BBVA Bancomer

Situación México

Servicio de Estudios Económicos

Primer Trimestre 2006

EUA: menor crecimiento, pero más industria
México: crecimientos en torno al 3%
Inflación: ante el reto de las expectativas
Hacia la neutralidad monetaria
Un peso fuerte: ¿todo el año?...
Competitividad: el talón de Aquiles
Plagados de elecciones en el continente

México: Editorial

En 2005 la inflación en México continuó convergiendo hacia la meta fijada por Banxico: 3% más menos un punto porcentual de tolerancia. Este hito, especialmente relevante en el caso de la inflación subyacente, cabe enmarcarlo en un largo proceso donde el país, tras padecer en numerosas ocasiones la fuerza destructora de la inflación, optó por una serie de medidas que de forma clara se orientaban a reducirla y controlarla, y entre las que cabe destacar una política fiscal prudente (tanto en el manejo del gasto público como en la fijación de precios públicos), la existencia de un banco central autónomo enfocado a la estabilidad de precios, y la política de apertura comercial que ha permitido a México beneficiarse de las ventajas de la globalización, en particular de la reducción de los precios a nivel mundial.

Si bien este proceso ha sido exitoso, no conviene bajar la guardia. El primer paso, la convergencia hacia la meta, está dado. Pero queda una etapa dura: su estabilización. Sólo cuando en un período largo de tiempo la inflación se estabiliza en torno a la meta, se deja de incorporar una prima de riesgo de inflación en las expectativas de inflación de los agentes económicos, y en los procesos de negociación de los precios y los salarios, lo que a su vez facilita la permanencia en la meta a mediano y largo plazo.

Aunque para conocer lo que ocurrirá en el largo plazo habrá que esperar, pronto observaremos lo que puede ser una primera prueba para ver si la mejora en la inflación ha cambiado la dinámica de formación de precios de los agentes. Ante el esperado repunte de la inflación general en los primeros meses de 2006 por efectos estacionales, bases de comparación atípicas e incrementos en algunos precios agrícolas —elementos imposibles de controlar por la política monetaria sin generar un innecesario costo en términos de crecimiento—, habrá que ver si las expectativas, especialmente las de mediano y largo plazo, no se incrementan a la par de la inflación general, y si la formación de precios y las negociaciones salariales no se contaminan. Confiemos en que así sea

Si bien puede resultar innecesario resaltar hoy las ventajas de una inflación baja y estable dada la unanimidad de opiniones en esta cuestión, conviene destacar que sus beneficios se distribuyen en todas las capas de la sociedad y en todos los sectores. No sólo una inflación reducida beneficia a los que menos tienen (no en vano se considera la inflación como un impuesto especialmente gravoso para las personas con ingresos más bajos); sino que su control permite que las tasas de interés se reduzcan en todos los plazos, ampliando las posibilidades de financiar el consumo y la inversión.

Como ya se ha comentado en otras ocasiones, esta estabilidad es una condición necesaria pero no suficiente para que México crezca más. Al igual que resultaría insensato pensar que se puede obtener un mayor crecimiento con una mayor inflación, no es serio pensar que una baja inflación, y en general una mayor estabilidad macroeconómica, puedan elevar por si solas el crecimiento potencial de la economía. Para lograr esto hay pocos atajos, se necesita avanzar en medidas que incrementen la productividad. La pregunta que tendremos que responder es: ¿Para cuándo?

Indice

Fecha de cierre: 20 enero 2006

1. Entorno Internacional

Economía Mundial 2

Recuadro: Petróleo, ¿Calma Luego de la Tormenta? 6

2. Entorno Macroeconómico México

En 2006 Tendremos un Año Similar de Crecimiento 8

Inflación: Ante el Reto de las Expectativas 11

Recuadro: La Inflación, ¿Bailando a Ritmo de Salsa? 14

3. Mercados Financieros México

Continuarán las Disminuciones del Fondeo Bancario 16

Recuadro: Tasas de Interés de Equilibrio en el Largo Plazo en México 19

Prevalecen las Condiciones de Fortaleza del Peso 20

Recuadro: El "Pass-through" de Tipo de Cambio a Precios 22

Recuadro: Los Flujos de Capital hacia América Latina en 2006 23

4. Artículos

México: Competitividad Internacional 24

Recuadro: Entorno para la Inversión y Ambiente de Negocios 28

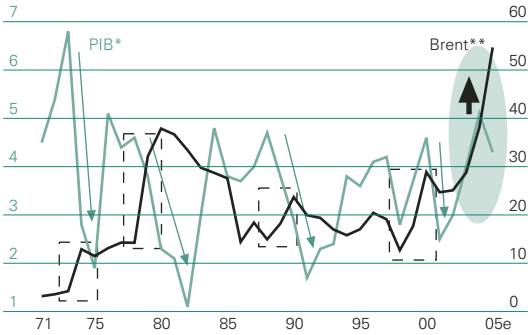
México y el Proceso Electoral de América Latina 29

5. Indicadores y Pronósticos 31

Han elaborado esta publicación:

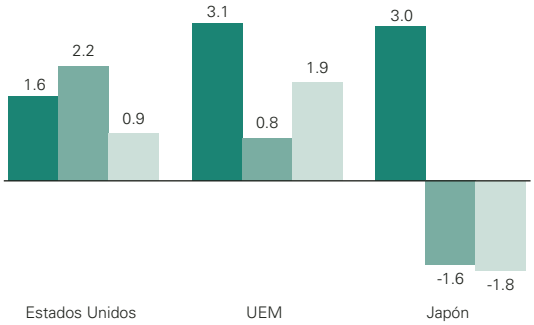
Jorge Sicilia j.sicilia@bbva.bancomer.com
Adolfo Albo a.albo@bbva.bancomer.com
Javier Amador j.amador@bbva.bancomer.com
David Aylett dp.aylett@bbva.bancomer.com
Giovanni Di Placido giovanni_diplacido@provincial.com
Fernando González f.gonzalez8@bbva.bancomer.com
Octavio Gutiérrez o.gutierrez3@bbva.bancomer.com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

Crecimiento Mundial y Precio del Petróleo



* Variación % real anual mundial
** Dólares por barril
e estimado
Fuente: BBVA con datos de FMI y Bloomberg

Costos Laborales Unitarios
Tasa media anual de crecimiento, %



1991 - 1995
1996 - 2000
2001 - 2005
Fuente: BBVA con datos de Estadísticas Nacionales

Un mundo diferente

Una de las características principales del 2005 ha sido el balance positivo en crecimiento económico a pesar del aumento de los precios del petróleo. La coincidencia en el tiempo de ambos factores podría responder a un incremento de la demanda mundial, que se estaría traduciendo en un significativo dinamismo de los flujos de comercio y en un aumento de los precios de las materias primas, principalmente energéticas y metálicas. Por lo tanto, el choque que estaría teniendo lugar no tendría su origen en el encarecimiento del crudo, sino que estaría derivado de la creciente incorporación al comercio y a la actividad de nuevos países, que suponen casi la mitad de la población mundial, como China y la India.

En la vertiente de la oferta, el aumento relativo de la fuerza de trabajo está provocando un menor crecimiento de los salarios, que compensaría parcialmente el aumento de los costos energéticos y que supone un factor global de contención de las presiones sobre la inflación. Esto ha permitido a los bancos centrales mantener una elevada liquidez en momentos de alto crecimiento económico, sin que las perspectivas de avance de los precios en el mediano plazo hayan repuntado. Sólo en países con fases cíclicas más adelantadas las expectativas de inflación han experimentado un repunte por el temor a la aparición de efectos de "segunda ronda" derivados del encarecimiento de la energía. A pesar de ello, las tasas de interés de largo plazo se mantienen bajas, reflejo de la credibilidad sobre el control de la inflación de las autoridades monetarias, pero también de la creciente importancia de los flujos.

Continuidad en el crecimiento sólido en Estados Unidos

En 2006, el dinamismo económico en conjunto será similar al del año precedente, pero con una composición algo diferente. En Estados Unidos esperamos una desaceleración de su crecimiento de 3.6% en 2005 hacia tasas próximas a 3% en 2006. Detrás de esta evolución estaría principalmente la moderación en el dinamismo del consumo privado, en un contexto de una tasa de ahorro negativa.

