrícolas; mientras que los otros ocho, los manufactureros, disminuyeron su participación. Los cambios más fuertes se observaron en equipos de comunicación, equipo de computo, vehículos de motor y equipos de audio y video. Es decir, pierden peso aquellos de mayor valor agregado. Desde luego las ganancias de cuota de mercado de China no son exclusivamente restándole mercado a México, es un fenómeno global. Por ejemplo, en equipo de computación, la participación de China pasó en este periodo de 14 a 43% y la de México bajó de 14.3 a 9.2%, evidentemente el avance de China (29 pp) no afectó solamente a México (-5.1 pp). Además, también existen diferencias por productos, por ejemplo, en automóviles Alemania y Corea aumentan su participación y Malasia lo hace en equipo de computación, por mencionar algunos casos

Participación de México en Importaciones de EUA

Principales productos y principal país que mejoró en dicho mercado

	Méx. en impor. EUA, %			País ganador	
	2001	Jun'05	Difer.	País	Dif.pp
Total	**11.5**	**10.4**	**-1.1**		
Petróleo	10.1	11.0	0.9	Venezuela	1.9
Autopartes	27.4	26.9	-0.5	China	2.4
Vehículos de motor	17.1	12.4	-4.7	Korea	2.1
Enseres domésticos eléctricos	25.2	24.5	-0.7	China	6.4
Equipo audio y video	28.1	23.7	-4.4	China	9.7
Equipo comunicación	23.1	17.3	-5.8	China	15.1
Equipo computación	14.3	9.2	-5.1	China	29.5
Prendas de vestir y accesorios	13.0	9.1	-3.9	China	12.6
Componentes electrónicos	10.9	8.6	-2.3	China	7.8
Productos agrícolas	22.4	24.2	1.8	Brasil	2.5

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento de Comercio de EUA

Cuando se considera un ejercicio más general, el total de las exportaciones agrupadas en un poco más de 100 categorías, la mitad de éstas aumentan su participación y la mitad la disminuyen. Sin embargo, en términos de valor, en las negativas predominan las de mayor peso y el total disminuye. Por tanto, lo relevante es la pérdida de participación total de México, un fenómeno que sin duda se explica por una menor competitividad, y que puede tener importantes implicaciones para el crecimiento.

La competitividad y capacidad de respuesta de los artículos hechos en China se puede aproximar analizando su participación en el aumento de las importaciones de los principales productos en EUA. En el cuadro adjunto se presenta, para las principales manufacturas exportadas por México, los incrementos de China y de México con respecto al aumento total de las importaciones norteamericanas. Por ejemplo, en equipo de computación, las importaciones de EUA aumentaron en casi 15 mil millones de dólares (mmd) entre 2001 y 2004, las importaciones procedentes de China lo hicieron en 21.3 mmd, aprovechando un mercado en expansión y desplazando competidores como México que perdió 1.3 mmd. Aunque en otros productos México no perdió ventas en dólares e incluso las aumentó, si retrocedió en participación y no pudo aprovechar el crecimiento del mercado.

Incremento de las Importaciones en EUA

Productos seleccionados, 2001-2004, millones de dólares

	Total	De China	De México
Autopartes	16,585	1,429	4,630
Vehículos de motor	16,522	—	-2,529
Equipo de cómputo	14,831	21,313	-1,091
Equipo de comunicaciones	11,618	5,887	1,168
Enseres domésticos	10,101	5,724	2,333
Equipo audio y video	9,554	6,116	481
Prendas de vestir y accesorios	8,151	4,535	-1,180
Equipos y aparatos científicos	7,217	745	413
Equipo electrónico	-1,063	4,886	-1,373

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento de Comercio de EUA

De las principales manufacturas exportadas por México, en siete productos China aprovechó mejor las oportunidades de crecimiento del mercado estadounidense. En contrapartida, sólo en dos este país no tiene una presencia relevante: vehículos de motor, en donde México no pudo conservar su cuota de mercado, y en autopartes, donde la presencia de China es nueva pero crece aceleradamente y representará un reto en un futuro no lejano.

La demanda externa fue muy importante en la evolución de la economía mexicana a partir de la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Sin embargo, las condiciones externas han cambiado y las ventajas iniciales se han diluido. Por tanto, para aprovechar el potencial del mercado estadounidense y las ventajas del acuerdo comercial es indispensable mejorar la productividad interna avanzando en las reformas estructurales de segunda generación que impulsen una mayor competitividad y permitan aprovechar las oportunidades que existen en el mercado de EUA. De no hacerlo se estará restando capacidad de crecimiento a la economía mexicana.

Fernando González f.gonzalez8@bbva.bancomer.com

2005 un Buen Año para la Inflación: ¿Llegaremos y Nos Mantendremos en la Meta?

El mejor resultado de inflación en 34 años

En 2005 la inflación en México ha alcanzado niveles históricamente bajos, no vistos desde el inicio de los años setenta (el mínimo se alcanzó en 1971 con un 2.5%) y muy próximos a la meta del Banco de México (3%). En septiembre resultó incluso inferior a la observada en EUA dado el impacto diferente de los precios del petróleo. Ha sido un camino largo hacia la estabilización de los precios, desde que en 1995 el banco central comenzó a establecer gradualmente una conducción monetaria de inflación por objetivos ("Inflation Targeting"), cualitativa primero, y cuantitativa con metas explícitas a partir de 2000.[1] La convergencia hacia la meta de inflación es también la síntesis del proceso de estabilización de la economía mexicana, en el que han influido disciplina fiscal, autonomía del banco central, liberalización y desregulación de mercados, así como el compromiso del sector público con los objetivos de inflación.

La inflación general pasó de un máximo reciente en noviembre de 2004 de 5.4% a 3.5% en septiembre. En particular la subyacente alcanzó en dicho mes niveles de 3.2%, por debajo del mínimo en que se había mantenido desde 2002 (3.4%, con rango hasta 3.8%) y actualmente podría encontrarse en trayectoria hacia la meta del 3%. Este artículo analiza las razones que explican la disminución de la inflación, presenta estimaciones para el cierre de 2005 y 2006, así como los aspectos que podrían desviar esos pronósticos.

¿Por qué bajó la inflación? Se diluyeron los choques de oferta…

Un elemento fundamental en los resultados de la inflación en 2005 fue que los choques de oferta se diluyeron, por reducción en precios agropecuarios, por el compromiso del gobierno de alinear los precios públicos con la meta del banco central, así como por la reducción de los precios internacionales de materias primas, principalmente acero.

En los agropecuarios se revirtió el alza de los precios observada en el segundo semestre de 2004, que llevó al subíndice de frutas y verduras a fluctuaciones en la tasa anual, de -1% en agosto a 15% en noviembre de ese año. El promedio de variaciones mensuales en este subíndice en la segunda mitad de 2004 fue 2.1%, contra una caída de 0.1% en el primer semestre de 2005. Por su parte, los incrementos en los precios del petróleo no incidieron en la inflación en México durante 2005 debido al alineamiento de los precios públicos a la meta de inflación. Esta política fue especialmente relevante en el caso de los administrados (electricidad, gas y gasolinas) por ser la primera ocasión desde 1998 en que su crecimiento resulta inferior al del INPC. Así, el componente no subyacente, específicamente los subíndices de administrados y concertados y agropecuarios, explica tres cuartas partes de la baja en la inflación entre diciembre de 2004 y septiembre de 2005.

En la caída de la inflación subyacente contribuyó por un lado, la menor transmisión de precios agrícolas a alimentos procesados: el subíndice de alimentos, que representa cerca del 25% de la subyacente,

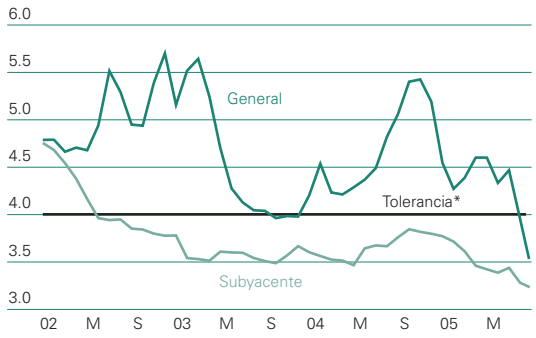
1 Entre 1995 y 1999 las metas de inflación fueron cualitativas, para "coadyuvar a la estabilización de los precios". Fue hasta 2000 cuando el Banco de México anunció en su programa monetario metas específicas de inflación.

Inflación Observada y Meta
Variación % anual, fin de periodo

	Inflación observada		
	General	Subyacente	Objetivos
1995	52.0	52.8	19.0
1996	27.7	25.6	20.5
1997	15.7	15.9	15.0
1998	18.6	17.7	12.0
1999	12.3	14.2	13.0
2000	9.0	7.5	10.0
2001	4.4	5.1	6.5
2002	5.7	3.8	4.5
2003	4.0	3.7	3.0 +/-1pp
2004	5.4	3.8	3.0 +/-1pp
2005*	3.8	3.2	3.0 +/-1pp

* Estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banxico

Inflación
Variación % anual



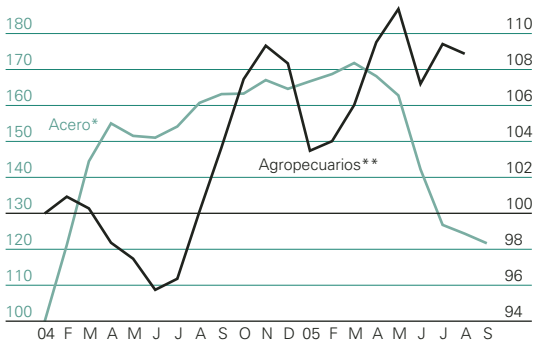
* Nivel de tolerancia Banxico
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Indice Nacional de Precios al Consumidor

	Peso (%)	Var. % anual Dic'04	Var. % anual Sep'05	Cont.*
INPC	**100.00**	**5.19**	**3.51**	**-1.68**
Subyacente	69.56	3.80	3.20	-0.41
Alimentos	37.03	3.87	3.05	-0.30
Habitación	17.86	3.70	2.37	-0.24
No subyacente	30.44	8.20	4.17	-1.23
Agropecuarios	8.07	10.11	4.53	-0.45
Administrados	7.77	10.02	3.65	-0.50
Gasolinas	3.66	5.84	3.82	-0.07
Gas	1.84	18.27	12.31	-0.11
Electricidad	2.27	9.16	-4.48	-0.31

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

Materias Primas
Indice enero 2004 = 100



* Precio spot de exportaciones desde Latinoamérica en lámina rolada en frío
** De INPC
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Metal Bulletin y Banco de México

redujo su tasa de crecimiento de 7 a 4.5% entre diciembre de 2004 y septiembre de 2005. Por otro lado, influyó la reducción de los precios del acero en la primera mitad de 2005, 15% respecto al cierre de 2004, al reducirse los costos de edificación de vivienda que, aunado a las políticas de apoyo a este sector para generar mayor oferta, moderó las presiones en los precios de las rentas. En conjunto, la contribución de alimentos y servicios de vivienda a la baja en la tasa de inflación al mes de septiembre (vs. diciembre 2004) fue de 0.61 puntos porcentuales.

… se desaceleró la economía y el peso se mantuvo fuerte y estable

En la baja de la inflación influyó también la desaceleración de la demanda interna. La pérdida de impulso en el consumo privado, incluso con caída trimestral en el periodo abril-junio, contribuyó a moderar las presiones en el subíndice de servicios distintos a vivienda, el componente que ejercía la mayor presión de alza en la subyacente. Sin el impulso de la demanda, hay menor lugar para efectos de segunda ronda, o la transmisión de presiones inflacionarias hacia salarios, expectativas y formación de precios. Dado que el empleo es una variable rezagada de la actividad, incluso podría comenzar a verse algo más de contención salarial en el segundo semestre del año.[2]

Por último, la fortaleza del peso jugó también un papel en la reducción de la inflación (ver recuadro). Aunque en los últimos años la transmisión del tipo de cambio a los precios se ha reducido significativamente (en parte por menor volatilidad en la paridad), la fortaleza del peso (apreciación de 3.8% en septiembre vs. diciembre 2004) podría ser la razón del bajo ritmo de crecimiento en las mercancías distintas a alimentos, con la menor tasa entre todos los componentes de la inflación en 2004 y 2005.

Hacia el cierre de 2005 la inflación puede continuar su trayectoria reciente: la general podría ubicarse alrededor de 3.8% dependiendo de la volatilidad de los agrícolas, en tanto que la subyacente cerrará en un rango de 3.0-3.2%. Si bien ambas entran en el intervalo de tolerancia del Banco de México no puede hablarse aún de convergencia plena. Para ello se requiere niveles de inflación subyacente en torno a 3% de forma estable, que permitan que la inflación general permanezca dentro del rango de tolerancia de 3% +/-1 punto porcentual incluso en periodos con presiones de carácter estacional o choques de oferta. Por su estructura, el INPC tiene una volatilidad inherente de hasta 33%, con lo que la meta de inflación se puede alcanzar consistentemente sólo cuando la subyacente se ha estabilizado por un periodo prolongado alrededor de la meta (3%).

2006: perspectivas optimistas, con reservas

El contexto de la inflación en 2006 será un crecimiento del PIB nuevamente por debajo del potencial (3 vs. 3.5%[3]) con una cierta moderación de la economía mundial que favorecerá la baja en los precios del crudo; estabilidad en la paridad del peso frente al dólar; probabilidad de mayor volatilidad con un sesgo de alza en los precios agrícolas (dada la tendencia cíclica de los precios, con alternancia de

2 En el primer semestre de 2005 las negociaciones salariales se mantuvieron prácticamente al mismo nivel que en el mismo periodo de 2004, en 4.5% anual.
3 Según estimaciones FMI para el periodo 1996-2003. Documento de Trabajo 05/093 Mayo 2005.

altos y bajos de un año a otro); y, por último, una política de precios públicos que podría nuevamente alinearse a la meta de inflación.[4]

Para la inflación subyacente, el moderado ritmo de crecimiento económico limitará las presiones de demanda; en conjunto con la esperada estabilidad del peso, sin presiones de energéticos (por blindaje a través de medidas fiscales que limitará la transmisión de precios internacionales), permitirán mantenerla en un rango de 3-3.5%. En esta previsión las expectativas (con impacto en salarios) jugarán un papel clave: éstas no han reflejado todavía los buenos resultados de la inflación en 2005, las de 12 meses continúan en niveles cercanos a 4% y las de mediano plazo (2006-2009) se encuentran aún cargadas hacia el límite superior de la meta (3.7% en septiembre según la encuesta de expectativas de Banxico). La rigidez de la economía y la dificultad para bajar las expectativas de inflación y las negociaciones salariales podrían obstaculizar la convergencia de la subyacente.