Su evolución vendría condicionada por varios factores. En primer lugar, una menor expansión del ingreso real disponible por la convergencia de la productividad con su tendencia de largo plazo (2-2.5%), proceso que podría haber comenzado ya, y que moderaría el crecimiento de los salarios reales. En segundo lugar, el consumo será afectado por una creación de empleo más moderada ante la mayor cautela de las empresas y una menor generación de nuevos empleos en el sector inmobiliario, el cual ha impulsado fuertemente la creación de empleo privado en los últimos 3 años. De hecho el gradual enfriamiento del sector inmobiliario (efecto riqueza) que comienza a reflejarse con nitidez en algunos indicadores adelantados ayudará a moderar el consumo al reducir los refinanciamientos hipotecarios.

Como consecuencia de este menor ritmo de expansión del consumo, el aumento en el costo de financiamiento y la moderación en la

expansión del flujo de efectivo y las utilidades empresariales, la inversión privada tenderá a moderarse en especial la residencial. La tendencia del flujo de efectivo sugiere menor inversión privada hacia delante. Además, aún cuando las utilidades se mantienen en niveles históricamente elevados, esperamos que su tasa de crecimiento continuará en una tendencia de moderación, afectada por una menor tasa de aumento en las ventas, mayores costos laborales y tasas de interés y un poder de precio si bien mayor, aún limitado por la elevada competencia y la globalización. En conjunto, lo anterior afectará las expectativas y el optimismo de los negocios, esta mayor incertidumbre añadirá a la cautela de las empresas, limitando moderadamente la inversión privada no residencial.

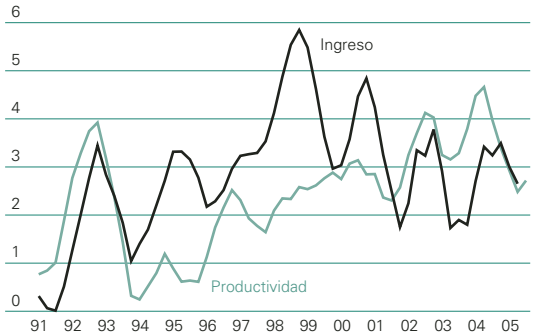
El menor crecimiento del consumo y de la inversión provocará una menor expansión de las importaciones de bienes de consumo y capital. Así, la menor demanda implicará un crecimiento de las importaciones menor al de las exportaciones, con lo cual se reducirá el déficit en cuenta corriente como proporción del PIB en 2006 y 2007. En contraste, prevemos que la razón de déficit fiscal a PIB aumentará en 2006 principalmente por los gastos de reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes. En 2007, la reducción de las apropiaciones extraordinarias asociadas a la guerra en Irak y la lucha contra el terrorismo, principalmente, y un mayor crecimiento económico, que impulsará la recaudación tributaria, permitirán reducir este ratio.

En otras áreas, como la Unión Económica y Monetaria (UEM), las perspectivas económicas han mejorado. La confianza ha comenzado a repuntar de forma significativa, especialmente en Alemania, lo que permite esperar una recuperación de la actividad hacia tasas del 2.0% del PIB en 2006, tras el avance del 1.3% el año anterior. No obstante, la incertidumbre acerca del crecimiento europeo no se ha disipado por completo. Por su parte, el sudeste asiático y particularmente China, que acaba de revisar al alza el valor de su producción agregada, seguirán mostrando tasas próximas al promedio elevado de los últimos años. Si bien seguirá fuertemente sesgado hacia un dinamismo notable de la inversión, consistente con un modelo de expansión que busca el desarrollo de plataformas exportadoras y una pauta moderada en el consumo de las familias. Por su parte, Japón podría incorporar en 2006 el impacto positivo del crecimiento en la zona, recuperando tasas de crecimiento del PIB cercanas a su potencial. Finalmente, otras regiones como Oriente Medio, seguirán beneficiándose del choque en términos de intercambio que ha supuesto el encarecimiento de las materias primas que exportan y mantendrá tasas de crecimiento en torno del 5%.

Ajuste paulatino de las políticas monetarias

En el contexto anterior, en el que el ritmo de crecimiento mundial en 2006 se mantendrá elevado, es previsible que los bancos centrales adopten una política menos expansiva. Sin embargo, dado que la prioridad de las autoridades monetarias es el control de las expectativas sobre los precios, y éstas en términos generales se mantienen moderadas, el ajuste de las tasas de interés será paulatino, descartando un escenario de fuerte ajuste en las economías.

Estados Unidos: Productividad no Agrícola e Ingreso Real Disponible
Variación % anual



Fuente: BBVA con datos de BLS y BEA

Precios de Producción y Consumo
Subyacente, variación % anual

Fuente: BBVA con datos de BLS

En Estados Unidos, la inflación subyacente mantendrá una tendencia moderada al alza durante 2006 (2.5% promedio), derivada de la transmisión retardada de los mayores costos de producción a precios finales. La posición de la economía en el actual ciclo de expansión, con el mercado laboral fortaleciéndose y la baja capacidad ociosa imponen riesgos al alza, pero el notable crecimiento de la productividad, 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. Bajo estos parámetros, y con una inflación general esperada de 2.8% para 2006, ante la caída prevista en el precio del petróleo, prevemos que la Reserva Federal situará los tasas de interés oficiales en niveles del 4.75% en el primer trimestre de 2006, niveles de mayor neutralidad monetaria en los que podría detener el proceso de incrementos iniciado en junio de 2004.

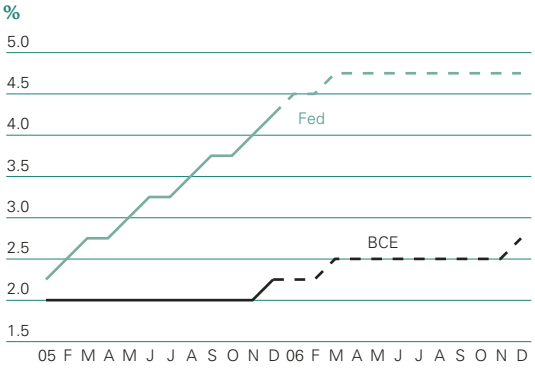
En la UEM, aunque el Banco Central Europeo inició el ciclo de alza de tasas de interés en diciembre de 2005, justificado en el crecimiento monetario y el temor a un deterioro de las expectativas de inflación, no parece probable que se produzcan incrementos significativos. Ante las dudas y la incertidumbre acerca del crecimiento futuro de la zona, esperamos que las tasas de interés oficiales se sitúen en el 2.75% al finalizar el año 2006. En Japón, las pronósticos son menos agresivos, e incluso el primer incremento de tasas podría retrasarse más de lo que descuenta el mercado, que la sitúa a mediados de 2006. El recorrido es limitado, ya que un incremento prematuro de las tasas de interés podría tener un impacto negativo sobre la salida del proceso deflacionista.

La globalización y la diversificación financiera apoyan el anclaje de las tasas de largos plazo

El aplanamiento que se observa en las curvas de tasas de interés en un contexto generalizado de políticas monetarias menos expansivas, respondería a la confluencia de dos factores. El primero sería la profundización de los flujos de capital, en cuya expansión de los últimos años destaca el incremento en los volúmenes operados de bonos. Detrás de esta evolución estarían la incertidumbre en la economía mundial, el ahorro elevado en Europa y Japón por el ciclo de vida, cuestiones regulatorias que afectan principalmente a las compañías de seguros o fondos de pensiones, y el desarrollo del mercado corporativo europeo o el de mercados de bonos emergentes en moneda local.

El segundo factor sería la diversificación en los flujos de capital, ya que un mayor número de agentes y de países participan activamente en el mercado financiero. Así, la dispersión de los saldos de balanza de cuenta corriente no sólo no ha disminuido, sino que ha aumentado en los últimos años. El déficit de cuenta corriente de Estados Unidos está incrementándose y entre las economías superavitarias no sólo destacan las del sudeste asiático o Japón, sino también los países exportadores de petróleo.

Estados Unidos y UEM: Tasas de Interés



Nota: Estimado a partir de enero 2006
Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Esta profundización y diversificación de los flujos de capital podría estar suponiendo, según algunas estimaciones, casi un punto porcentual menos en la tasa de los bonos a 10 años. Dado que no se anticipa una inflexión en ambas tendencias y que tampoco existen elementos para pensar en un aumento de la volatilidad nominal y real de las economías, cabe esperar que las tasas de interés de largo plazo se mantengan en niveles bajos.

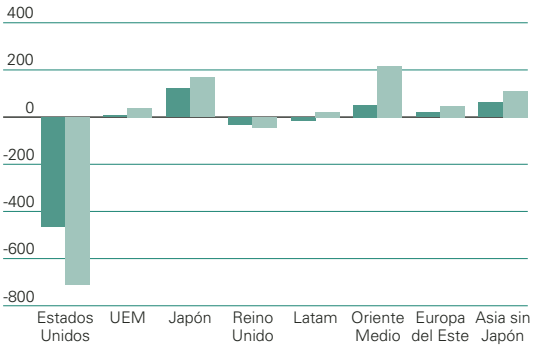
En particular, la curva de deuda en Estados Unidos podría mantenerse prácticamente plana, con tasas a 10 años que terminarían el año 2006 en niveles del 4.8%, y podrían avanzar hacia el 5.1% en 2007, menos de un punto porcentual por encima de su nivel de diciembre de 2005. En la UEM, la tasa a 10 años podría situarse en el 4.0% y en el 4.3% al finalizar 2006 y 2007, respectivamente.

Riesgos sobre el escenario central

Entre los factores de riesgo globales para 2006 cabe mencionar la desaceleración de alguna de las economías más dinámicas del mundo, especialmente China y Estados Unidos. En el primer caso, su dinamismo actual y la ausencia de señales de claro recalentamiento llevan a asignar una baja probabilidad a un escenario de brusca desaceleración. En el caso estadounidense, los signos de moderación en el sector inmobiliario alertan sobre los riesgos que derivan de un ajuste del precio de los activos, que en caso de producirse podría ralentizar el consumo y la inversión y llevar a una reducción de las tasas de interés en todos los plazos de la curva de rendimientos. Ahora bien, la probabilidad de que se produzca dicho ajuste es limitado, ya que hay factores que podrían compensar el efecto negativo sobre la riqueza de las familias: las condiciones financieras, los niveles de productividad y especialmente el comportamiento del mercado laboral.

Otro elemento de riesgo radica en un posible incremento en el precio del petróleo asociado a la difícil situación geopolítica en algunos de los principales países productores de petróleo. Si esto llegara a derivar en que el precio se mantenga más elevado que nuestro actual pronóstico de ligera moderación en 2006, no sólo el crecimiento tendería a moderarse, sino que la presión sobre la inflación llevaría a mayores alzas en las tasas de corto plazo.

Balanza en Cuenta Corriente por Región
Miles de millones de dólares



Fuente: BBVA con datos de FMI

Petróleo: ¿Calma Luego de la Tormenta?

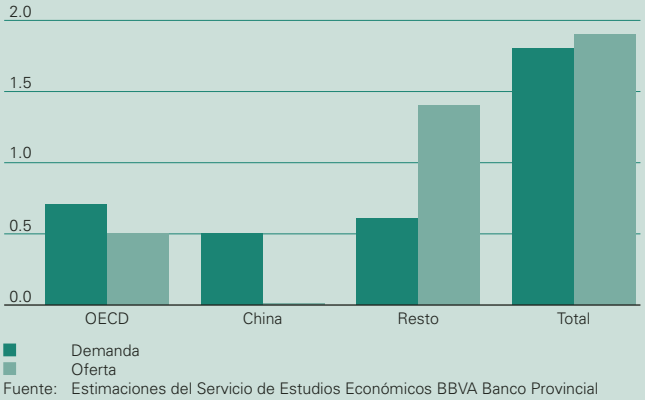
El mercado petrolero luego de un año de fuerte alza hasta el mes de septiembre de 2005 del 60% en su precio, pareció entrar a principios de 2006 en un período de calma. En un principios los factores que impulsaron el encarecimiento del energético fueron: una percepción de un débil equilibrio en el mercado, un período de alza sostenida de la demanda, el temor de la salida (aunque fuera de carácter temporal o transitorio) de un productor importante en un mercado con baja capacidad para compensarla, una temporada de huracanes más intensa que lo habitual (que impactó significativamente al Golfo de México), zona en la que se produce, refina e importa el grueso de crudos y productos de los Estados Unidos. Parecería que a finales de 2005 se estaban regresando a una temporada de calma. En el cuarto trimestre del 2005 el precio del petróleo registró una caída del 11%, para cerrar el año con un promedio de 54.48 dólares para el Brent y de 42.72 para la mezcla mexicana. La gran pregunta es: ¿sí se mantendrá esta tendencia o por el contrario volverán a incrementarse los precios?

Los pesimistas (precios altos) piensan que se mantendrá el fuerte crecimiento de la economía mundial y de la demanda. Este comportamiento dado la baja capacidad adicional de producción disponible y la persistencia de las pérdidas de producción por los huracanes, conjuntamente con un mayor riesgo geopolítico asociado a la situaciónen el Medio Oriente podría explicar un alza sostenida de precios, como el que esta ocurriendo en las últimas semanas, y que llevaría al Brent a los 63 dólares el barril como estima el *Energy Information Administration* (EIA) del Gobierno Federal de los EUA y por lo menos se mantendrían en términos reales en esos niveles para los próximos años.

Los optimistas (precios bajos) se fundamentan en un menor crecimiento de la economía mundial y de la demanda que a su vez se resiente del impacto de los altos precios, acompañados por una mayor recuperación de los inventarios, mayor capacidad de crecimiento de la oferta y menor riesgo geopolítico. Para estos la corrección de los precios va ha ser mucho mas rápida de lo esperado y tendríamos precios promedio cercanos o inferiores a los 50 dólares por barril para el Brent y de 38.5 para la mezcla mexicana.

En el corto plazo, los pesimistas tienen ventaja. El año 2006 comienza con un conflicto entre Rusia y Ucrania al cumplir el primero con la amenaza de cortar el suministro de gas natural a Ucrania después de que este rechazara definitivamente el incremento de precio por parte de Rusia. *Gazprom* (la empresa pública rusa del gas) empezó a bajar la presión en el gasoducto que transporta el carburante destinado para Ucrania, reduciendo los suministros en unos 120 millones de metros cúbicos al día y afectando al resto de Europa que recibe el 85% del suministro que atraviesa a Ucrania. Esto impulsa los precios por un posible impacto sobre la demanda de productos, sobre todo por las menores temperaturas observadas en el continente europeo en el comienzo del año. Más allá de constituir un hecho puntual y de corto plazo, se anexa al número de potenciales factores de riesgo de cara al futuro.

Incremento de la Oferta y la Demanda en 2006



Fuente: Estimaciones del Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

El otro elemento, tal vez de mayor relevancia, es el incremento del riesgo geopolítico en el Medio Oriente asociado a la vuelta de Irán al tema nuclear y el posible impacto que este evento tendría en la estabilidad de la región.

¿Qué esperar en el 2006?...

El comportamiento del mercado en el 2006 estará a medio camino entre la posición de los optimistas y los pesimistas. Esté será un año de sólido crecimiento de la economía mundial con un incremento promedio de la demanda del 1.8% superior al registrado en 2005, pero con una mejora similar o ligeramente superior por el lado de la oferta. Profundizando por el lado de la oferta nos encontramos, que a los niveles actuales de precios la reacción de los países productores no es insensible ya que un precio estable de $60 dpb (dólares por barril) reales incorpora una expansión de la oferta de los paí-

ses No-OPEP del 40% en los próximos cinco años, al activarse y hacerse viable del punto de vista económico el 85% de las reservas de estos países, mientras que un escenario de $20 dpb, el 70% de estas reservas no se desarrollan, y en uno de $40 dpb el 55% no lo hace. En este ciclo de precios los países No-OPEP volverán a jugar un rol central en el crecimiento de la oferta.