Por su parte, la inflación general estará sujeta a factores de estacionalidad, que la ubicarán de nueva cuenta por encima de 4% durante el primer semestre de 2006. La volatilidad en los agrícolas podría igualmente desviarla temporalmente de su trayectoria de convergencia. Al cierre de 2006 podría ubicarse en torno a 3.7%, un nivel similar al de 2005 (estimado de 3.8%).[5] En síntesis, el panorama para 2006 permite cierto optimismo para la inflación, sin embargo debe advertirse la dificultad para lograr una convergencia plena hacia la meta del Banco de México, en la que influyen la rigidez en las expectativas y vulnerabilidad ante choques de oferta.

Los riesgos

A pesar del blindaje del gobierno ante la subida de los costos internacionales de los energéticos, el petróleo seguirá siendo el principal riesgo de alza para la inflación en 2006. En el escenario base, al que otorgamos 65% de probabilidad, la contribución de los energéticos (gasolinas, electricidad, gas) a la inflación general del año podría ser de 0.3 puntos porcentuales. Sin embargo, si el crudo continúa en aumento, incluso hasta niveles de 90 dólares por barril (Brent, promedio anual; ver recuadro) el efecto sobre la inflación general podría ser de hasta 1.4 puntos porcentuales; sería inevitable también algo de transmisión hacia la subyacente, por incremento en precios al productor e inflación importada. En este escenario de riesgo, con probabilidad de 15%, la inflación general podría moverse hacia niveles quizá superiores al 5%.

En el otro extremo, y con una probabilidad que actualmente situamos en el 20%, la inflación tendría aún mayor recorrido a la baja en un escenario donde la desaceleración se agudiza (crecimiento del PIB hacia el 2%), las expectativas de inflación (y los salarios) bajan, no hay presión de precios agrícolas y el gobierno cumple en mantener el subíndice de administrados y concertados dentro de la meta de Banxico. En ese contexto, la subyacente podría ubicarse incluso por debajo de 3% y la general aproximarse a 3%.

4 En el Programa Económico para 2006 se anticiparon los incrementos en los precios administrados: gasolinas 3%, electricidad 4% y gas LP con variación mensual en rango de 0.8 a 1.8% y gas natural con subsidio de 28% para uso doméstico.

5 La trayectoria mensual de la inflación general considera los efectos de estacionalidad de los distintos componentes, la política de precios públicos anunciada y el riesgo de un año agrícola de precios altos (incremento promedio mensual de 0.5%, vs. 0.35% estimado en 2005).

Impacto en Inflación del Programa de Energía 2006

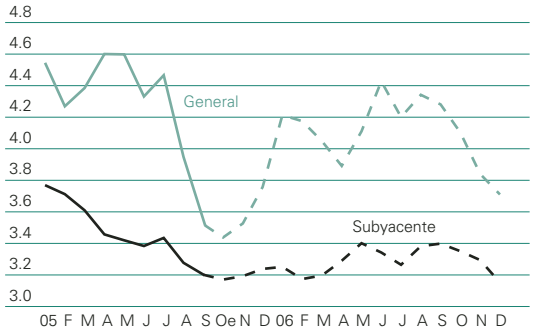
	Part.*	Var. % anual			Impacto , pp		
		2004	2005	2006	2004	2005	2006
Total	**7.77**	**7.6**	**6.4**	**3.5**	**0.59**	**0.50**	**0.27**
Gasolina	3.66	5.2	4.3	3.0	0.19	0.16	0.11
Electricidad	2.27	8.8	1.9	4.0	0.20	0.04	0.09
Gas domés.	1.84	10.9	16.0	3.8	0.20	0.30	0.07
LP	1.75	9.3	16.4	4.0	0.16	0.29	0.07
Natural	0.09	42.4	9.5	0.0	0.04	0.01	0.00

* Participación INPC, %
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Salarios Nominales e Inflación
Variación % anual, promedio móvil 3 meses

* Expectativas de inflación 12 meses
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación 2005 - 2006
Variación % anual



Nota: Estimada a partir de octubre 2005
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Los Determinantes de la Inflación: 1996-2005

Desde que la inflación ha logrado sostenerse en niveles de un dígito, en el año 2000, han ocurrido cambios importantes en la economía, como una política monetaria con objetivos de inflación explícitos y menor volatilidad en la cotización del peso. Ello ha dado lugar a cambios igualmente importantes en los determinantes de la formación de precios. En este recuadro se analiza, como una primera aproximación a este relevante tema, el cambio en dichos determinantes y sus implicaciones sobre las tendencias de la inflación en el mediano plazo.

Mediante un modelo de vectores autorregresivos (VAR) de corrección de errores[1] se analizó la sensibilidad de la inflación subyacente a impulsos externos durante el periodo 1996-2005, para identificar sus principales determinantes. La muestra se dividió en dos, 1996-2000 y 2001-2005, debido a la disparidad en las condiciones de la economía entre ambos periodos: el primero, caracterizado por crecimientos del PIB a tasas elevadas, inflación de dos dígitos, alta volatilidad en tipo de cambio y política monetaria sin objetivos explícitos; el segundo periodo, con menor presión de demanda, inflación de un dígito y en descenso, menor volatilidad cambiaria y objetivos explícitos de inflación por parte del Banco de México. En ambos periodos se observó alta volatilidad en los precios de materias primas, energía y alimentos.

Las variables del modelo, en series mensuales y ordenadas según su grado de independencia respecto a la subyacente fueron: precios de materias primas (alimentos no elaborados y energía), actividad económica (IGAE), tipo de cambio, salarios, inflación rezagada (un periodo) y tasas de interés real (Cetes28). Para incorporar su efecto pleno, la respuesta al impulso de cada variable se tomó al cabo de un año.

Los resultados del análisis confirman los efectos del cambio en las condiciones económicas sobre los determinantes de la inflación: las materias primas (energía y agrícolas), que podrían reflejar choques de oferta, explicaban en el primer periodo sólo 3% de la variabilidad en la inflación subyacente, mientras que en el segundo explicaron cerca del 50%; por su parte, el IGAE, que incorpora los choques asociados a presiones de demanda pasó de 9 a 21%, lo cual es producto de un ciclo económico más "normal" en México (ver Situación México, primer trimestre 2005) y seguramente de la propia convergencia de la inflación.

1 Los modelos VAR de corrección de errores identifican el efecto de las relaciones de largo plazo entre las variables en las fluctuaciones de corto plazo.

En contraste, el tipo de cambio pasó de una contribución cercana a 30% en el primer periodo, a 20% en el segundo. Otros factores que perdieron participación fueron los salarios, las tasas de interés, y la inflación rezagada; los tres con tendencia a la baja. La fuerte caída en los salarios (de 17 a 7%) y la inflación rezagada (de 33% a un sorprendente 2%), refleja mayor madurez en el proceso de formación de precios: la baja en salarios responde a expectativas de inflación en convergencia con la meta del Banco de México. Por su parte, la pérdida de participación del componente inercial sugiere un avance en el proceso de estabilización de la economía, con un acotamiento en los márgenes de las empresas que las obliga a reaccionar con mayor velocidad y en algunos casos a absorber parte de los choques externos.

Inflación Subyacente
Análisis de Descomposición de Varianza
Contribución % a la variabilidad*

	1996-2000	2001-2005
Energía	1.3	27.1
IGAE	8.9	21.3
Tipo de Cambio	28.5	19.8
Agrícolas	1.7	19.6
Salarios	17.1	7.2
Tasa de interés	10.0	2.7
Rezago subyacente	32.6	2.3

* Impacto al cabo de 12 meses
Fuente: BBVA Bancomer

Los resultados del análisis de descomposición de varianza para el periodo 2001-2005 son relevantes en la construcción de escenarios de inflación en el mediano plazo. En 2006, con un ritmo de expansión de la economía nuevamente quizá debajo del potencial, posibilidad de precios del crudo aún elevados y de un ciclo agrícola desfavorable, los principales riesgos de la inflación podrían venir principalmente asociados a choques de oferta.

Así, se estimó una posible trayectoria de la inflación subyacente ante distintos escenarios del precio del petróleo, dadas las previsiones de crecimiento económico y salarios. Para ello se construyó un modelo de regresión lineal incluyendo negociaciones salariales, el precio del

petróleo y la actividad económica, que podrían reflejar choques externos y expectativas de inflación.[2]

Bajo el escenario base, que supone para 2006 una trayectoria descendente en los precios del crudo, presiones moderadas de demanda, y negociaciones salariales contenidas por convergencia en las expectativas de inflación, la subyacente continuaría con una tendencia de baja, hacia niveles de 3% en promedio en el año. En un escenario de riesgo, con los precios del crudo aún en aumento (promedio de 88 dólares por barril para el Brent[3] vs. estimado de 55 dólares para 2005), el impacto sobre la inflación subyacente sería de alrededor de 10% (de 3 a 3.3% promedio anual). Habría que sumar los efectos sobre el componente no subyacente, específicamente el subíndice de administrados y concertados, que podrían añadir hasta 1.4 puntos porcentuales a la inflación general. También habría que agregar efectos de segunda ronda como mayores expectativas, transmisión a salarios, etc., que este modelo no incorpora.

Sin embargo, no deja de resultar tranquilizador que el riesgo para la inflación subyacente en 2006 sea, de acuerdo a esta simulación, la transmisión de un potencial incremento en la volatilidad en los precios de materias primas (energía y agrícolas) que podrían elevar la inflación respecto a los niveles observados durante este año. Nada distinto a lo que se está observando en la actualidad en los países más desarrollados.

Eduardo Torres e.torres@bbva.bancomer.com
Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com

2 El modelo, estimado sobre series mensuales en tasas de variación anual, para el periodo enero 2001- agosto 2005 se especifica como:

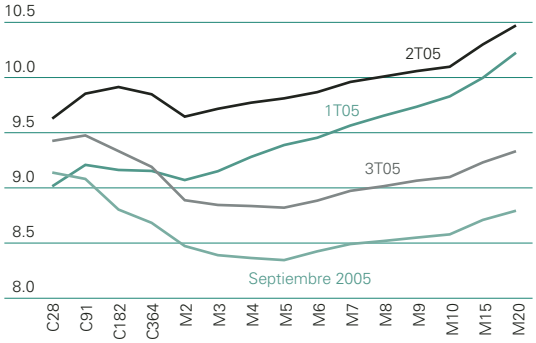
$$\text{Subyacente}_t = \underset{(0.01)}{0.01}*\text{Brent}_t + \underset{(0.00)}{0.14}*\text{IGAE}_{t-3} + \underset{(0.00)}{0.61}*\text{Salarios}_{t-4}$$

donde los números en paréntesis denotan el valor del estadístico-t para cada variable, que demuestra que son significativas al 95% de confianza. Se incluyeron también las variaciones en los precios al productor de frutas y verduras, aunque no resultó una variable significativa en el periodo de muestra considerado.

3 Ver recuadro de petróleo, en la primera sección.

Inicia el Ciclo de Baja en Tasa de Fondeo pero con Posible Pausa a Inicios de 2006

Curva de Rendimientos
% genéricas, promedios



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Valmer

Después de 16 incrementos en la tasa de fondeo bancaria, desde abril de 2003 hasta el 3 de mayo de 2005, el Banco de México permitió que dicha tasa bajara en dos ocasiones (26-agosto y 23-septiembre) para cerrar el tercer trimestre en 9.25%. Estas disminuciones tuvieron lugar tras acumularse evidencia de convergencia de la inflación general y subyacente hacia la meta de 3% (ver sección 2) y de la sorpresiva desaceleración económica en la primera mitad del año (la cual contribuye a limitar las presiones de demanda). Lo anterior, junto a la disminución en las expectativas de inflación en todos sus plazos (si bien especialmente las de corto plazo) —y el bajo riesgo de efectos de segunda ronda de choques de oferta y negociaciones salariales—, fue suficiente para que las autoridades permitieran el cambio en el ciclo monetario.

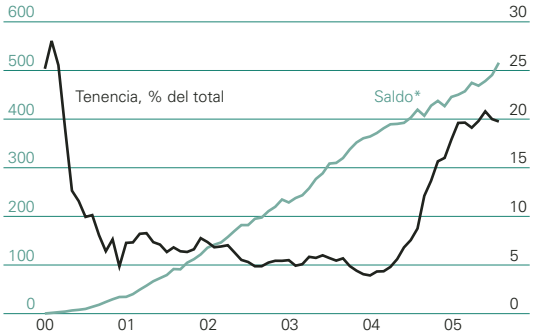
En cuanto a la estructura de tasas de interés, se observó desde abril de este año continuas disminuciones en las de mediano y largo plazos al grado de que la curva de rendimiento observara una pendiente negativa a partir de junio de 2005. Entre los factores detrás de este comportamiento destacan: (1) la elevada liquidez internacional, que ha repercutido en relativamente bajas tasas de bonos a 10 años en EUA y en mayor demanda por bonos de largo plazo en México; (2) la expectativa de menor inflación (capturada principalmente en tramos medios de la curva) y, en consecuencia, la anticipación del mercado a menores tasas de fondeo bancaria; y, en menor medida, (3) las perspectivas de menor crecimiento económico. En consecuencia el diferencial entre el bono a 10 años (M10) y la tasa de fondeo bancaria en México pasó de +45 pb promedio en el segundo trimestre del año a -0.50 pb en el tercero.

"Corto" y tasa mínima: herramientas a interpretar

La conducción de la política monetaria se ha basado tanto en cambios en el nivel del "corto" como en el establecimiento explícito de una magnitud de cambio en las condiciones monetarias internas —que de *facto* ha fungido como una tasa de interés mínima. Dentro del ciclo monetario restrictivo (abril 2004 a agosto 2005), Banxico incrementó en 10 ocasiones el "corto" de -33 millones de pesos diarios a -79 millones. De igual forma, estableció en su comunicación alzas de la tasa de fondeo similares a las observadas en EUA hasta que anunció la desvinculación con la Reserva Federal el 24 de junio.