De hecho el anuncio de la OPEP para el segundo trimestre del año de la necesidad de recortar la producción en por lo menos un millón de barriles ya que estarían en un año de construcción de inventarios comienzan a evidenciar esta mayor fortaleza por el lado de la oferta. El seguimiento del comportamiento y reacción de la OPEP será clave, sin embargo esta se encuentra atrapada en el dilema de qué niveles sostenidos de precios reales de $60 dpb podría implicar una perdida de participación en el mediano plazo, similar a la ocurrida con la expansión generada por el Mar del Norte, por lo que es probable que favorezca como precio objetivo de medio plazo algo más cerca de 40-45 dólares que los niveles actuales

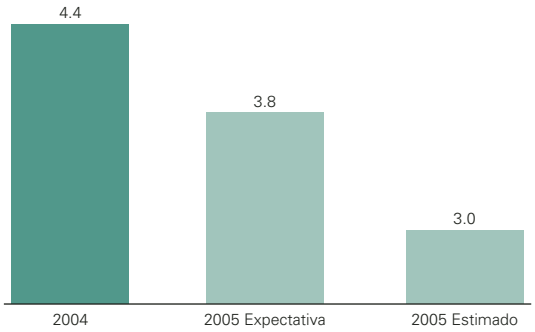
Una revisión más detallada por el lado de la demanda apunta que a pesar de contar con una baja elasticidad, la mejora de la eficiencia está permitiendo absorber los mayores requerimientos asociados al crecimiento y mejora del nivel de vida de países emergentes sin crecimiento explosivos de la demanda pero si sostenidos.

Estos cambios estructurales que vendrían a acompañar una visión más bien optimista se enfrenta en el corto plazo con los elementos geopolíticos que efectivamente se están acentuando en el comienzo del año y que van a incorporar una mayor incertidumbre, destacando el caso de Irán que es el factor de mayor riesgo para 2006, conjuntamente con una discontinuidad en la salida negociada al conflicto judío-palestino.

Dada nuestra visión de una mayor fortaleza de fundamentos de mercado que los contemplados por parte de los pesimistas y un mayor riesgo geopolítico que el contemplado por los optimistas, el escenario para 2006 es un intermedio entre ambas posturas que se reflejará en un precio promedio de 54.6 dólares para el Brent equivalente para la mezcla mexicana de 42 dpb, similar al registrado en 2005.

Giovanni Di Placido giovanni_diplacido@provincial.com

PIB México
Variación % anual



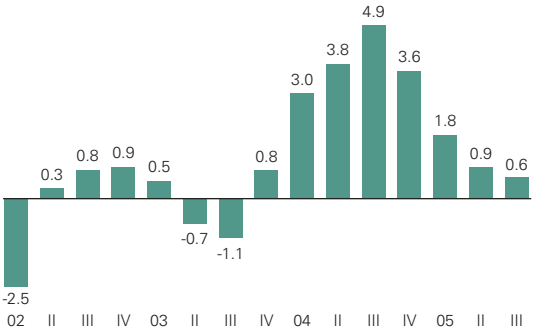
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

IGAE
Enero - noviembre, series ajustadas estacionalmente

	Var. % prom. anual		Aportación al crec.	
	2004	2005	2004	2005
Total	**4.4**	**3.3**	**100.0**	**100.0**
Agricultura	3.4	2.6	3.9	3.9
Industria	3.8	1.4	26.1	12.6
Servicios	4.7	4.2	70.0	83.5

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

PIB Industrial
Variación % anual, ajustada estacionalmente



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

2005 por debajo de expectativas, crecimiento mediocre

Estimamos que, salvo revisiones a la serie, la economía mexicana creció el año pasado a una tasa anual del orden del 3%. Este dinamismo es menor al observado en 2004 (4.4%) y se encuentra por debajo de las expectativas que existían para su desempeño a principios de año (3.8%). En aquel momento, las condiciones externas e internas auguraban un ciclo de recuperación tradicional de la economía mexicana. El impulso inicial provendría de lo externo, con un crecimiento de EUA por encima de su potencial, lo que constituía un buen aliciente para el crecimiento de nuestras exportaciones, y un impulso para la inversión que permitiría consolidar la incipiente recuperación de la demanda interna. Esta evolución, en su conjunto, derivaría en un proceso de recuperación que se retroalimentaría y sería sostenido. Las cifras elevadas de crecimiento del cuarto trimestre del 2004, síntomas de generación de empleo formal y la reactivación del crédito bancario avalaban esas expectativas. Además, existieron flujos de divisas muy elevados[1]: ingresos del petróleo por encima de lo presupuestado, remesas en niveles máximos históricos, un impulso renovado de inversión extranjera en los mercados financieros no visto desde la década de los 90´s y niveles aceptables de Inversión Extranjera Directa. Sin embargo, a pesar de estas condiciones favorables el crecimiento fue muy bajo, se podría calificar de mediocre.

¿Qué fue lo que ocurrió? Una desafortunada coincidencia de circunstancias las cuales se agravaron por las deficiencias estructurales que está enfrentando el país. La economía reportó una desaceleración en el primer semestre y una recuperación moderada en el segundo. El PIB pasó de una tasa de 4.9% anual en 4T04 (cuarto trimestre de 2004) a menos de la mitad en el 2T05, de 2.0%, y a 3.3% en 3T05 (crecimientos sobre series ajustadas por estacionalidad) y para el cuarto trimestre se estima un crecimiento de alrededor del 3%. Aunque todos los sectores reflejaron en general estas tendencias, su evolución fue diferente (revisar cuadro 2).

El origen del problema lo encontramos en la evolución de la industria. La producción industrial ha mantenido una tendencia descendente por cuatro trimestres consecutivos con una pérdida de dinamismo significativa. En la agricultura, aunque por su naturaleza este sector es volátil, las fluctuaciones fueron anormalmente altas. Los servicios fueron el sostén del crecimiento, ya que aumentaron por encima del promedio de la economía y tienen una elevada participación dentro del valor de la producción (casi el 70% del PIB).

Los problemas que enfrenta la industria: competitividad, reestructura y adaptación a cambios en las preferencias de los consumidores

En el sector industrial el cambio en su dinamismo ha estado asociado principalmente al comportamiento de las manufacturas y concentrado en pocas ramas de actividad. En el primer semestre, las actividades que más aportaron al cambio desfavorable fueron los electrónicos, autopartes, vehículos, hierro y acero y vidrio. En la tendencia hacia

1 Se estima que estos flujos fueron aproximadamente de 70 mil millones de dólares, equivalentes al 9.1% del PIB.: petróleo 2.1%, remesas 2.7% e IED 4.3%.

la recuperación posterior sobresalen: los vehículos, la maquinaria y el equipo eléctrico, los productos farmacéuticos, la imprenta y las autopartes. Un ejemplo favorable de lo que ocurrió en la industria lo encontramos en el sector automotriz, protagonista de la desaceleración en el primer semestre de 2005 y también de su recuperación en el segundo. Su problema estuvo asociado a la reestructura que está ocurriendo en el sector, derivadas del proceso de incorporación de nuevos modelos para el mercado externo para adaptarse al cambio de preferencias de los consumidores. Este sector representa el 14% de la producción y 18% de las exportaciones de manufacturas.

En lo general, se puede afirmar que se mezclaron dos factores esenciales: por un lado, la industria mexicana esta mostrando señales de erosión de su competitividad y por otro, la industria en EUA sufrió una importante reestructuración que no le benefició. Así, durante el año, las exportaciones mexicanas fueron desplazadas de sus mercados principales, como EUA en donde la competencia se intensificó con otros proveedores provenientes de China y del resto de Asia.

La industria de la construcción también inició el año con lento crecimiento por los incrementos en los precios del acero y algunos cambios en la normatividad en la construcción de viviendas, en esta actividad también hay una tendencia reciente de mejoría impulsada por el crecimiento en el crédito, la estabilidad y el cierre de obra pública en el último año de la administración actual.