En el ciclo de baja que acaba de comenzar, Banxico ha optado por mantener el corto en -79 millones y por determinar la magnitud de bajada en la tasa de fondeo bancaria en dos ocasiones. El uso que le ha dado a ambos instrumentos ha generado incertidumbre en el mercado sobre las intenciones de conservar dos instrumentos y, en particular, sobre la funcionalidad del "corto" frente la tasa de fondeo bancaria mínima que indica el banco central. Al respecto se pueden destacar tres interpretaciones sobre la coexistencia de ambos instrumentos. Primera, el "corto" pudiera estar agotado como señal al mercado y sería, en dicho caso, cuestión de tiempo para adoptar formalmente una tasa de referencia. Segunda, se rescata el "corto"

Bonos Gubernamentales y Tenencia Extranjera



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

como una señal de ritmo de bajas/alzas en tasas de interés de forma tal que al permitir una tasa menor y mantener el "corto" se enviaría la señal de un comportamiento "cauteloso" de Banxico. Tercera, Banxico manejaría "instrumentos *ad-hoc*" que le permitiera, por un lado, tener la flexibilidad de limitar el ritmo de bajada de tasas de interés y, por el otro, permitir que el mercado acomode —con mayores tasas de interés— potenciales choques negativos en la economía que repercutieran sobre el mercado cambiario (v.gr. contracción de liquidez y aumento del riesgo político).

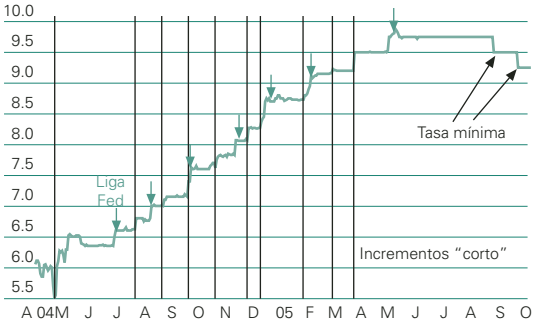
Anticipamos un proceso de bajada gradual del fondeo 4T05 y 2006, pero con una probable pausa antes de las elecciones

Si bien es claro el inicio del ciclo de menores tasas de fondeo, queda abierta la interrogante sobre el ritmo de su bajada. Al respecto, consideramos que Banxico optará por disminuciones graduales en el fondeo bancario ante la presencia de riesgos domésticos e internacionales. Dos factores domésticos nos sugieren un ajuste moderado en el fondeo. Primero, el probable repunte de la inflación al cierre de año (3.8%) aunque su tendencia continúe siendo de convergencia al 3%. En particular, prevalecerá una elevada incertidumbre sobre precios agrícolas y un potencial ajuste en precios públicos ante elevados precios del petróleo. Segundo, el debate político tenderá a intensificarse conforme se aproximen las elecciones, lo cual podrá inducir mayor volatilidad del peso y de las tasas de interés en la curva de rendimientos.

Por su parte, los riesgos internacionales a favor de una mayor prudencia monetaria son varios: la persistencia de los choques en la oferta de energéticos que tenderán a reflejarse en mayor inflación en el mundo; por otro lado, el proceso de aumento de tasas de la Reserva Federal; y, vinculado al anterior, tercero, el latente incremento en la "aversión al riesgo" de inversionistas internacionales que pudiera depreciar a la paridad a niveles que implicaran mayor riesgo inflacionario. Si bien este evento lo consideramos aún lejano, no hay que perder de vista que en 2006 varios países Latinoamericanos registrarán procesos electorales lo cual pudiera incrementar el riesgo percibido de la región. Finalmente, consideramos que en el proceso de baja de las tasas, Banxico intentará no inducir cambios erráticos en la dirección del ciclo monetario a fin de no ser factor de volatilidad en el mercado.

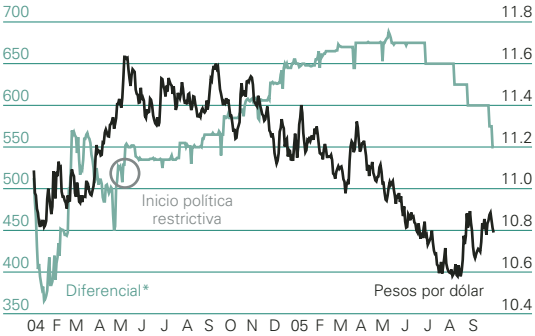
Bajo este panorama consideramos, en nuestro escenario base, que se observarán dos disminuciones adicionales de la tasa de fondeo en 2005 (cierre en 8.75% vs. actual de 9.25%) y, posteriormente, en la primera parte de 2006, se hará una pausa en la bajada ante los incrementos de riesgos domésticos y la necesidad de monitorear el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta de Banxico. Posterior a las elecciones federales, y coincidiendo con reducciones adicionales en la inflación, existe mayor probabilidad de que se retome la disminución de forma que cierre el año en 8.0% bajo el supuesto de un proceso político ordenado.

Tasa de Fondeo e Instrumentos Banxico
%



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Diferencial de Tasas México y EUA
Fondeo bancario menos Fed, puntos base



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

Tasa de Interés a 10 Años

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Escenario 2005-2006: Tasas de Interés

%, fin de periodo

	Base		Sesgo baja	
	FB	M10	FB	M10
4to. trim 2005	8.75	8.7	8.5	8.5
1er. trim. 2006	8.75	8.8	8.0	8.1
2do. trim. 2006	8.75	9.4	8.0	8.7
3er. trim. 2006	8.25	9.1	7.5	8.4
4to. trim. 2006	8.00	8.7	7.0	8.0
2005 (prom.)	**9.30**	**9.4**	**9.3**	**9.4**
2006 (prom.)	**8.40**	**9.0**	**7.8**	**8.2**

FB Tasa de fondeo bancario y M10 tasa del Bono a 10 años
Fuente: Estimaciones BBVA Bancomer

En el tramo largo de la curva la tasa del M10 estará determinada fundamentalmente por las condiciones de liquidez internacional (en especial del Bono de 10 años en EUA) y de la evolución de la inflación esperada. Bajo nuestro escenario central, el M10 podrá cerrar el año en niveles cercano a los actuales (próximo a 9%) y permanecer en un rango estrecho entre 9.4 y 8.7% a lo largo de 2004. Con ello, la curva de rendimiento mostraría un pendiente plana similar a la que se pudiera registrar en EUA.

El sesgo más probable es el de menores tasas de interés

A la fecha, no se puede descartar que perdure por más tiempo la liquidez internacional —ya sea por alzas moderadas en las tasas en EUA o impulsada por los recursos generados por los precios del petróleo— que sustente mayor fortaleza en el tipo de cambio y permitan "acomodar" mayores bajadas en la tasa de fondeo bancaria sin repercusiones cambiarias importantes (ver artículo del tipo de cambio página 24). Paralelamente, menores niveles de fondeo bancario podrían observarse en caso de mayor convergencia del proceso inflacionario bajo un proceso pre/post-electoral ordenado y un sólido "blindaje macroeconómico", o bien, por una mayor desaceleración económica (crecimiento PIB hacia 2%).

Con este escenario, al que asignamos una menor probabilidad, la tasa de fondeo bancaria podría disminuir hasta 8.5% y 7.0% al cierre de 2005 y 2006 respectivamente (rango en el que estimamos podría encontrarse la tasa de interés neutral en México). Por su parte, si esto se acompaña con una continuación de la actual situación de elevada liquidez internacional se traduciría en tasas de largo plazo más reducidas (cierres 2005 y 2006 del M10 en 8.5 y 8%).

Consideramos que el riesgo de mayores tasas de corto plazo se encuentra más limitado en la actualidad y sólo se podría detonar por una importante reversión de la inflación, un fuerte incremento del riesgo político, por una corrección abrupta en la liquidez internacional o por la percepción de aguda pérdida de competitividad de México. Estos últimos factores podría desencadenar una fuerte depreciación del peso.

Recientes Determinantes de la Curva de Rendimientos en México

Evolución y Determinantes

La pendiente de la curva de rendimientos en México ha presentado continuas disminuciones en 2005, al grado que el diferencial entre las tasas de Bonos a 10 años y los Cetes a 28 días se ubicó en -0.52 pb al cierre de 3T05. Esta tendencia ha generado diversas interpretaciones sobre los factores detrás de la estructura de las tasas de interés, la información que contiene y la posible reacción frente a un cambio en el entorno económico doméstico y/o internacional.

Al respecto, el comportamiento de la curva puede atribuirse a: (1) la política restrictiva de Banxico (que se prolongó por 13 meses hasta agosto de 2005) la cual tuvo mayor respuesta de alza en tramos cortos de la curva; (2) la disminución de la inflación esperada que fue incorporado, en primera instancia, en las tasas de interés de mediano plazo; (3) la elevada liquidez internacional que implicó la entrada de inversionistas externos a tramos largos de la curva y, por tanto, disminuciones en la tasa de bonos a 10 años (2T05), apoyada por la demanda compradora de las Afores; (4) la desaceleración económica en la primera parte del año; y (5) la disminución de medidas de riesgos (EMBI+) que favorece al desplazamiento de la curva.

¿Cuál es la importancia de cada factor?

Para explorar esta respuesta es útil desarrollar modelos multivariados como una referencia del reciente comportamiento de la curva.[1] Los resultados nos sugieren la gran importancia de la liquidez internacional, medido a través de la pendiente de la curva en EUA, para explicar las desviaciones de la curva mexicana a sus niveles estimados. Además de su **elevada contribución a la explicación de la curva en México (entre 33.6 y 39.2%), los efectos de la liquidez internacional son los más perdurables** entre los factores identificados. De forma similar, **la inflación contribuye crecientemente** a las variaciones en la curva **al explicar hasta 39.2% al cabo de 3 meses** (ver cuadro). En cambio, variaciones en el riego soberano (EMBI+) tienden no sólo a desplazar a toda la curva de rendimiento, sino a ajustar su pendiente de forma gradual: explica hasta 16% seis meses después del impulso. Por su parte, los choques monetarios (medido como el cambio de tasa de fondeo bancario) son los de mayor importancia para explicar la pendiente de la curva en México (explica el 40.6% el primer mes); sin embargo, su relevancia se diluye rápidamente en el tiempo.

1 Modelos de Correción de Error desarrollados en **Edelberg, W. and D. Marshall**, "*Monetary policy shocks and long-term interest rates*", Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago (1996).

Contribución a los Cambios de la Pendiente de la Curva Mexicana

% de contribución

Meses	Pend. EUA*	EMBI	Producción industrial	INPC	TdC	FB	Pend. México*
1	35.5	0.9	1.8	1.4	7.5	40.6	12.3
2	39.2	1.9	0.8	30.6	3.1	19.1	5.3
3	33.6	1.6	1.9	39.2	2.7	15.8	5.1
6	38.7	16.1	5.3	23.1	4.1	8.7	4.1
12	34.7	16.0	12.8	20.3	5.2	7.4	3.5

* Pendiente de la curva igual a tasa del Bono a 10 años menos 1 mes
Modelo de corrección de error VAR (2001-2005), variables por orden de exogeneidad

Si bien este impulso resulta de poca duración en lo individual, no hay que perder de vista que desde junio de 2004 se registraron 12 incrementos (y dos disminuciones recientes) lo que implica su importancia en la explicación de la estructura actual de tasas. Las demás variables que pudieran influir sobre la curva (actividad y tipo de cambio) han mantenido una menor contribución a la pendiente de la curva.

Tendencia de la Estructura de Tasas tras Impulsos de Aumento en la Pendiente en EUA y Menor Inflación Esperada en México

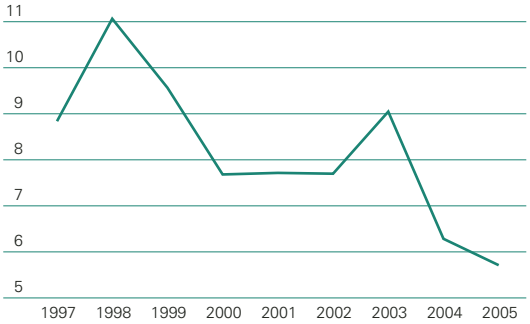
Nota: Impulsos de +0.24 pp en la pendiente en EUA y -0.05 pp en la inflación México
Fuente: Cálculos propios con datos de Bloomberg

Impulso-Respuesta de la Curva Mexicana

A partir de este modelo, simulamos el impulso que generaría una disminución en la liquidez internacional y en la inflación esperada sobre la curva de rendimiento. Independientemente de las magnitudes, ambos eventos inducirían que la curva recobrara paulatinamente su pendiente positiva aunque ésta continuará siendo relativamente plana. En particular, de incrementarse la pendiente en EUA en 2006 presenciaríamos ajustes más importantes en el segmento largo de la curva en México que en tramos cortos; mientras que las disminuciones de la inflación esperada favorecerían mayores bajadas en plazos hasta un año. Es decir, una tendencia hacia una curva de rendimientos positiva.

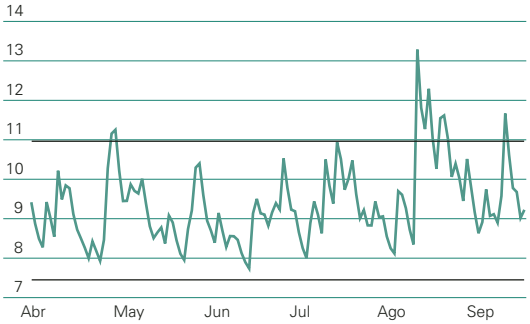
Octavio Gutiérrez o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

Volatilidad Anual de las Variaciones Diarias del Tipo de Cambio
Tasa anualizada



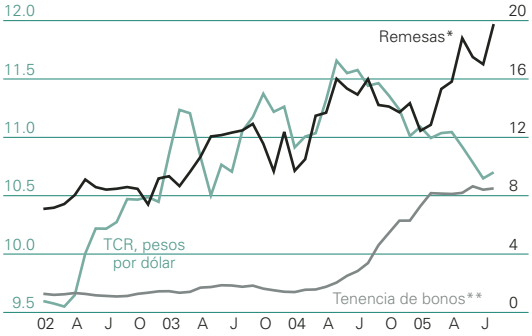
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Incertidumbre Diaria del Tipo de Cambio
Volatilidad diaria estimada, tasa anualizada*



* Modelos GARCH
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Tipo de Cambio Real (TCR), Remesas y Tenencia de Bonos



* Flujo de remesas, miles de millones de dólares / 100
** Tenencia de bonos de extranjeros, % del total
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

El tipo de cambio en un contexto monetario distinto

El peso se ha distinguido por ser una de las divisas más estables no solamente en los mercados emergentes, sino incluso con respecto a otras monedas "fuertes" como el euro o el yen. De hecho, en lo que va del año, la volatilidad anual[1] del tipo de cambio es la más baja desde finales de 1994, cuando se adoptó el régimen cambiario actual de libre flotación. Sin embargo, desde principios de agosto, el mercado cambiario empezó a resentir el posible cambio de ciclo monetario en México, hacia un relajamiento, al tiempo que continuaba el proceso de subida de los fondos federales en EUA, con lo que se han generado expectativas (por lo pronto cumplidas) de una reducción del diferencial de tasas de interés a corto plazo con EUA. Es decir, un estrechamiento del premio al inversionista. El incremento en la volatilidad observada en agosto y septiembre ha sido significativo aunque todavía se encuentra en niveles muy moderados.

El comportamiento del tipo de cambio sigue reflejando la intensa entrada de flujos

Por un lado, el exceso de liquidez a nivel internacional ha impedido un ajuste mayor en las tasas a largo plazo de EUA que el que, de acuerdo al patrón histórico, se habría producido en este país ante un periodo de alza de la tasa de fondos federales. Esto ha propiciado que se generen recursos excedentes que se han dirigido a los mercados emergentes. La combinación de mayores rentabilidades de los bonos en México y una percepción riesgo país en mínimos históricos sigue siendo un atractivo para invertir en el mercado doméstico. El blindaje financiero y macroeconómico ha impulsado el desarrollo y emisión de mayores instrumentos denominados en pesos, ha reducido la demanda potencial de dólares y ha contribuido a la confianza de los inversionistas. Otro factor de carácter internacional es el relativo a los elevados precios del crudo mexicano. La entrada de recursos petroleros suman ya los 20 mil millones de dólares (mmd) al mes de agosto, 35.3% más que el mismo periodo del año anterior. Estos excedentes se convierten en acumulación de reservas internacionales que junto con operaciones de venta de dólares por parte de Banxico (para evitar una acumulación excesiva) presionan para el fortalecimiento de la moneda. A esto, hay que añadir que en lo que va del año, el flujo de dólares nuevamente en récords históricos por remesas equivale a 13 mil millones de dólares (mmd), cantidad 18.1% mayor al los primeros ocho meses de 2004, y un flujo relativamente alto asociado a la Inversión Extranjera Directa.

En resumen, es claro, que el "*momentum*" que ha vivido el peso corresponde principalmente a factores de carácter coyuntural que no están capturando las perspectivas de una moderación en el crecimiento, ni las expectativas de menores rendimientos en el mercado de bonos (Ms), ni siquiera la pérdida de competitividad de los productos mexicanos en EUA (si bien esto último no es un problema no son de naturaleza cambiaria (ver recuadro). Las disminuciones en el diferencial de inflación con EUA ya están más acotadas y difícilmente veremos ajustes pronunciados que sustenten una apreciación como resultado de la dinámica de precios. De hecho, aunque aún en niveles bajos, el tipo de cambio ya revirtió la tendencia de los últimos meses a partir del cambio de rumbo en la política monetaria. En la medida que esto continúe (y aumenten las tasas

1 Volatilidad medida por las variaciones diarias del peso en un año en tasa anualizada.

de interés en EUA), esperamos una moderada depreciación del peso, el cual dependerá del apetito de los inversionistas y del comportamiento de esos flujos de capital.

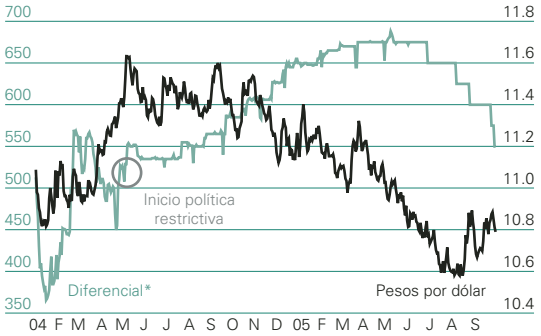
¿Hacia donde va el peso?... perspectivas 2005-2006

De acuerdo al escenario base, al que asignamos una probabilidad de 65%, el tipo de cambio cotizará en 11.0 y 11.6 ppd para el final de 2005 y 2006 respectivamente. Consideramos que mientras continúe la gradual disminución del diferencial de tasas de interés entre México y EUA, y vaya acompañada con un progresivo ajuste de los flujos de capitales (como lo esperamos), sin que constituya una dramática contracción de la liquidez, la paridad se verá moderadamente presionada. El crecimiento económico contemplado para 2006 en este escenario es del 3%. La fuerza de la depreciación se encuentra acotada debido a que, por un lado, la inflación representa un menor riesgo y disminuirá moderadamente hacia el final del 2005 y 2006 (abajo de 4%); adicionalmente, no prevemos cambios bruscos en la volatilidad del peso como resultado del proceso electoral (similar a la observada en el año 2000).

Por otro lado, si no se revierte la enorme liquidez internacional y, en este contexto, continúa el apetito por el riesgo que caracteriza al ciclo financiero actual, el peso podría seguir mostrando fortaleza. En particular, este escenario contempla que el diferencial de tasas de interés continúa atractivo, ya sea como resultado de una subida lenta de las tasas de la Reserva Federal en EUA (en su caso un efecto insuficiente a lo largo de la curva) y de un ajuste a la baja menor al esperado en las tasas de corto plazo en México, o una combinación de ambos. En estas condiciones, se mantiene el mayor apetito por riesgo (permanece la búsqueda de rentabilidad). Adicionalmente, adquiere mayor relevancia el blindaje macroeconómico en la ponderación de riesgos y se minimiza la percepción y el riesgo político (existe una transición ordenada y estable). El elevado precio del petróleo es una fuente adicional de liquidez y existe un ajuste acelerado, a la baja, de la inflación subyacente claramente hacia el 3%. El nivel de peso considerado en este escenario para el cierre de 2005 y 2006 es de 10.8 y 11.0 ppd respectivamente, con una probabilidad de 20%.

Ahora bien, este escenario no es el único alternativo, existen factores de incertidumbre que pudieran detonar e incidir en un ajuste mayor al esperado del peso. Aunque por el momento estos presentan una menor probabilidad (15%), no descartamos que ésta se incremente en 2006, sobre todo porque el riesgo actual percibido por los inversionistas está influido en gran medida por las bajas rentabilidades en otras partes del mundo. En este sesgo, (11.30 y 12.60 ppd para 2005 y 2006, respectivamente) consideramos la posibilidad de que se presente un choque de liquidez y potencial huída a la calidad (*"Flight to quality"*). Existen diferentes elementos que pudieran motivar una eventual reducción de liquidez, como por ejemplo, dudas del mantenimiento de los déficit en EUA, riesgo de una potencial recesión y aumento de la inflación en EUA. Asimismo, no se descarta que se agudice la pérdida de competitividad y se presente una mayor desaceleración económica en México liderada por el sector externo, la cual incorpora una moderación de la demanda interna. En la medida en que continúe el menor dinamismo en el sector exportador no petrolero y la demanda interna siga siendo el motor del bajo crecimiento económico, la presión sobre el déficit comercial podría intensificarse. Finalmente, todos estos elementos pudieran agravar el escenario político, el cual por sí solo, presenta un mayor riesgo en este escenario.

Tipo de Cambio y Tasas de Interés



* Diferencial de tasas de interés de corto plazo con EUA, puntos base
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal

Escenario de Tipo de Cambio
Pesos por dólar

	Base (65%)	Superpeso (20%)	Riesgo (15%)
3er. trim. 2005	10.75	10.60	10.90
4to. trim. 2005	11.00	10.80	11.30
1er. trim. 2006	11.10	10.80	11.50
2do. trim. 2006	11.50	11.00	11.90
3er. trim. 2006	11.30	10.88	12.40
4to. trim. 2006	11.60	11.00	12.60

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

Determinantes del Tipo de Cambio y Ajuste Macroeconómico

En un régimen de libre flotación, el tipo de cambio, como cualquier variable financiera, debe reflejar las condiciones de mercado. Para el caso de México, la pregunta es si las fluctuaciones en el tipo de cambio son un factor de inestabilidad macroeconómica o si estos han sido un elemento de ajuste a los cambios en los fundamentales económicos de los últimos años. En este recuadro se elabora un ejercicio que nos permite entrever una respuesta a estos cuestionamientos, en especial, los determinantes del tipo de cambio.

¿Qué papel ha jugado el tipo de cambio en la economía?

Si bien es complicado vincular los movimientos del tipo de cambio con fluctuaciones en variables macroeconómicas en un modelo (PIB, inflación, tasas), la metodología de vectores autorregresivos (reducidos y estructurales) ha permitido capturar la dinámica implícita entre todas estas variables.[1] En este caso, estimamos un modelo VAR de corrección de errores que nos permite capturar la interacción a lo largo del tiempo entre el peso y sus posibles determinantes, así como una relación de largo plazo que ajuste mejor la estimación. El VAR incorporó, en orden, las series mensuales de la actividad industrial, diferencial de inflación entre México y EUA, tipo de cambio, diferencial de tasas de interés de corto plazo, índice de precios y cotizaciones de la bolsa, y Cetes a un año.[2] El componente de largo plazo estimado contempla la relación entre el peso, los diferenciales de tasas de interés y de inflación. El periodo de análisis incluye información mensual de enero de 2001 a agosto de 2005. De acuerdo a los resultados (véase cuadro), el peso ha sido una variable que ha servido para absorber los ajustes de la economía así como los desfases en las decisiones de política monetaria entre México y EUA.

¿Qué explica el Comportamiento del Peso?
% de variación, modelo de correción de error VAR, 2001-2005*

	Actividad económica	Diferencial de inflación	Diferencial de tasas	Tipo de cambio
6 meses	15.0	15.6	24.0	35.0
1 año	17.5	17.3	22.0	33.0

* Las contribuciones no suman 100 porque el modelo incorpora otras variables no explícitas

Estimamos que el diferencial de tasas de interés de corto plazo es el principal determinante del peso y contribuye a explicar sus variaciones entre un 22% y 24% a lo largo de un año. El efecto sobre el nivel del tipo de cambio depende del origen del choque que, o refleja la incidencia del *spread* en las rentabilidades de los bonos que a su vez altera los flujos de capitales, o el diferencial de tasas incorpora expectativas del futuro comportamiento de la paridad, lo que afecta al tipo de cambio observado. Por su parte, la actividad económica y el diferencial de inflación contribuyen, en conjunto, con el 34.8% de los errores de pronóstico (con magnitudes similares: 17.5 y 17.3%, respectivamente). El crecimiento de la economía genera un aumento en la demanda por saldos reales, lo cual tiende a apreciar la moneda; por otro lado, de acuerdo a la paridad de poder de compra, mayores precios domésticos tienen que ser compensados con un mayor tipo de cambio, y así mantener el equilibrio en el mercado internacional —ley de un solo precio—. Hay que resaltar que variables coyunturales omitidas en el modelo (petróleo, remesas, etc.) y/o factores especulativos explican una gran proporción de las variaciones del tipo de cambio (33%), medido a través del error en el modelo.

Por otro lado, no existe evidencia de que choques arbitrarios en el tipo de cambio sean la fuente de desequilibrios de la economía. En el siguiente cuadro vemos que su contribución a los errores de pronóstico (de la inflación y crecimiento) es muy reducida.[3] Esto implica que el peso es un elemento que en promedio ha compensado los diferentes choques económicos y no parece ser el origen de estos.

Contribución del Tipo de Cambio al Error del Pronóstico en Inflación, Crecimiento y Diferencial de Tasas
% de variación, modelo de corrección de error VAR, 2001-2005*

	Actividad económica	Diferencial de inflación	Diferencial de tasas
6 meses	0.44	2.5	14.0
1 año	0.85	2.9	16.0

* Las contribuciones no suman 100 porque el modelo incorpora otras variables no explícitas

En síntesis, podemos concluir que el régimen actual de tipo de cambio ha contribuido al proceso de ajuste macroeconómico y sus fluctuaciones corresponden a cambios en los fundamentales. Las decisiones de política monetaria son un factor importante de la variabilidad del peso; sin embargo, esta variabilidad no ha generado movimientos adicionales en la paridad que genere mayores desequilibrios económicos.

Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com

1 Clarida, R. y Gali, J. (1994), Eichenhaum, M. y C. Evans (1995), Cobham (2002).

2 El número de rezagos para toda la muestra es de 5. Se utilizó el criterio de Akaike y Schwarz, así como la LR ajustada.

3 Debido a la fuerte simultaneidad que existe entre el diferencial de tasas y el tipo de cambio, se cambió de orden al tipo de cambio (al final del VAR). Las contribuciones al error de pronóstico entre ambos no se modificó sustancialmente.

Flujos de Capital Internacional hacia México

Adolfo Albo a.albo@bbva.bancomer.com
Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com
Eduardo Torres e.torres@bbva.bancomer.com

De acuerdo a una visión clásica de desarrollo económico, los recursos financieros privados fluyen de países desarrollados e intensivos en capital, en donde las oportunidades de inversión están más agotadas y por lo tanto existe mayor ahorro disponible, a economías en desarrollo con potencial de crecimiento y retornos esperados elevados, los cuales son altamente demandantes de recursos como consecuencia del fortalecimiento de la demanda interna necesaria para financiar la inversión. Estos flujos se pueden canalizar bien como Inversión Extranjera Directa (IED) al participar en la compra, creación o participaciones de empresas, o bien como inversión de portafolio en los mercados financieros. Dada su importancia para el desarrollo del país, este artículo analiza en detalle la evolución, el origen y el destino de estos flujos desde los años 90.

Flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) hacia México

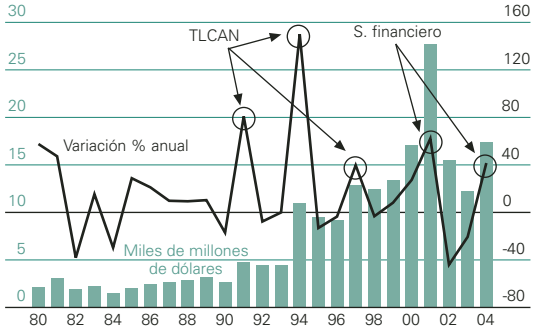
En los años ochenta y noventa los flujos de inversión extranjera directa hacia México estuvieron directamente asociados a los procesos de apertura e integración al comercio internacional y la actividad económica mundial. Sin embargo, a partir del año 2000, esta tendencia comenzó a dar señales de agotamiento, lo que llevó a un cambio importante en el origen y composición de los flujos de inversión. De estar enfocados predominantemente en el sector manufacturero, las inversiones se orientaron a una parte del sector servicios. En este proceso, si bien Estados Unidos se mantuvo como el principal remitente de la inversión, otras economías incrementaron su participación significativamente.

Comercio como impulso de IED en el sector manufacturero

Durante la primera mitad de los años ochenta los flujos de inversión al país se mantuvieron relativamente estables, promediando alrededor de 2 mil millones de dólares por año. La entrada al Acuerdo General de Tarifas y Comercio (GATT) (hoy Organización Mundial de Comercio, OMC) en 1986, marcó el primer fuerte impulso a la inversión: durante la segunda mitad de la década los flujos aumentaron a 2.7 mil millones de dólares, un incremento de 35%. Sin embargo, el principal detonador de la inversión extranjera hacia México fue el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Incluso antes de su entrada en vigor (1994), los flujos comenzaron a incrementarse rápidamente ante las reformas estructurales: entre 1990 y 1994 los montos de IED duplicaron a lo registrado entre 1985 y 1989, y se duplicaron nuevamente en el periodo 1995-1999 (ver tabla).