Sin embargo, la demanda interna conserva el paso

La demanda interna mantiene un buen ritmo de expansión de acuerdo a las últimas cifras disponibles: 5.7% anual en el tercer trimestre, gracias al dinamismo de la formación bruta de capital fijo (inversión) y del consumo privado. El comportamiento de la industria se reflejó en una moderación de la inversión, aunque se conservó dentro de la demanda agregada como la más dinámica, muy por encima del promedio de la economía.

En la inversión, las mayores tasas de crecimiento se observan en maquinaria y equipo con 11.6% de variación anual. Estas tendencias se pueden considerar como un indicador de confianza en la economía y de perspectivas favorables para la producción manufacturera y las exportaciones. Se podría valorar como una tendencia gradual hacia la "normalización" en los mercados de exportación y que no necesariamente se completará durante este año. Los datos de construcción no reflejan el impulso a la vivienda por lo que se espera una mejoría en los próximos meses.

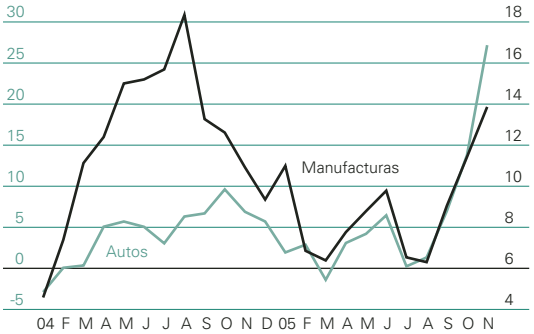
El consumo también muestra un comportamiento favorable con tasas superiores al promedio de la economía. Los tres componentes del consumo crecen a tasas relativamente altas: bienes duraderos es el más dinámico (6.3% en los primeros nueve meses del año) le sigue el de bienes no duraderos (5.9%) y los servicios con 4.6%. En general el consumo aumenta por la mejoría en la masa salarial (empleo y salarios) y el crecimiento del crédito, y la estabilidad económica que impulsa la compra de bienes durables.

Producción Manufacturera
Variación % anual

	2004	2005			Apor. %
		1 sem.	2 sem*	Ene-Oct	
Total	**3.8**	**1.4**	**1.1**	**1.3**	**100.0**
Mayores aportaciones					
Maq. y eq. no eléctrico	6.3	14.6	3.0	10.0	16.6
Cerveza	4.5	9.2	8.7	9.0	16.4
Autopartes	9.9	2.6	3.7	3.0	15.2
Min. no met.	2.8	4.8	4.7	4.7	14.7
Refrescos	1.3	7.3	2.6	5.4	13.8
Mayores pérdidas					
Resinas sint. y fibras quím.	3.7	-2.1	-10.0	-5.2	-5.4
Fibras blandas	-0.8	-6.7	-5.6	-6.3	-6.0
Farmacéuticos	-2.3	-4.9	0.6	-2.7	-6.0
Confección	0.6	-1.1	-7.0	-3.5	-7.4
Electrónicos	9.0	-11.9	-22.0	-15.9	-58.1

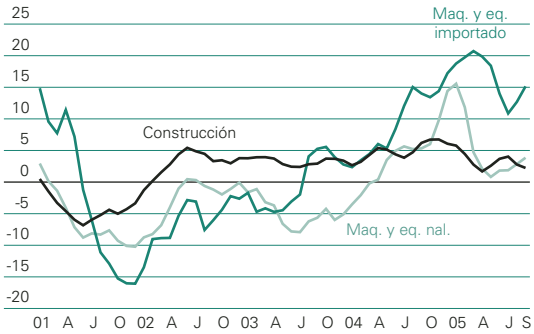
* Julio - octubre
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Exportaciones
Variación % anual, promedio móvil 3 meses



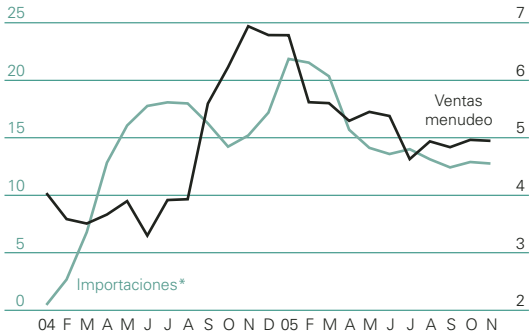
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Formación Bruta de Capital Fijo
Variación % anual



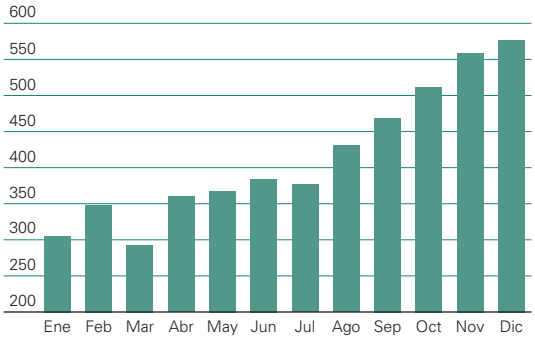
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Importaciones y Ventas
Var. % anual, ajus. estacionalmente, prom. móvil 3 meses



* Importaciones de bienes de consumo, excluye gasolinas
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México e INEGI

Nuevos Empleos
IMSS, miles, 12 meses



Fuente: BBVA Bancomer con datos de STPS

Cuadro Macroeconómico de México
Variación % anual, series desestacionalizadas

	2004	2005e	2006e
PIB	**4.4**	**3.0**	**3.2**
Demanda total	5.9	4.4	4.5
Interna	5.3	5.2	4.5
Consumo	4.7	4.7	4.1
Privado	5.5	5.3	4.3
Público	-1.2	0.1	1.9
Inversión	7.5	7.1	6.0
Privada	7.5	6.8	5.6
Pública	3.5	10.4	7.7
Externa	11.5	5.8	6.7
Importación bienes y serv.	10.2	8.1	7.5

e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

En la evolución de la demanda agregada, conviene destacar que la parte más dinámica está en el componente importado. En la evolución del consumo de origen nacional y el importado, el nacional es más estable pero con un crecimiento de sólo 4% promedio en el presente año. En cambio el importado lo ha hecho al 22%. Aunque la participación de las compras al exterior es relativamente baja en el total (7.7%) su dinamismo reduce el impulso a la producción interna de dichos bienes. En la inversión en maquinaria y equipo la situación es similar: 3.3% contra 16.1% para maquinaria y equipo de origen nacional e importado respectivamente.

Perspectivas: hacia un crecimiento similar, será más dinámico el primer semestre

Las perspectivas macro para 2006 estarán enmarcadas en el impulso de la demanda externa por un crecimiento del PIB de EUA en torno al 3%, pero con una recuperación de la industria, lo que mostrará una demanda favorable para las exportaciones. Además, se mantendrán en lo general los flujos de capitales a los mercados emergentes, tanto por petróleo como por remesas (Revisar recuadro: "Los Flujos de Capital hacia América Latina en 2006"). En lo interno, habrá factores de impulso: una tendencia de recuperación al cierre de 2005, la expansión del empleo, el crecimiento del crédito bancario a tasas altas, la asignación al gasto del presente año de los recursos pendientes por la controversia constitucional y excedentes petroleros del año inmediato anterior, que se podrían repetir en magnitudes similares por segundo año consecutivo y mayor inversión pública

En este contexto, el impulso del crecimiento será principalmente interno. Nuestro escenario para 2006 contempla un crecimiento del PIB de 3.2% anual con un mejor desempeño en el primer semestre del año. Para el consumo privado y la inversión privada esperamos una desaceleración moderada pero con buenos niveles de crecimiento. En la producción, los pronósticos apuntan a una recuperación en la industria, en particular en las manufacturas, es decir una contribución menos negativa del sector externo, con un desempeño de los servicios similar al de 2005. En resumen, crecimiento moderado con un buen inicio de año y mejoría en el sector industrial.