Una vez en vigor el TLCAN, si bien las inversiones fluyeron hacia todos los sectores de la economía, éstas se concentraron especialmente en manufacturas, que recibieron hasta el 62% del total registrado entre 1995 y 1999. A su interior, la división de maquinaria y equipo fue la principal destinataria, con el 50% del total; las ramas de mayor impulso fueron la automotriz y la de aparatos eléctricos y electrónicos. La división de alimentos y bebidas fue la segunda en importancia en monto y con un ritmo de crecimiento significativo: promedió tasas anuales de 73% en ese mismo periodo. Buena parte de la inversión en manufacturas se canalizó a través de maquiladoras, que se convirtieron en la principal fuente de empleo en la región fronteriza con Estados Unidos, especialmente en industrias como la textil, eléctrica y electrónica, y la de autopartes. Sin duda, la integración industrial de México con EUA fue el principal estímulo a la entrada de Inversión Extranjera Directa.

Inversión Extranjera Directa en México



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inversión Extranjera Directa a México
Flujos acumulados en el periodo

	Miles de millones de dólares	Variación %
1980-1984	10.8	
1985-1989	13.1	21.1
1990-1994	27.1	107.6
1995-1999	57.4	111.3
2000-2004	89.9	56.7

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Origen de la IED hacia México

	Millones de dólares		Participación, %	
	1995-1999	2000-2004	1995-1999	2000-2004
Total	**50,047**	**92,432**	**100.0**	**100.0**
EUA	30,785	57,532	61.5	62.2
España	1,839	12,011	3.7	13.0
Holanda	3,743	7,214	7.5	7.8
Canadá	1,791	2,448	3.6	2.6
Suiza	484	2,162	1.0	2.3
Alemania	2,125	1,733	4.2	1.9
Francia	606	1,237	1.2	1.3
Japón	1,986	1,047	4.0	1.1
Dinamarca	303	932	0.6	1.0
Italia	111	254	0.2	0.3
Otros	6,274	5,862	12.5	6.3

* Flujos acumulados
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inversión Extranjera Directa
Miles de millones de dólares

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

En 2000, los flujos de inversión extranjera directa hacia México en las actividades manufactureras alcanzaron su máximo y, a partir de ahí, comenzaron a remitir. El crecimiento medio anual a este sector en el periodo 2000-2004 fue de sólo 4% (vs. promedio de 15% entre 1995 y 1999).

Tres factores contribuyeron a este proceso:. En primer lugar, la entrada de nuevos jugadores en el ámbito comercial. Con la entrada de China a la OMC en 2001, las ventajas del TLCAN para las exportaciones mexicanas comenzaron a diluirse rápidamente. Un acuerdo entre Estados Unidos y Centroamérica en materia textil redujo aún más el atractivo de México. El número de maquiladoras llegó a su nivel máximo en 2001 y comenzó a declinar a partir de entonces. Además, la desaceleración económica en Estados Unidos entre 2000 y 2001 marcó significativamente la evolución de la importación de activos fijos por parte de las maquiladoras, que podrían representar hasta un 15% de los flujos de inversión anual total[1].

Finalmente, el proceso se aceleró por la pérdida de competitividad en México. Tras el fuerte impulso a la competitividad de México tras la firma del TLCAN en materia de aranceles y por la cercanía geográfica con EUA, no se ha avanzado en las reformas pendientes de segunda generación en el ámbito laboral, fiscal y energético, por mencionar los más importantes. La ausencia de estas reformas, entre otros factores, se ha traducido en una pérdida de competitividad en México, que entre 2000 y 2004 pasó de la posición 70 a la 93 en la escala de competitividad del World Economic Forum[2].

El auge en servicios sustituyó al comercio

Esta menor atracción de la inversión extranjera directa por el sector manufacturero se compensó por una canalización creciente de estos

1 Estimaciones de la Secretaría de Economía. Ver Informe Trimestral de Inversión Extranjera en www.economia.gob.mx.
2 Escala normalizada a 100 países. Fuente: World Economic Forum.

Destino de la Inversión Extranjera Directa hacia México

	Millones de dólares*		Variación % media anual		Participación, %	
	1995-1999	2000-2004	1995-1999	2000-2004	1995-1999	2000-2004
Total	**50,047**	**89,898**	**11.2**	**13.2**	**100.0**	**100.0**
Manufacturas	**31,136**	**36,402**	**14.9**	**4.0**	**62.2**	**40.5**
Prods. metálicos, maquinaria y equipo	15,605	17,642	33.9	-2.6	31.2	19.6
Químicos, der. del petróleo, hule y plást.	4,715	5,952	18.4	45.4	9.4	6.6
Alimentos, bebidas y tabaco	5,880	5,569	73.6	4.8	11.7	6.2
Otras manufacturas	3,652	5,561	19.3	1.3	7.3	6.2
Minerales no metálicos	388	1,042	244.7	102.8	0.8	1.2
Metálicas básicas	897	636	63.6	-30.5	1.8	0.7
Servicios	**9,023**	**37,813**	**6.4**	**58.6**	**18.0**	**42.1**
Financieros, seguros y fianzas	4,036	29,429	-7.6	262.9	8.1	32.7
Profesionales, técnicos y especializados	1,556	3,297	45.5	-9.2	3.1	3.7
Otros servicios	1,634	2,101	41.7	-9.3	3.3	2.3
Restaurantes y hoteles	1,372	2,058	42.1	13.2	2.7	2.3
Inmuebles	426	928	24.6	16.5	0.9	1.0
Otros no especificado	**9,888**	**15,683**	**9.2**	**95.7**	**19.8**	**17.4**

* Flujos acumulados
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

flujos al sector servicios, especialmente hacia actividades del ramo financiero. Entre 2000 y 2004, los flujos canalizados al sector servicios se cuadruplicaron: de 9 mil a 38 mil millones de dólares. La clave fueron las operaciones de compra de las principales instituciones financieras del país: cerca del 76% de las inversiones al sector se canalizaron a este propósito.

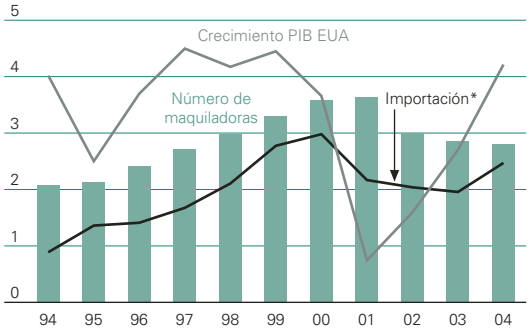
Aunque Estados Unidos se mantuvo como la principal fuente de IED, con una participación superior al 60% en ambos periodos (1995-1999 y 2000-2004), hubo una recomposición significativa entre los demás países. En particular, España incrementó su participación, de 4 a 13%, mientras que Alemania y Japón la redujeron, desde niveles de 4% hasta 2 y 1.1% respectivamente.

El comportamiento de los flujos en los mercados financieros

Desde los noventa se puede distinguir en lo general tres grandes etapas en el comportamiento de los flujos financieros hacia América Latina y en particular hacia México. El período 1990-1994 se caracterizó por la existencia de flujos sustanciales apoyado en expectativas de elevada rentabilidad con base en las reformas realizadas en esa época, en particular con la entrada en vigor del TLCAN. El lapso comprendido entre 1995 y 2002 fue uno caracterizado por una reducción sustancial de flujos a la región de mercados emergentes. Y el período más reciente, entre 2003 y 2005 que, sin llegar a los niveles observados en el primer periodo, muestra tendencias muy favorables con flujos a emergentes y también hacia industrializados. En esta última etapa, a diferencia de lo que ocurrió en el pasado, los recursos fluyen de países emergentes (en Asia) y Japón, a economías desarrolladas (EUA). América Latina es, nuevamente, receptor del exceso de flujos internacionales provocados por los desajustes macroeconómicos, si bien esta vez no se originan en las economías domésticas.

El mayor volumen de flujos de capital a los mercados financieros se observó antes de los noventa, cuando estos llegaron a representar más del 50% del mercado de dinero, monto que representó el 7% del PIB. La inversión extranjera en bolsa representó el 12.5% de la economía en su conjunto. Estos flujos se sustentaban en una expectativa de elevada rentabilidad. En el mercado de dinero se invertía en instrumentos del gobierno federal

Industria Maquiladora

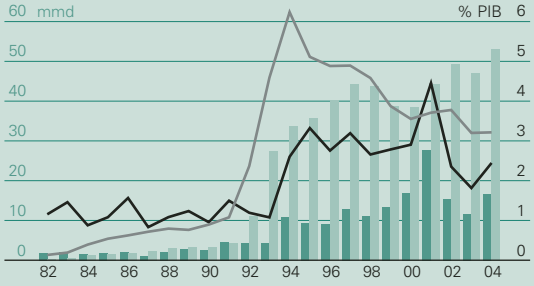


* Importación de activos fijos, miles de millones de dólares
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

En Contexto: Comparación con China

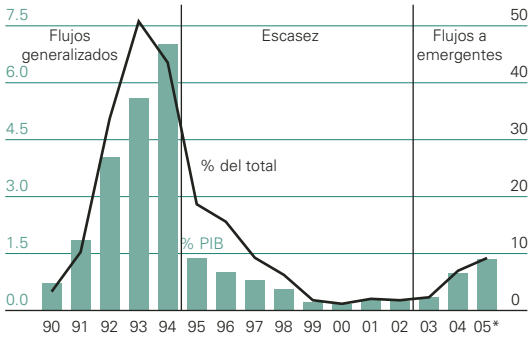
En los años ochenta y a comienzos de los noventa los flujos de inversión en México eran similares a los de China. Sin embargo, como resultado de las reformas emprendidas por ese país a partir de 1992, para ampliar las posibilidades de inversión por parte del sector privado en la economía, los flujos de inversión se elevaron más de 40 mil millones de dólares en el transcurso de la década de los noventa. Para México, el monto máximo de inversión en esos años fue de 13 mil millones. En ambas economías los flujos de IED como proporción del tamaño de la economía se han reducido gradualmente, aunque en el caso de China ello es resultado del acelerado ritmo de expansión de la economía, mientras que para México es reflejo de menores montos de inversión. A partir de 2001, si se excluyen las operaciones del sector financiero, los flujos de inversión en México registran una tendencia a la baja, en contraste con lo que ocurre en China, donde los flujos van en continuo aumento.

Inversión Extranjera Directa
Miles de millones de dólares y % del PIB



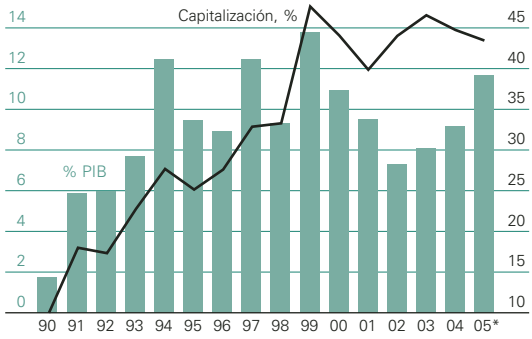
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y FMI

Saldo de Inversión Extranjera en Deuda Pública
Fin de periodo



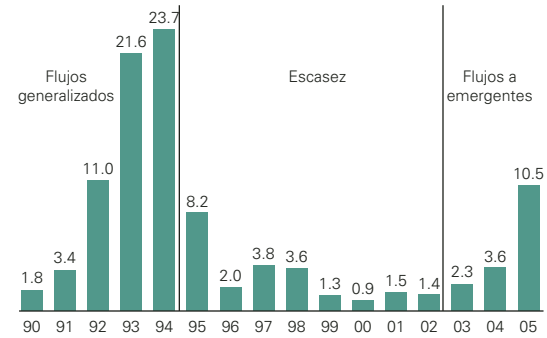
* Cifras a julio
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Saldo de Inversión Extranjera en Bolsa
Fin de periodo



* Cifras a julio
Fuente: BBVA Bancomer con datos de BMV

Saldo de Inversión Extranjera en Deuda Pública
Julio de cada año, miles de millones de dólares



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

con un tipo de cambio semi-fijo, y se obtenía un retorno superior a su contraparte en el extranjero (dadas las bajas tasas de interés en EUA y al asumir el riesgo cambiario). Cuando se empezaron a generar dudas de la sustentabilidad del régimen cambiario, estos títulos fueron sustituidos con instrumentos denominados en dólares, conocidos como Tesobonos. En el caso de la inversión en la bolsa de valores la racionalidad de los flujos se fundamentaba en la entrada en vigor del TLCAN que ofrecía el potencial de rentabilidad ante el incremento de los flujos comerciales.

Después de la crisis de 1994 y durante los siete años posteriores, la entrada de flujos financieros presentó un comportamiento bastante errático, aunque en conjunto se puede calificar como moderado. La aversión al riesgo derivada de las crisis en emergentes, primero en Rusia y después en forma generalizada en Asia, y el aumento de las tasas de interés internacionales fueron elementos que redujeron el atractivo de invertir en mercados emergentes. Es a partir de 2003 cuando una importante entrada de recursos regresa al país, principalmente al mercado de dinero, sin que en años subsecuentes se revierta. Los flujos de inversión extranjera en este mercado sumaron 900 millones de dólares en ese año, muy superior al de 2002. Para el 2004, estos fueron de 5 mil millones de dólares (mmd). Al mes de Julio de 2005, los flujos acumulados son de 3 mmd mientras que los saldos a ese mes acumulan los 10.5 mmd, monto casi 3 veces mayor al registrado un año antes.

Actualmente, el *spread* de tasas de interés entre México con EUA es un factor determinante en la evolución de los flujos. Sin embargo, no es el único. También está vinculado con la necesidad de conformar un portafolio de valores de mercados emergentes, que incluya instrumentos mexicanos ante la baja percepción de riesgo país.[3] Además, se han conjugado factores coyunturales a nivel internacional que han propiciado un exceso de liquidez en búsqueda de rentabilidad, el cual ha encontrando cabida en los países emergentes. Sea cual fuera la motivación, es posible obtener rendimientos superiores a sus similares en EUA y a un riesgo que, en una situación caracterizada por primas de riesgo muy reducidas, resulta apetecible a los inversionistas internacionales. Algunos pueden decidir tomar el riesgo cambiario y otros cubrirlos con derivados.

Beneficios y riesgos de los flujos financieros

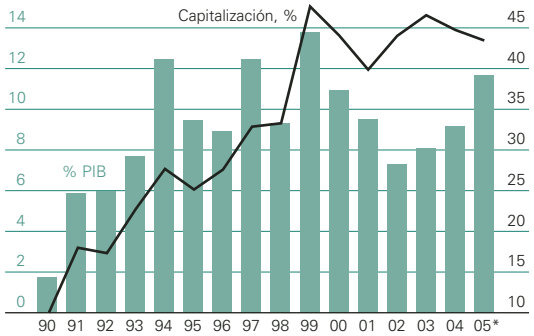
La internacionalización del mercado de dinero mexicano y de su moneda es positiva, tanto desde el punto de vista de los mercados financieros como macroeconómico. La entrada de un mayor número de participantes a cualquier mercado le otorga una formación de precios más ordenada y propicia mayor liquidez. Una evidencia de este crecimiento es la profundidad que ha alcanzado el mercado de bonos del gobierno federal (M´s), en donde tanto inversionistas nacionales como extranjeros (que tienen en torno a un 20% del papel emitido en este mercado) contribuyen a la solidez del mercado de deuda. Además, la internacionalización permite impulsar y flexibilizar las políticas financieras tanto del sector público como privado. Un ejemplo de ello es la ampliación de la curva de rendimientos gubernamental, ahora hasta plazos de 20 años, cuya liquidez seguirá aumentando atendiendo a los recientes planes de emisión expresados por la Secretaría de Hacienda.

3 Esto, con la intención de replicar una cierta referencia o "benchmark". El índice de Lehman Brothers denominado "Global Aggregate" modificó la ponderación, e incluye a partir de enero de 2005, bonos de largo plazo, los M´s. Su importancia radica en que la denominación de los bonos es en moneda local.

Ahora bien, estos beneficios no eliminan los elementos de preocupación que pueden surgir en los próximos meses ante la previsible senda de alza de tasas en EUA (que esperamos continúe de forma gradual y contenida), como por el entorno de elecciones en un gran número de países latinoamericanos en 2006, y su posible impacto en la vulnerabilidad de estos flujos ante cambios en el entorno. Sin duda, no conviene exagerar la preocupación y trasladar experiencias históricas pasadas al entorno actual sin apreciar los cambios que han disminuido esta vulnerabilidad. Los riesgos macroeconómicos que hoy enfrenta el país son muy inferiores a los observados en el pasado, y muy especialmente antes de la crisis de 1994. Para empezar, el régimen cambiario es flexible, lo que permite que cualquier demanda de dólares se canalice en forma inmediata e impida acumular presiones. Además, no solo el déficit público y las cuentas externas están saneadas, sino que la inflación es baja y parece controlada en un rango reducido. También son diferentes las magnitudes de los flujos en términos relativos a los tamaños de los mercados. Hoy en día representan el 9.2% del total del mercado de dinero (5.5 veces menor al de 1994 y 1.3% del PIB) y el 17% de las reservas internacionales (de 32 a 300% de 1991 a 1994). Así, la dependencia por estos recursos es muy inferior a los niveles de 1993 y 1994.

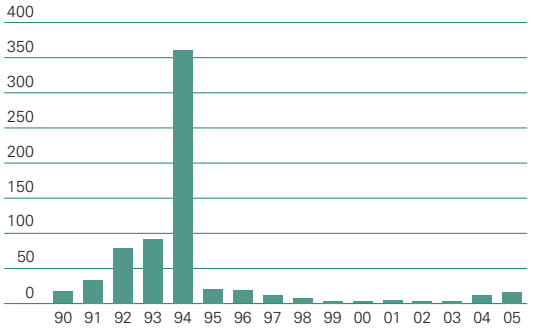
Al mismo tiempo, no conviene ser complacientes. El principal riesgo doméstico es la falta de atractivo para la inversión extranjera directa ante la pérdida de competitividad. Esta situación presenta el riesgo de que se quiera enfrentar con una depreciación del tipo de cambio real que, no sólo podría generar más inflación, sino que (al menos si esta es la única medida) podría no permitir ganancias en producción en un contexto donde el problema es la productividad y la pérdida de atractivo del país frente a otras economías más dinámicas. Esto podría presionar la balanza de pagos y elevar la prima riesgo de los activos financieros, lo que propiciaría una salida de capitales de todos aquellos más adversos al riesgo. México debe avanzar en la agenda de reformas estructurales pendientes para recuperar la inversión de los años noventa. Es importante señalar que el actual ciclo de flujos de capitales vive un claroscuro; por un lado, el sector financiero se está profundizando y modernizando mientras que la economía real está perdiendo sus ventajas comparativas (lo que inhibe la IED). Resolver esta disyuntiva es el principal reto que enfrenta nuestra economía.

Saldo de Inversión Extranjera en Bolsa
Julio de cada año, miles de millones de dólares



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Saldos de Inversión Extranjera en Deuda Pública
% porcentaje de las reservas internacionales

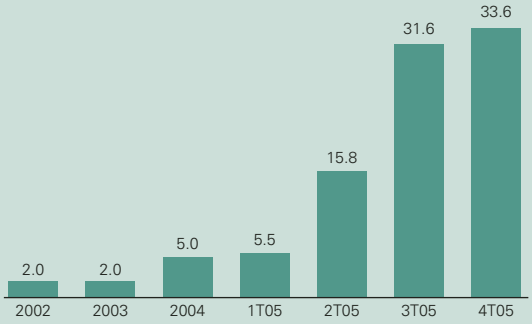


Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

El Peso se Convierte en una Moneda Global

El peso es una moneda en ascenso, se ubica como la No 12 del mundo y concentra el 0.6% del volumen global. Es la moneda más líquida de América Latina con un volumen 5 veces mayor que el real brasileño y 10 veces superior al peso chileno. Las razones que explican un mayor volumen de operación del peso mexicano provienen de los mayores flujos de comercio y financieros. En particular, el atractivo de nuestra moneda se deriva de la convergencia con EUA y de la importancia creciente de la liquidez del peso en los mercados de derivados tanto el Mercado de Chicago (CME) y como el Mex-Der. Esta flexibilidad de operación, estabilidad de la paridad, menores riesgos inflacionarios, riesgo país en mínimos y atractivo grado de inversión, ha impulsado el mercado del Europeso desde abril de este año. Diversas instituciones internacionales, con elevada calidad crediticia como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), han emitido deuda con plazos de hasta 10 años en pesos, denominadas en el exterior. Este hecho confirma tanto el atractivo e interés de invertir en pesos, como la nueva categoría global de la moneda, esto último gracias a su liquidez y estabilidad. Seguramente este nuevo mercado generará mayores instrumentos de cobertura que impulsen, aún más, su estabilidad y que podrían ser utilizados como vehículos de cobertura para otros mercados emergentes que posean correlaciones altas con el peso mexicano.

Volumen Emitido Histórico del Europeso
Acumulado, miles de millones de pesos



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inversión Extranjera Directa por Sector de Actividad

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005*
Millones de dólares												
Total	**10,661.7**	**8,348.4**	**7,837.2**	**12,081.4**	**8,366.2**	**13,414.0**	**17,077.5**	**27,687.2**	**15,476.8**	**12,279.0**	**17,377.4**	**5,963.8**
Agropecuario	10.8	11.1	33.4	10.0	29.1	82.5	91.6	49.6	-0.8	-3.7	-45.8	2.0
Industria	6,580.2	4,971.3	4,925.3	7,533.6	5,369.8	9,405.4	10,034.7	6,652.9	7,468.2	5,818.4	9,097.8	3,611.0
Minería	97.8	79.1	83.8	130.3	49.2	128.1	164.0	22.3	226.5	78.6	130.9	34.6
Manufacturas	6,207.6	4,858.3	4,814.9	7,287.7	5,159.3	9,015.7	9,564.7	6,210.0	6,623.2	5,351.2	8,652.9	3,365.3
Electricidad	15.2	2.1	1.1	5.2	25.1	150.3	134.0	324.3	386.8	322.1	197.7	186.4
Construcción	259.6	31.8	25.5	110.4	136.2	111.3	172.0	96.3	231.7	66.5	116.3	24.7
Servicios	4,070.7	3,366.0	2,878.5	4,537.8	2,967.3	3,926.1	6,951.2	20,984.7	8,009.4	6,464.3	8,325.4	2,350.8
Comercio	1,251.3	1,011.6	746.5	1,838.8	1,018.3	1,383.7	2,387.2	2,218.9	1,617.5	1,201.3	1,164.2	1,345.1
Transporte	719.3	876.3	428.0	681.5	436.6	231.0	-2,159.8	2,771.4	809.2	1,669.8	1,242.3	881.7
Servicios financieros	941.5	1,066.1	1,215.5	1,103.8	728.5	760.5	4,769.8	14,405.9	4,495.2	2,043.2	5,257.1	-221.4
Otros servicios	1,158.6	412.0	488.5	913.7	783.9	1,550.9	1,954.0	1,588.5	1,087.5	1,550.0	661.8	345.4
Participación %												
Total	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
Agropecuario	0.1	0.1	0.4	0.1	0.3	0.6	0.5	0.2	0.0	0.0	-0.3	0.0
Minería	0.9	0.9	1.1	1.1	0.6	1.0	1.0	0.1	1.5	0.6	0.8	0.6
Manufacturas	58.2	58.2	61.4	60.3	61.7	67.2	56.0	22.4	42.8	43.6	49.8	56.4
Electricidad	0.1	0.0	0.0	0.0	0.3	1.1	0.8	1.2	2.5	2.6	1.1	3.1
Construcción	2.4	0.4	0.3	0.9	1.6	0.8	1.0	0.3	1.5	0.5	0.7	0.4
Comercio	11.7	12.1	9.5	15.2	12.2	10.3	14.0	8.0	10.5	9.8	6.7	22.6
Transporte	6.7	10.5	5.5	5.6	5.2	1.7	-12.6	10.0	5.2	13.6	7.1	14.8
Servicios financieros	8.8	12.8	15.5	9.1	8.7	5.7	27.9	52.0	29.0	16.6	30.3	-3.7
Otros servicios	10.9	4.9	6.2	7.6	9.4	11.6	11.4	5.7	7.0	12.6	3.8	5.8

Inversión Extranjera Directa por País de Origen

Millones de dólares												
Total	**10,661.7**	**8,348.4**	**7,837.2**	**12,081.4**	**8,366.2**	**13,414.0**	**19,569.3**	**27,687.2**	**15,476.8**	**12,321.1**	**17,377.4**	**5,963.8**
Estados Unidos	4,981.3	5,493.2	5,274.8	7,384.9	5,466.4	7,166.0	12,154.7	21,406.7	9,838.4	6,758.2	7,373.8	4,519.0
España	145.7	49.8	74.0	328.5	344.6	1,042.1	2,094.1	689.1	670.7	1,712.7	6,844.6	644.6
Suiza	53.8	200.2	83.0	26.7	48.5	125.2	151.3	130.2	428.1	309.8	1,142.3	32.7
Canadá	740.7	170.2	542.2	240.1	215.2	623.3	668.5	988.4	188.8	223.1	379.2	156.9
Alemania	307.5	548.6	201.4	483.8	137.3	754.3	345.8	0.0	586.7	444.4	356.5	82.4
Holanda	757.6	744.7	493.3	349.7	1,071.2	1,084.3	2,586.7	2,589.5	1,168.7	592.0	276.6	168.1
Japón	631.3	155.8	143.9	353.1	100.0	1,232.7	416.9	184.9	157.2	122.0	165.7	6.5
Italia	2.7	10.5	18.5	29.4	17.4	35.2	35.5	17.5	35.8	0.0	165.5	5.7
Francia	90.5	125.9	124.0	59.8	127.8	168.1	0.0	397.9	263.9	434.0	141.3	73.4
Dinamarca	14.5	19.0	17.7	18.9	68.1	179.6	203.2	247.6	163.8	178.5	138.8	25.6
Otros países	2,936.1	830.5	864.4	2,806.5	769.7	1,003.2	912.6	1,035.4	1,974.7	1,546.4	393.1	248.9
Participación %												
Total	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
Estados Unidos	46.7	65.8	67.3	61.1	65.3	53.4	62.1	77.3	63.6	54.9	42.4	75.8
España	1.4	0.6	0.9	2.7	4.1	7.8	10.7	2.5	4.3	13.9	39.4	10.8
Suiza	0.5	2.4	1.1	0.2	0.6	0.9	0.8	0.5	2.8	2.5	6.6	0.5
Canadá	6.9	2.0	6.9	2.0	2.6	4.6	3.4	3.6	1.2	1.8	2.2	2.6
Alemania	2.9	6.6	2.6	4.0	1.6	5.6	1.8	0.0	3.8	3.6	2.1	1.4
Holanda	7.1	8.9	6.3	2.9	12.8	8.1	13.2	9.4	7.6	4.8	1.6	2.8
Japón	5.9	1.9	1.8	2.9	1.2	9.2	2.1	0.7	1.0	1.0	1.0	0.1
Italia	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.0	1.0	0.1
Francia	0.8	1.5	1.6	0.5	1.5	1.3	0.0	1.4	1.7	3.5	0.8	1.2
Dinamarca	0.1	0.2	0.2	0.2	0.8	1.3	1.0	0.9	1.1	1.4	0.8	0.4
Otros países	27.5	9.9	11.0	23.2	9.2	7.5	4.7	3.7	12.8	12.6	2.3	4.2