Tal vez los principales riesgos a este pronóstico se encuentren por el lado externo en el desempeño de la economía de EUA dados los altos precios del petróleo y el riesgo asociado al mercado inmobiliario en ese país (Revisar sección Entorno Internacional). Por el lado interno, habrá que estar atentos a la posible incertidumbre asociada a las circunstancias y características nuevas del proceso político, lo que podría afectar a un menor dinamismo en las decisiones de inversión y de consumo.

Inflación: Ante el Reto de las Expectativas

En 2005 la inflación alcanzó al cierre su nivel mínimo en más de 35 años, e incluso si situó de manera puntual en el 2.91% en noviembre, por debajo de la meta del Banco de México. A una década de la última crisis macroeconómica puede afirmarse que la política monetaria alcanzó su objetivo de largo plazo, una inflación de 3%, que se venía buscando desde los años noventa y en forma explícita desde el 2000. Ahora el reto es consolidar en el tiempo estos niveles, que han permitido avanzar en el proceso de convergencia nominal con EUA que se inició a partir de la integración comercial derivada del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Para alcanzar estos resultados influyeron diversas transformaciones estructurales de la economía mexicana, como la flexibilización del régimen de tipo de cambio, la apertura comercial, la desregulación de la actividad y la disciplina fiscal. También contribuyeron algunos avances importantes en la política monetaria, como la autonomía del banco central y el establecimiento de metas explícitas de inflación.

Por otra parte, si bien estos elementos han sido el soporte de largo plazo en la tendencia a la baja de la inflación, los favorables resultados en 2005, en que ésta se redujo en casi dos puntos porcentuales respecto al año previo (3.3 vs. 5.4%, al cierre de ambos periodos), se explican en buena parte por condiciones coyunturales. Por primera ocasión en ocho años los precios públicos o administrados y concertados (electricidad, gas, gasolinas, transporte colectivo, entre otros) se alinearon a la meta de inflación; al pasar de 7.4% a 4.8% entre 2004 y 2005 (diciembre), con lo que su contribución a la reducción de la inflación fue de 0.5 puntos porcentuales. El ciclo de baja en los precios agrícolas jugó un papel aún más importante: el subíndice de agropecuarios, que pasó de 10.1 a -2%, aportó 1 punto, la mitad de la baja en la inflación. Juntos, los precios agropecuarios y públicos contribuyeron a explicar casi el 75% de la reducción de la inflación en 2005.

En la inflación subyacente ayudaron: el fortalecimiento del peso (apreciación de 4.7% en el año, a fines de periodo) y la desaceleración de la economía, además de un impacto favorable en el componente de alimentos por una trayectoria a la baja en los insumos para su elaboración. La inflación subyacente pasó en el periodo de referencia, de 3.8 a 3.1%.

Por ello, aunque en 2005 se alcanzaron los mejores resultados en el camino hacia la estabilidad de los precios, debe advertirse que el éxito es aún parcial y no está plenamente garantizado: queda pendiente conocer si la inflación logrará mantenerse en torno al 3% por un tiempo prolongado, o si seguirá sujeta a las condiciones coyunturales.

Así, la pregunta que surge en materia de inflación es si en 2006 se mantendrán las mismas condiciones que permitieron su baja en 2005, o en otros términos, si los niveles de inflación alcanzados pueden sostenerse o pueden ser incluso menores, hasta dónde y por cuánto tiempo, y de qué factores dependen. Esto es lo que se analiza en esta sección.

Presiones de alza al inicio del año, repunte estacional y bases de comparación

Los ajustes estacionales en precios al inicio del año, característicos entre los componentes de la inflación subyacente y algunos de la no

Inflación Observada vs. Meta

Variación % anual, fin de año

	General	Subyacente	Objetivo Oficial	Inter.[1]	Cump.[2]
1995	52.0	52.8	19.0		NO
1996	27.7	25.6	20.5		NO
1997	15.7	15.9	15.0		NO
1998	18.6	17.7	12.0		NO
1999	12.3	14.2	13.0		SÍ
2000	9.0	7.5	10.0		SÍ
2001	4.4	5.1	6.5		SÍ
2002	5.7	3.8	4.5		NO
2003	4.0	3.7	3.0	+/- 1	SÍ
2004	5.2	3.8	3.0	+/- 1	NO
2005	3.3	3.1	3.0	+/- 1	SÍ

1 Intervalo de variabilidad, puntos porcentuales
2 Cumplimiento
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Contribución a la Baja en la Inflación 2005

	Pond.[1]	2004	2005	Difer.[2]	Cont.[3]
Total	**100.0**	**5.2**	**3.3**	**-1.9**	**100.0**
Subyacente	**69.6**	**3.8**	**3.1**	**-0.5**	**25.1**
Mercancías	37.0	3.9	2.8	-0.4	20.8
Alimentos	14.7	7.0	3.7	-0.5	26.5
Servicios	32.5	3.7	3.5	-0.1	4.5
Vivienda	17.9	3.7	2.6	-0.2	11.0
No subyacente	**30.4**	**8.2**	**3.8**	**-1.4**	**72.7**
Agropecuarios	8.1	10.1	-0.2	-0.8	44.7
Frutas-verduras	3.3	6.4	-1.9	-0.3	14.6
Carnes-huevo	4.8	12.7	0.9	-0.6	30.4
Admin. y concer.	17.2	7.5	4.8	-0.5	25.3
Administrados	7.8	10.0	7.1	-0.2	12.1
Concertados	9.4	5.1	2.4	-0.3	13.7
Educación	5.2	7.5	6.6	0.0	2.4

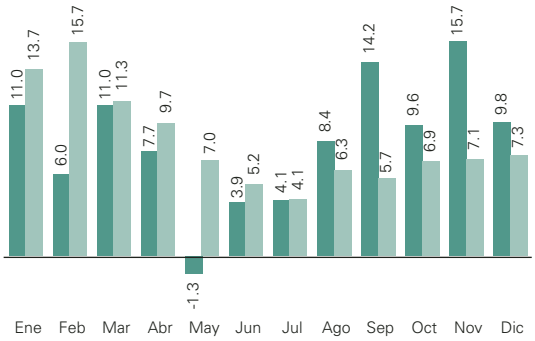
1 Ponderación, %
2 Diferencia, puntos porcentuales
3 Contribución, %
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

2005: Rompiendo la Estacionalidad
% de inflación mensual

	Observado	Estacionalidad 3%	Estacionalidad 4%
Enero	**0.00**	**0.39**	**0.52**
Febrero	0.33	0.15	0.20
Marzo	0.45	0.31	0.41
Abril	0.36	0.21	0.28
Mayo	-0.25	0.00	0.00
Junio	**-0.10**	**0.16**	**0.21**
Julio	**0.39**	**0.07**	**0.10**
Agosto	0.12	0.28	0.37
Septiembre	0.40	0.43	0.57
Octubre	0.25	0.30	0.39
Noviembre	0.72	0.43	0.57
Diciembre	0.61	0.24	0.31

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Patrón Estacional de Inflación*
Contribución al total anual, %



General
Subyacente
* Con base en cifras 2000 - 2005
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

subyacente, como energéticos y educación, así como los efectos de base de comparación (enero, mayo y junio de 2005, con variaciones negativas o cero en el INPC) darán lugar a un repunte aritmético en la tasa anual de inflación (general y subyacente) durante los primeros meses de 2006, hasta niveles de entre 3.7 y 3.8% antes de que concluya el primer semestre.

Así por ejemplo, de acuerdo con el patrón de los últimos años (2000-2005) cerca del 30% de la inflación anual se acumula en el primer trimestre del año. Para la subyacente este patrón es más acentuado (porque está sujeto a menor volatilidad) y en el primer trimestre se acumula el 40% de la inflación del año, y el 60% en el primer semestre.