Inversión Extranjera Directa por Sectores de Actividad

Millones de dólares												
Total	**10,661.7**	**8,348.4**	**7,837.2**	**12,081.4**	**8,366.2**	**13,414.0**	**17,077.5**	**27,687.2**	**15,476.8**	**12,279.0**	**17,377.4**	**5,963.8**
Manufacturas	6,207.6	4,858.3	4,814.9	7,287.7	5,159.3	9,015.7	9,564.7	6,210.0	6,623.2	5,351.2	8,652.9	3,365.3
Alimentos, bebidas y tabaco	1,809.4	651.2	502.2	2,952.9	731.9	1,041.6	1,201.0	993.3	1,345.3	909.3	1,120.1	567.5
Prods. metálicos, maquinaria y eq.	1,888.9	2,892.8	2,212.5	2,757.1	2,344.0	5,398.1	4,475.3	3,395.2	2,940.9	2,756.6	4,074.1	1,993.8
Quím., der. del petróleo, hule y plást.	645.5	573.1	1,196.9	812.8	1,165.5	966.8	1,475.0	536.7	1,226.6	785.3	1,928.2	350.0
Minerales no metálicos	53.9	89.6	36.5	6.0	20.3	235.8	143.5	102.3	-81.2	76.0	801.7	-9.2
Metálicas básicas	1,344.0	142.5	324.8	106.1	54.3	269.1	282.1	242.8	59.9	27.5	23.7	45.8
Otras manufacturas	465.9	509.1	542.0	652.8	843.3	1,104.3	1,987.8	939.7	1,131.7	796.5	705.1	417.4
Servicios	2,100.1	1,478.1	1,704.0	2,017.5	1,512.4	2,311.4	6,723.8	15,994.4	5,582.7	3,593.2	5,918.9	124.0
Inmuebles	221.8	64.8	64.2	58.7	59.1	178.9	329.3	153.4	218.4	83.6	143.2	60.4
Profesionales, téc. y especializados	266.4	141.5	211.1	144.8	307.7	751.0	1,153.3	987.1	418.1	695.4	43.0	98.0
Financieros, seguros y fianzas	715.5	951.8	1,110.9	969.5	625.7	378.5	4,343.8	14,010.6	4,237.9	1,843.8	4,992.8	-294.3
Restaurantes y hoteles	723.0	102.5	167.2	571.1	207.9	322.8	439.8	370.7	358.1	356.8	532.7	224.2
Otros servicios	173.4	217.5	150.6	273.4	312.0	680.2	457.6	472.6	350.2	613.6	207.2	35.7
Otros no especificado	2,354.0	2,012.0	1,318.3	2,776.2	1,694.5	2,086.9	789.0	5,482.8	3,270.9	3,334.6	2,805.6	2,474.5

* Flujos acumulados a junio
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

El Voto de los Mexicanos en el Extranjero

David Aylett david.aylett@bbva.bancomer.com

Con 455 votos a favor, seis en contra y seis abstenciones, la Cámara de Diputados reformó, el 28 de junio de 2005, el Código Federal de Instituciones y Procedimientos Electorales (Cofipe) para que los mexicanos que radican fuera del país puedan votar en los próximos comicios presidenciales (el Senado ya había aprobado esa legislación). Ciertamente, la reforma electoral de 1996 reconoció ese derecho; empero, su reglamentación había sido objeto de una prolongada discusión parlamentaria. Sin duda, el consenso en torno a esta cuestión alcanzado por los partidos políticos, así como el cabildeo realizado en territorio nacional por mexicanos residentes en EUA, ayudan a explicar la aprobación de esta largamente demorada reforma. Por otra parte, el notable crecimiento de las remesas —las cuales ascenderán a aproximadamente 20 mil millones de dólares en 2005 y son la segunda fuente de divisas de México— confiere a ese grupo de ciudadanos una influencia que hoy día es imposible de soslayar.

Los beneficiados por esta ley y que cuenten con una credencial para votar podrán enviar, entre el 1 de octubre de 2005 y el 15 de enero de 2006, una solicitud al Instituto Federal Electoral (IFE) para ser incluidos en la Lista Nominal de Electores Residentes en el Extranjero. El IFE luego les remitirá por correo, entre el 20 de abril y el 20 de mayo de 2006, las respectivas boletas para votar, mismas que deberán ser devueltas a ese órgano por vía postal a más tardar el 30 de junio de ese año para que tengan validez. 48 horas después de esa fecha, los sobres del exterior serán abiertos y los votos contabilizados para ser agregados a los resultados finales de la jornada electoral del 2 de julio. La responsabilidad por llevar ese proceso pionero a buen puerto recaerá no sólo en el IFE sino también en el Servicio Postal Mexicano.

Alrededor de 70 naciones en el mundo reconocen el derecho de sus ciudadanos a votar, aun cuando se encuentren en el extranjero. En el continente americano, EUA, Canadá, Brasil, Argentina, Colombia, Perú y Honduras son países que han aprobado, reglamentado y llevado a cabo elecciones fuera de su territorio nacional. A diferencia de México, ninguno de los países que permiten un proceso de votación fuera de su suelo patrio concentra a más de 95% de sus residentes en el extranjero en una sola nación con la que, además, comparte una de las fronteras de mayor extensión. En la actualidad y tomando en cuenta los flujos de migración, más de 10 millones de personas nacidas en México viven en EUA y podrán, en teoría, votar. Sin embargo, el número total de potenciales electores se reduce a cuatro millones, ya que sólo los mayores de 18 años podrán sufragar. A ellos se les exigirá además, una credencial de elector expedida por el IFE y contar con un domicilio en EUA, lo que podría reducir aún más la estimación de votantes potenciales en las próximas elecciones.

¿Qué implicaciones tiene esta legislación para la contienda de 2006? Pese al entendible entusiasmo que la mencionada reforma suscita, es improbable que el proceso de votación por correo involucre a cuatro millones de personas (equivalentes a 5.6% del padrón electoral nacional, aunque esa cifra será afectada por el nivel efectivo de participación en México, que fue de 64% en la contienda presidencial de 2000). Si bien el interés en las elecciones pudiera aumentar gracias a la cobertura de la campaña presidencial que harán los medios de comunicación de habla española en EUA, la legislación

Población Mexicana en Edad Ciudadana Residente en el Extranjero en el Año 2000

	Número de habitantes
En el extranjero	**9,904,000**
En Estados Unidos (EUA)	9,800,000
Servicio exterior	420
Inmigrantes en EUA nacidos en México	7,126,000
Nacionalizados de EUA	1,000,000
No naturalizados	6,126,000
Nacidos en EUA pero hijos de mexicanos	2,674,000
De ambos padres	1,472,000
De madre	531,000
De padre	671,000
En otros países	104,000
Servicio exterior	740
Nacidos en México	76,000
Nacidos en extranjero pero hijos de mexicanos	27,000

Fuente: Calderón Chelius, Leticia, coordinadora, *Votar en la Distancia: La Extensión de los Derechos Políticos a Migrantes, Experiencias Comparadas*, Instituto Mora, México D.F., segunda edición, 2004

Márgenes de Victoria en Elecciones Presidenciales

	1er. lugar	2do. lugar	Diferencia
1988	PRI	FDN	
%	50.4	31.1	19.3
Votos	9,687,926	5,843,679	3,844,247
1994	PRI	PAN	
%	50.1	26.8	23.3
Votos	17,181,651	9,146,841	8,034,810
2000	PAN	PRI	
%	42.5	36.1	6.4
Votos	15,989,636	13,579,718	2,409,918

Fuente: IFE y CIDAC

El Voto de los Mexicanos en el Extranjero

Voto potencial	% participación exterior	% padrón electoral nacional
4,000,000	100	5.6
3,000,000	75	4.2
2,000,000	50	2.8
1,000,000	25	1.4

Fuente: BBVA Bancomer con base en información de prensa nacional

aprobada prohibe a los candidatos realizar actividades proselitistas en el extranjero. Según Alejandro Moreno, quien realiza encuestas y es autor de un estudio sobre los valores de los mexicanos, 59% de los inmigrantes radicados en EUA mostró interés en votar (junio de 2003). De ese porcentaje, 25% se mostró muy interesado y 34% algo interesado. Él señala que se trata principalmente de aquellos que llevan menos de 20 años viviendo en EUA, o sea los inmigrantes recientes. En el caso de aquellos mexicanos que llevan más tiempo allá, no todos estarían interesados en votar.

¿Cómo votarán los mexicanos en el extranjero? Existe poca información sobre las preferencias partidistas de este nuevo segmento del electorado y a los partidos políticos que aprobaron la legislación les resulta difícil saber con precisión lo que pueda ocurrir fuera del territorio nacional. En el pasado, se argumentó sin evidencia concreta que los partidos opuestos al PRI podrían beneficiarse de la regulación del voto de los mexicanos en el extranjero. Este supuesto trajo como consecuencia que el PRD abogara por el voto extraterritorial mientras que el PRI adoptó una postura cauta al respecto. Se llegó a creer —erróneamente— que los mexicanos que se trasladaron a EUA lo habían hecho por razones políticas y no económicas y sociales. Los especialistas afirman que la migración a EUA está motivada, en gran medida, por los salarios más atractivos en ese país, la capacidad de su economía para absorber mano de obra y los estrechos lazos que mantienen los mexicanos con sus compatriotas del otro lado de la frontera.

El estudio de Moreno incluye los resultados de una encuesta sobre las preferencias de los mexicanos radicados en EUA con respecto a los partidos políticos en México. 31% de los consultados dijo que votaría por el PAN, 17% por el PRI y 8% por el PRD. Por otra parte, 27% no declaró preferencia y 12% especificó que no votaría. Ese sondeo fue levantado dos años antes de la aprobación del voto postal de los mexicanos en el extranjero. Otros sondeos efectuados entre emigrantes mexicanos a EUA colocaron al PRI en primer lugar. Tampoco se puede ignorar el hecho de que el PRD lleva más de una década trabajando con organizaciones de mexicanos en EUA, lo cual le podría acarrear ventajas electorales nada desdeñables. En cambio, los esfuerzos organizacionales del PRI y del PAN han tardado más tiempo en desarrollarse.

Valoración. La información disponible no es suficiente para llegar a conclusiones definitivas sobre el probable comportamiento electoral de los mexicanos residentes en el extranjero, aunque es razonable suponer que sus opiniones respecto a partidos y candidatos no difieren en lo esencial de las que expresan sus conciudadanos en México. En una contienda reñida, en la que el candidato ganador llegase a derrotar a su principal contrincante por escaso margen, el voto extraterritorial podría asumir relevancia. La legislación aprobada por el Congreso es un primer paso hacia la extensión del sufragio a los millones de mexicanos radicados fuera del país. A escasos 12 meses de la elección de 2006, hubiese sido injusto exigir al IFE montar una campaña masiva para entregar credenciales a todos los mexicanos residentes en el extranjero. En todo caso, la experiencia que el IFE adquirirá en materia del voto foráneo, le permitirá avanzar no solo en la extensión de este derecho (que además afianza la relación de los mexicanos residentes en el extranjero con su patria), sino también tener una idea más clara de las preferencias, requerimientos y preocupaciones de aquellos ciudadanos que optaron por mudarse a otro país.

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)	3.8	3.8	3.6	3.6	**3.5**	**3.5**	**3.3**	**3.3**	4.2	**3.6**	**3.2**
Gasto personal en consumo	3.5	3.8	3.5	3.9	**3.6**	**3.2**	**3.3**	**2.7**	3.9	**3.6**	**3.0**
Inversión fija bruta	9.3	9.4	9.4	8.0	**7.0**	**6.9**	**6.2**	**5.1**	9.7	**7.8**	**5.3**
No residencial	9.3	10.9	10.3	9.2	**8.8**	**7.8**	**7.0**	**6.1**	9.4	**9.0**	**6.1**
Estructuras	1.9	2.8	3.1	1.7	**0.8**	**2.6**	**5.0**	**0.4**	2.2	**2.0**	**1.6**
Equipo y software	12.0	13.8	12.8	11.8	**9.7**	**7.9**	**6.1**	**6.0**	11.9	**10.5**	**6.5**
Residencial	9.1	6.6	7.7	6.1	**4.4**	**5.9**	**5.5**	**4.1**	10.3	**6.0**	**4.0**
Exportaciones totales	9.0	6.1	6.7	7.7	**7.3**	**6.8**	**5.8**	**5.2**	8.4	**7.1**	**5.2**
Importaciones totales	11.8	10.6	9.4	5.7	**6.0**	**5.0**	**4.8**	**4.3**	10.7	**6.5**	**4.5**
Consumo del gobierno	2.0	2.1	1.7	1.8	**1.6**	**1.6**	**2.0**	**2.0**	2.2	**1.7**	**2.0**
Contribución al Crecimiento (pp)											
Gasto personal en consumo	2.5	2.7	2.5	2.7	**2.6**	**2.3**	**2.4**	**1.9**	2.7	**2.5**	**2.1**
Inversión privada	1.9	1.7	1.6	0.7	**0.9**	**1.0**	**0.8**	**1.2**	1.9	**1.1**	**0.9**
Exportaciones netas	-0.9	-1.0	-0.8	-0.1	**-0.2**	**-0.1**	**-0.2**	**-0.2**	-0.8	**-0.3**	**-0.2**
Consumo del gobierno	0.4	0.4	0.3	0.3	**0.3**	**0.3**	**0.4**	**0.4**	0.4	**0.3**	**0.4**
Precios y Costos (variación % anual, promedio)											
CPI	2.7	3.3	3.0	2.9	**3.6**	**3.4**	**3.5**	**3.0**	2.7	**3.3**	**2.8**
Subyacente	1.8	2.1	2.3	2.2	**2.1**	**2.3**	**2.3**	**2.4**	1.8	**2.3**	**2.5**
PCE	2.6	3.1	2.7	2.5	**3.0**	**2.9**	**2.8**	**2.4**	2.6	**2.8**	**2.3**
Subyacente	2.0	2.2	2.2	2.0	**2.0**	**2.0**	**1.9**	**2.0**	2.0	**2.0**	**2.1**
Deflactor del PIB	2.7	2.9	2.8	2.5	**3.0**	**2.8**	**2.6**	**2.3**	2.6	**2.8**	**2.2**
Productividad	2.1	2.8	2.7	2.0	**2.4**	**2.3**	**2.4**	**2.3**	3.4	**2.4**	**2.2**
Compensación real por hora	1.4	2.9	3.4	3.4	**2.9**	**3.0**	**2.7**	**2.6**	1.9	**3.1**	**2.5**
Costo laboral unitario	2.0	3.4	3.6	4.4	**2.7**	**2.9**	**2.6**	**2.7**	1.2	**3.4**	**2.6**
Otros Indicadores											
Producción industrial (variación % real anual)	4.6	4.3	3.8	3.0	**3.4**	**3.0**	**2.8**	**3.3**	4.1	**3.3**	**3.0**
Capacidad utilizada (%)	78.2	78.8	79.3	79.3	**79.8**	**80.4**	**80.1**	**79.4**	78.1	**79.7**	**78.7**
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	17.9	18.9	17.3	18.3	**17.3**	**17.5**	**17.5**	**17.5**	16.8	**17.2**	**17.1**
Inicio de casas (miles, anualizado)	1,974	1,973	2,083	2,044	**2,008**	**2,001**	**1,968**	**1,886**	1,950	**2,034**	**1,861**
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	161	183	182	194	**165**	**155**	**152**	**149**	183	**174**	**150**
Tasa de desempleo (promedio, %)	5.4	5.4	5.3	5.0	5.1	**5.1**	**5.0**	**5.0**	5.5	**5.1**	**5.0**
Tasa de ahorro personal	0.7	2.2	0.9	-0.2	0.3	**0.3**	**-0.1**	**0.8**	1.3	**0.3**	**0.5**
Balanza comercial (mmd)	-157	-169	-172	-173	**-180**	**-193**	**-192**	**-189**	-617	**-718**	**-781**
Balanza cuenta corriente (mmd)	-668	-753	-780	-766	**-761**	**-812**	**-847**	**-829**	-666	**-780**	**-843**
% PIB	-5.7	-6.3	-6.4	-6.2	**-6.0**	**-6.4**	**-6.6**	**-6.3**	-5.7	**-6.2**	**-6.4**
Balance fiscal (mmd, año fiscal)	—	—	—	—	**—**	**—**	**—**	**—**	-412	**-344**	**-402**
% PIB	—	—	—	—	**—**	**—**	**—**	**—**	-3.6	**-2.8**	**-3.1**
Brent (dólares por barril, promedio)	41.6	44.2	47.7	51.6	61.5	**60.5**	**57.7**	**55.0**	41.2	**54.7**	**53.8**
Mercados Financieros (fdp)											
Fed funds (%)	1.75	2.25	2.75	3.25	3.75	**4.25**	**4.50**	**4.75**	2.25	**4.25**	**4.75**
Libor 3 meses (%)	2.02	2.56	3.12	3.52	4.06	**4.50**	**4.75**	**5.00**	2.56	**4.50**	**5.00**
Nota del Tesoro 10 años (%)	4.19	4.24	4.56	3.94	4.34	**4.50**	**4.73**	**4.83**	4.24	**4.50**	**4.90**
Dólar/euro	1.24	1.35	1.32	1.22	1.21	**1.22**	**1.22**	**1.22**	1.35	**1.22**	**1.21**