Los precios públicos continuarán alineados…

En la no subyacente, los precios públicos se alinearán por segundo año consecutivo a la meta de inflación. En materia de energía, por decreto presidencial de septiembre 2005 y ratificado en la Ley de Ingresos, durante 2006 los precios de la electricidad para consumo doméstico no aumentarán más de 4% en el año; el mismo incremento se autoriza para el gas LP y se fija un precio máximo para el gas natural, con un subsidio de 28% para el destinado a consumo doméstico. Para el caso de las gasolinas se anticipa una política similar a la aplicada en 2005, basada en incrementos mensuales fijos hasta alcanzar una tasa máxima de 4%; además, la expectativa de baja gradual en los precios del petróleo (promedio de 42 dólares por barril vs. 43 dólares en 2005) fortalece la expectativa de incrementos moderados en este combustible. Por último, en el caso de los precios concertados, donde el transporte público tiene la mayor ponderación, se espera un crecimiento de los precios en línea con la meta de inflación, de acuerdo con el Banco de México.[1]

En el subíndice de educación no habrá sorpresas: su crecimiento aunque mayor al del INPC, se ha venido moderando gradualmente y mantendrá esta tendencia en 2006, apoyado en los buenos resultados de 2005. En cualquier caso, su contribución a la inflación general será limitada: un crecimiento promedio de 6.5% anual aportaría 0.3 puntos a la inflación del año.

…aunque los riesgos podrían venir de agrícolas y subyacente

En los precios agropecuarios el panorama es menos optimista: siguiendo el patrón de los últimos años, de volatilidad creciente y alternancia entre cotizaciones altas y bajas, puede anticiparse un ciclo de bajas cosechas o precios elevados (ver recuadro). Los precios internacionales de la carne de res y cerdo presentan una tendencia moderada de alza en su cotización en el mercado de futuros para 2006; en el pollo, la gripe aviar podría tener un impacto negativo en las cotizaciones. El riesgo es que se repita un episodio como el de 2004, en que el aumento en los precios internos en frutas y verduras se combinó con precios internacionales también elevados en carnes. En cualquier caso, los precios agropecuarios, principalmente de frutas y verduras, serán el principal factor de volatilidad en la inflación durante 2006.

Para la inflación subyacente, a pesar de su convergencia durante 2005, sus dos principales componentes, mercancías y servicios, comenzaron a presentar una trayectoria divergente hacia la parte final del año: el primero, a la baja en respuesta a la fortaleza del peso y la

1 Informe sobre la inflación julio-septiembre 2005.

menor presión sobre los precios de materias primas alimenticias; el segundo, al alza por la recuperación de la demanda interna.

Si bien el crecimiento de la economía en 2005, 3% (estimado), resultó menor al potencial, y la expectativa para 2006 es que se mantenga a un ritmo similar, el consumo privado avanza más rápido apoyado en la expansión del crédito, la fortaleza del peso, así como la generación de empleo e incremento en el salario real. La demanda, el tipo de cambio y los salarios contribuyen en buena medida a explicar las variaciones en la inflación subyacente en los últimos años.[2] Así, los principales factores de riesgo para la subyacente podrían ser la expansión del consumo, las negociaciones salariales por encima de la meta del Banco de México (4.5% en diciembre de 2005) ante la contaminación de expectativas de inflación por el repunte estacional al inicio del año, así como el fin del ciclo de apreciación del peso.

Convergencia de expectativas, reto importante

En México, las expectativas de inflación, incluso de mediano y largo plazo, son altamente sensibles a los componentes volátiles. Por un lado, ello refleja una racionalidad débil[3], lo que apunta hacia la necesidad de incrementar aún más la credibilidad del banco central. Dado que con base en éstas se realizan las negociaciones salariales y los ajustes anuales en precios de bienes y servicios, en última instancia, sin convergencia de las expectativas de inflación de largo plazo el "piso" de la inflación podría resultar permanentemente por arriba de la meta del Banco de México. Un factor clave para anclar las expectativas es el compromiso del banco central por cumplir la meta de inflación de manera permanente. Esto puede lograrse sólo con una subyacente anclada en torno al 3% durante un tiempo prolongado, que permita absorber choques de oferta temporales.

Escenarios de inflación

En nuestro escenario base, la inflación subyacente se mantendrá relativamente estable en un rango de 3.1 a 3.4% a lo largo del año, con presiones de carácter estacional en el primer semestre, y un nivel de 3.2% al final del año. En este escenario las presiones de demanda se mantienen acotadas por un crecimiento económico relativamente bajo, en tanto que la volatilidad del tipo de cambio es moderada. Los riesgos al alza estarían asociados a una expansión del consumo por encima de los pronósticos (4.5% anual), la transmisión —y persistencia— de las presiones de agrícolas hacia alimentos, cuyo peso relativo en la subyacente es del 20%, así como rigidez a la baja en negociaciones salariales y algo de transmisión del tipo de cambio a precios (ver recuadro tipo de cambio). En ese contexto, la subyacente podría concluir el año en niveles superiores al 3.5%. Por último, concedemos menor probabilidad a un escenario de fuerte desaceleración económica, iniciado en el sector externo (recesión en EUA), en el que se revertirían las presiones de demanda y la inflación subyacente podría cerrar por debajo del 3%. Para la inflación general, los escenarios descritos apuntarían hacia niveles de 3.6, mayor a 4 y próximo a 3% respectivamente. En síntesis, esperamos una inflación contenida en comparación con el año previo.

2 Este conjunto de variables, más la estacionalidad, contribuyen a explicar hasta el 96% de la trayectoria de la inflación en el periodo 2000-2005:

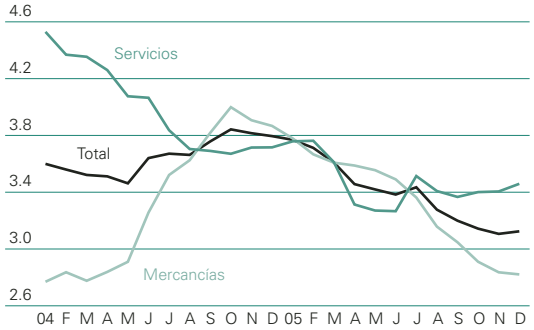
$$Suby_t = \underset{(0.00)}{0.22}*Suby_{t-12} + \underset{(0.00)}{0.07}*OutputGap_{t-4} + \underset{(0.00)}{0.16}*tcambio_{t-2} + \underset{(0.00)}{0.15}*salarionominal_{t-3} + \underset{(0.03)}{0.02}*Vtasmenudeo_{t-12}$$

$R^2 = 0.96$; DW = 1.63

donde los valores en paréntesis representan resultados de estadístico-t

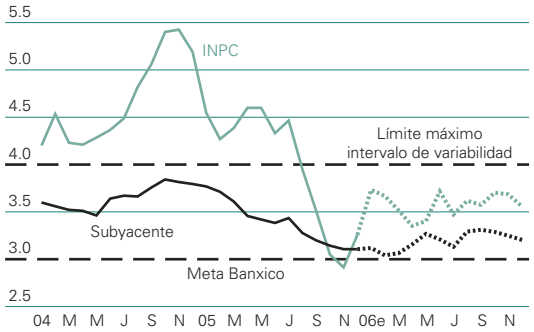
3 Revisar Situación México Primer Trimestre 2005

Inflación Subyacente
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Negociaciones Salariales y Expectativas de Inflación
Variación % anual, promedio móvil 3 meses

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

La Inflación: ¿Bailando a Ritmo de Salsa?

A medida que se avanza en la reducción de la inflación, los componentes volátiles adquieren mayor importancia relativa, especialmente en países como México donde la participación de dichos componentes en el INPC es comparativamente mayor respecto a otros países. Por ejemplo, mientras que en Estados Unidos los alimentos no elaborados representan 3.3% del INPC, en México su participación es del 8%. Las razones tienen que ver con niveles de ingreso, hábitos de consumo y preferencias.

¿Cuáles son las perspectivas para los componentes volátiles en 2006? Por la parte de la energía las señales apuntan a que las presiones se mantendrán contenidas mientras se sigan amortiguando el traslado de los precios del petróleo y gas. Por su parte, en el sector agrícola existe un alto grado de incertidumbre sobre la evolución de los precios, después de que en 2005 éstos presentaron una tendencia de caída. Pese a que su participación en el INPC es relativamente baja, podrían jugar un papel clave en la volatilidad de la inflación a lo largo del año, dada su fluctuación elevada.