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

Indicadores y Pronósticos México

	2002	2003	2004	2005	2006	I'05	II'05	III'05	IV'05	I'06	II'06	III'06	IV'06
Actividad Económica													
PIB (series desestacionalizadas)													
Variación % real anual	0.8	1.4	4.4	**3.0**	**3.0**	3.7	1.9	**2.8**	**3.5**	**3.4**	**4.1**	**2.9**	**1.5**
Por habitante en dólares*	6,431	6,235	6,453	**7,031**	**7,178**	6,838	6,847	**7,160**	**7,280**	**7,278**	**7,046**	**7,105**	**7,282**
Miles de millones de dólares	649	639	676	**747**	**774**	707	740	**745**	**794**	**765**	**776**	**750**	**805**
Inflación (%, fdp)													
General	5.7	4.0	5.2	**3.8**	**3.7**	4.4	4.3	3.5	**3.8**	**4.0**	**4.4**	**4.3**	**3.7**
Subyacente	3.8	3.7	3.8	**3.2**	**3.2**	3.6	3.4	3.2	**3.2**	**3.2**	**3.3**	**3.4**	**3.2**
Mercados Financieros													
Tasas de interés (%, fdp)													
Fondeo bancario	—	6.1	8.8	**8.8**	**8.0**	9.5	9.8	9.3	**8.8**	**8.8**	**8.8**	**8.3**	**8.0**
Cetes 28 días	7.0	6.0	8.6	**8.7**	**8.0**	9.6	9.6	9.0	**8.7**	**8.8**	**8.7**	**8.3**	**8.0**
TIIE 28 días	8.5	6.3	9.0	**9.1**	**8.3**	9.9	10.0	9.5	**9.1**	**9.0**	**9.0**	**8.5**	**8.3**
Bono 10 años (%, fdp)	10.1	8.3	9.7	**8.7**	**8.7**	10.5	9.6	8.5	**8.7**	**8.8**	**9.4**	**9.1**	**8.7**
Tipo de cambio													
Pesos por dólar, fdp	10.3	11.2	11.3	**11.0**	**11.6**	11.3	10.8	10.8	**11.0**	**11.1**	**11.5**	**11.3**	**11.6**
Finanzas Públicas													
Balance fiscal (% del PIB)	-1.2	-0.6	-0.3	**-0.1**	**0.0**	nd	nd	**nd**	**-0.1**	**nd**	**nd**	**nd**	**0.0**
RFSP (% del PIB)	3.3	3.1	2.7	**2.1**	**1.5**	nd	nd	**nd**	**2.1**	**nd**	**nd**	**nd**	**1.5**
Sector Externo**													
Balanza comercial (mmd)	-7.6	-5.8	-8.8	**-7.5**	**-8.2**	-10.2	-9.8	**-9.7**	**-7.5**	**-8.1**	**-7.8**	**-8.7**	**-8.2**
Cuenta corriente (mmd)	-13.5	-8.6	-7.4	**-7.9**	**-10.1**	-8.5	-8.3	**-9.3**	**-7.9**	**-7.7**	**-9.5**	**-9.6**	**-10.1**
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.1	-1.3	-1.1	**-1.1**	**-1.3**	-1.2	-1.2	**-1.3**	**-1.1**	**-1.0**	**-1.2**	**-1.3**	**-1.3**
Petróleo (mezcla mexicana, dpb, fdp)	24.7	25.0	32.4	**48.5**	**38.8**	33.7	40.1	**50.7**	**48.5**	**43.7**	**42.6**	**40.7**	**38.4**
Agregados Monet. y Act. Bancaria (var. % anual)													
Captación bancaria tradicional	-5.5	7.5	6.3	**6.9**	**4.8**	3.1	2.3	**6.4**	**6.9**	**6.8**	**3.7**	**4.1**	**4.8**
Créd. vigente banca comercial***	8.5	8.6	26.1	**25.6**	**21.4**	29.6	30.0	**30.4**	**25.6**	**25.9**	**25.4**	**23.4**	**21.4**
Demanda Agregada (var. % anual, desestacionalizada)													
Total	1.0	1.2	5.9	**4.2**	**3.8**	5.4	3.3	**3.9**	**4.2**	**3.8**	**5.0**	**3.7**	**2.7**
Demanda interna	0.9	1.8	5.3	**4.6**	**3.7**	6.0	4.0	**4.3**	**4.1**	**3.6**	**3.8**	**3.5**	**3.9**
Consumo	1.3	2.1	4.7	**4.1**	**3.3**	5.8	3.0	**3.9**	**3.9**	**3.4**	**3.5**	**3.2**	**3.3**
Privado	1.5	2.3	5.5	**4.6**	**3.5**	6.6	3.4	**4.3**	**4.2**	**3.6**	**3.5**	**3.5**	**3.4**
Público	-0.1	1.0	-1.2	**0.4**	**2.0**	-0.2	-0.5	**0.7**	**1.7**	**2.2**	**2.8**	**1.3**	**1.7**
Inversión	-0.7	0.4	7.5	**6.5**	**5.2**	6.7	8.4	**6.2**	**4.8**	**4.5**	**5.2**	**4.6**	**6.6**
Privada	-4.0	-1.2	7.6	**5.5**	**4.1**	7.8	7.6	**2.0**	**5.0**	**3.0**	**3.5**	**3.7**	**6.1**
Pública	13.7	9.4	3.5	**11.9**	**9.4**	15.3	13.6	**10.0**	**9.0**	**11.5**	**9.5**	**8.0**	**8.5**
Demanda externa	1.5	2.8	11.5	**5.0**	**5.2**	7.2	3.9	**5..5**	**3.7**	**4.5**	**5.2**	**6.0**	**5.1**
Importaciones	1.4	0.7	10.2	**7.3**	**5.8**	10.0	7.1	**6.5**	**5.9**	**4.7**	**7.3**	**5.6**	**5.5**
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)													
Agropecuario	0.1	3.5	4.0	**-0.4**	**1.1**	-1.5	-3.3	**1.0**	**2.0**	**2.0**	**4.0**	**1.0**	**-2.0**
Industrial	-0.1	-0.2	3.8	**1.6**	**2.8**	-0.2	2.9	**1.5**	**2.2**	**3.8**	**2.3**	**2.9**	**2.1**
Minería	0.4	3.7	2.5	**1.2**	**2.3**	-1.1	2.8	**0.7**	**2.7**	**2.5**	**1.2**	**3.3**	**2.4**
Manufacturas	-0.7	-1.3	3.8	**1.4**	**2.9**	-0.2	2.6	**1.3**	**1.7**	**4.0**	**2.4**	**2.8**	**2.2**
Construcción	2.1	3.3	5.3	**3.3**	**2.8**	1.0	5.0	**2.6**	**4.4**	**3.9**	**2.3**	**3.3**	**1.7**
Electricidad, gas y agua	1.0	1.6	2.3	**0.9**	**2.0**	-1.2	1.4	**1.1**	**2.1**	**2.8**	**1.9**	**1.9**	**1.5**
Servicios	1.6	2.1	4.8	**4.0**	**3.4**	4.1	4.1	**3.7**	**4.0**	**3.4**	**4.6**	**3.4**	**2.2**
Comercio, restaurantes y hoteles	0.0	1.6	4.9	**6.5**	**6.0**	3.3	3.5	**3.2**	**3.7**	**3.4**	**5.4**	**2.6**	**1.1**
Transporte y comunicaciones	1.8	5.0	9.7	**3.4**	**3.1**	7.8	7.1	**5.9**	**5.5**	**5.4**	**7.7**	**6.2**	**4.6**
Financieras, seguros e inmuebles	4.2	3.9	4.6	**5.5**	**4.1**	5.1	5.5	**5.5**	**6.1**	**4.2**	**4.7**	**4.0**	**3.6**
Comunales y personales	0.9	-0.6	1.7	**1.4**	**1.2**	1.6	1.5	**0.8**	**1.6**	**1.4**	**1.7**	**1.6**	**0.4**

fdp fin de periodo
mmd miles de millones de dólares
dpb dólares por barril
* Series ajustadas estacionalmente para datos trimestrales
** Acumulado, últimos 12 meses
*** Al sector privado
RFSP Requerimientos Financieros del Sector Público
nd no disponible
Nota: Pronóstico aparece con **negritas**

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Bogotá www.bbva.com.co		
Macroeconomic and financial overview	SAP-Miller	Bogotá, Julio '05
Entorno macroeconómico	BID	Bogotá, Agosto '05
Coyuntura y perspectivas macro	Coca Cola	Bogotá, Agosto '05
Perspectivas económicas 2005 - 2006	Clientes Tesorería	Bogotá, Agosto '05
Sobre la noción de justicia	Universidad Externado de Colombia	Bogotá, Septiembre '05
Buenos Aires www.bancofrances.com.ar		
Desempeño económico y dinámica de deuda post-reestructuración	Seminario "Reestruc. de la Deuda Argentina"	Buenos Aires, Julio '05
Panorama macroeconómico y perspectivas	ATC Asoc. Tucumana de Citrus	San Miguel de Tucumán, Jul'05
Argentina 2005 - 2006: política cambiaria, inflación y crecimiento	Universidad de Ciencias Económicas	Mar del Plata, Agosto '05
Panorama macroeconómico 2006	Peugeot Citröen Argentina	Buenos Aires, Septiembre '05
Perspectivas macroeconómicas 2005-2006 y construcción	Salón Inmobiliario y Préstamos Personales	Buenos Aires, Septiembre '05
Caracas www.provincial.com		
Perspectivas macroeconómicas 2005-2006	Empresas Polar	Caracas, Junio '05
Escenario macroeconómico y su impacto en el sector industrial	Reunión de Clientes	Valencia, Junio '05
Perspectivas de corto, mediano y largo plazo	Banca Mayorista Global	Caracas, Julio '05
Perspectivas macroeconómicas y mercado petrolero	Repsol YPF	Caracas, Septiembre '05
Venezuela: economic outlook 2005-2007	Banca Mayorista Global	Caracas, Septiembre '05
Lima www.bbvabancocontinental.com		
Necesidades fiscales y reforma: una visión agregada	PHR Plus Perú/National Democracy Institute	Lima, Julio '05
Situación económica	Banca Mayorista Global	Lima, Julio '05
El futuro del dólar	Cámara Comercio Americana del Perú	Lima, Agosto '05
Situación económica	Essalud; Banca Minorista	Lima, Ago-Sep '05
Madrid www.bbva.com		
Vivienda y endeudamiento de las familias	UIMP Santander	Madrid, Julio '05
Previsiones macroeconómicas y financieras	Banca de Empresas	Barcelona, Julio '05
Situación y perspectivas del sistema bancario español	FMI	Madrid, Julio '05
Strategic options for a European bank at home and abroad	Instituto BAFT	Nueva York, Julio '05
Lecciones de internacionalización	Instituto de Empresa	Madrid, Julio '05
La emergencia de China: retos y oportunidades para América Latina	Seminario BBVA-China	Lima, Septiembre '05
China en el mediano plazo: riesgos de un modelo de expan. sosten.	Seminario BBVA-China	Lima, Septiembre '05
La integración de la economía española en Europa	Cámara Comercio de España	Lima, Septiembre '05
México www.bancomer.com		
Hacia las elecciones presidenciales de 2006	Observatorio Empresarial Latinoamericano	México D.F., Julio '05
Escenario económico y financiero en México 2005-2007	Clientes Corporativos y de Empresas	México D.F., Julio '05
Escenario económico y financiero en México 2005-2007	Hipotecaria Nacional	S.L.P., Agosto '05
Perspectivas de mercados	Jornadas de Mercados Globales	Cuernavaca, Septiembre '05
El potencial de la vivienda en México	Riesgos Madrid	México D.F., Septiembre '05
BBVA USA www.bancomer.com		
Entorno macroeconómico de Estados Unidos	Comité Estrategia y de Fondos	México D.F., Agosto '05
Entorno macroeconómico de Estados Unidos	Jornadas Tesorería	México D.F., Septiembre '05
Impacto del huracán Katrina	Varios comités	México D.F., Septiembre '05
Escenario macroeconómico de Estados Unidos 2005-2007	Servicio de Estudios Económicos	México D.F., Septiembre '05
Santiago de Chile www.bhif.cl		
Chile: de la recuperación al crecimiento	Ejecutivos Compañías de Seguros	Santiago, Julio '05
Chile: de la recuperación al crecimiento	Clientes BBVA	La Serena, Julio '05
Perspectivas económicas de Chile	SEE Madrid	Madrid, Agosto '05
Panorama de la competitividad de América Latina	CIEPLAN; Exportadores, clientes BBVA	Santiago, Agosto '05

BBVA Bancomer

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

Servicio de Estudios Económicos Norteamérica

Jorge Sicilia	j.sicilia@bbva.bancomer.com
Adolfo Albo	a.albo@bbva.bancomer.com
David Aylett	david.aylett@bbva.bancomer.com
Fernando González	f.gonzalez8@bbva.bancomer.com
Octavio Gutiérrez	o.gutierrez3@bbva.bancomer.com
Ociel Hernández	o.hernandez@bbva.bancomer.com
Carlos Herrera	carlos.herrera@bbva.bancomer.com
Alma Martínez	alma.martinez@bbva.bancomer.com
Eduardo Millán	e.millan@bbva.bancomer.com
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

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.