En los últimos años la contribución del subíndice de frutas y verduras (también llamadas hortalizas) a la inflación general ha venido en aumento y sus cotizaciones han seguido un marcado patrón de altas y bajas. Algunas características del subíndice ayudan a explicar este comportamiento. Primero, está altamente concentrado, ya que los quince productos más importantes (de 35) representan el 75% del total.

Principales Productos Agrícolas en el INPC

	Peso en INPC (pp)	Participación % acumulada
1. Jitomate	0.50	15.03
2. Frijol	0.32	24.61
3. Papa	0.23	31.72
4. Manzana	0.21	38.03
5. Plátanos	0.18	43.42
6. Naranja	0.14	47.73
7. Cebolla	0.14	51.86
8. Aguacate	0.13	55.82
9. Otras legumbres	0.12	59.35
10. Tomate verde	0.11	62.65
11. Mango	0.09	65.40
12. Papaya	0.09	68.07
13. Calabacita	0.08	70.45
14. Limón	0.08	72.82
15. Chile serrano	0.07	74.86
16. Otros	0.83	25.14
Total	**3.30**	**100.00**

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Segundo, la alternancia de precios —y la volatilidad— es más marcada en el grupo de verduras que en el de frutas: en los últimos quince años (1991 a 2005), sólo en dos ocasiones se ha interrumpido el patrón de cotizaciones altas y bajas entre un año y otro en el grupo de verduras; para las frutas por su parte, la evolución ha sido más uniforme, especialmente en la última década. Por último, las verduras tienen un peso relativo mayor al de las frutas: 60 vs. 40% respectivamente.

Así, la tendencia de los precios agrícolas puede determinarse, en lo general, con base en un conjunto reducido de cultivos, particularmente verduras. Siete son los más importantes: jitomate, tomate verde, cebolla, chile serrano, frijol, papa y cebolla; en conjunto, éstos contribuyen con el 70% del total del subgrupo de verduras.

¿Qué factores explican el ciclo agrícola?

Una vez identificados los cultivos que pueden representar la tendencia de los precios agrícolas, resulta interesante explorar los principales elementos que inciden en ellos, o puesto en forma simple, si es posible caracterizar el ciclo agrícola. Entre los factores que inciden en los precios agrícolas se encuentran la superficie cultivada, la producción o el rendimiento por hectárea sembrada, los precios internacionales, el grado de disponibilidad de agua y en general de las condiciones climáticas, así como de los fenómenos meteorológicos.

A partir de esta información, el análisis inicial del ciclo agrícola se realizó mediante un modelo de panel, que permite analizar datos no sólo a lo largo del tiempo sino también distintas observaciones para cada punto en el tiempo, es decir, en forma de cortes transversales. En el modelo se incluyeron los cuatro cultivos de hortalizas más representativos —jitomate, papa, calabacita y cebolla— con datos anuales para el periodo 1981-2003, en tasas de variación y utilizando como variables explicativas los precios de los productos agrícolas, las cotizaciones en EUA[1], y la relación entre el volumen de producción y superficie cultivada pues al integrarlas se obtiene una medición de productividad de la tierra que al mismo tiempo captura las desviaciones asociadas a contingencias climáticas. La ecuación se especificó como:

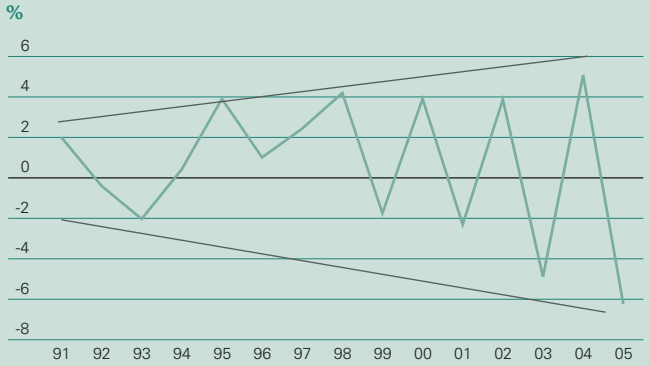
1 Para los cultivos considerados, los productores mexicanos no tienen la capacidad de incidir en los precios en el mercado de Estados Unidos. En cambio, los cambios en la oferta o la demanda en Estados Unidos afecta las decisiones de los productores mexicanos. Por ello, no debería haber problemas de estimación por existencia de causalidad.

$$Precios_t = 0.21 * Precios_{t-1} + 0.51 * PreciosEUA_t - 0.59 \left(\frac{Producción}{Superficie}\right)_t$$

$R^2 = 0.31$; DW = 2.2

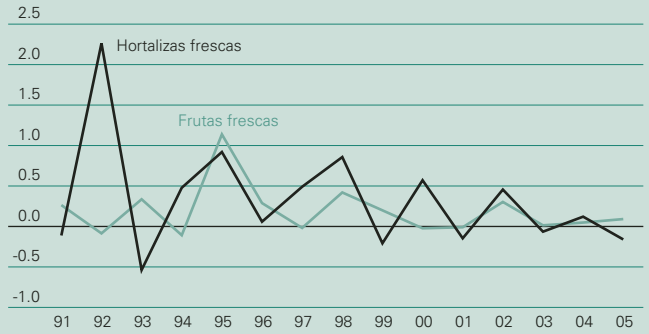
Todos los parámetros resultaron estadísticamente significativos (95% de confianza) y sus signos consistentes con lo esperado: los precios altos se alternan con los bajos, los precios varían inversamente con la productividad de la tierra (rendimiento por hectárea) y directamente con las cotizaciones en EUA. Sin embargo, es necesario realizar nuevas estimaciones que permitan una mejor especificación de la variable "Dummy" incluida en el modelo, para separar los efectos sobre los precios de la producción y la superficie de manera independiente.

Contribución Agrícolas a Inflación



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Precios: Frutas y Hortalizas
Contribución a inflación anual, puntos porcentuales



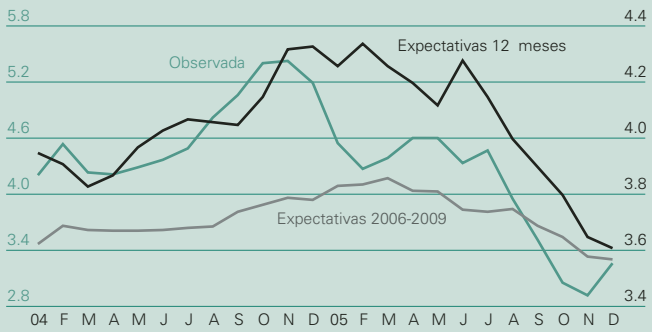
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Por su naturaleza los precios de los productos agrícolas pueden sufrir variaciones significativas incluso en diferentes regiones. Por ejemplo, un año de sequía en la región relevante para la producción del jitomate puede ser al mismo tiempo uno de abundantes lluvias para la de chile; asimismo, la caída en las cotizaciones asociada a un año de buenas cosechas puede ser compensada, al menos parcialmente, por precios elevados en el mercado externo. Estas dificultades se hacen evidentes con la baja capacidad de predicción del modelo. Al final, significa que si bien es posible identificar los principales elementos que determinan los precios agrícolas, anticipar su tendencia resulta mucho más complicado.

¿Qué podríamos esperar para 2006?

La volatilidad de los precios agrícolas, y en general de la inflación, está asociada a un conjunto reducido de productos, entre los que destacan el jitomate, el chile y la cebolla, los ingredientes de la salsa típica mexicana. De acuerdo al patrón de la última década, su volatilidad no sólo no disminuirá en 2006 sino que será un elemento importante en la determinación general de los precios, o al menos, del componente no subyacente. Para mitigar el impacto de esta volatilidad, el "anclaje" de las expectativas —centradas más en la subyacente— y la credibilidad en la política monetaria son factores clave. Y es que los agentes económicos basan sus decisiones de ahorro, inversión, negociación de salarios, etc., en lo que esperan para la inflación en el futuro; a medida que dichas expectativas incorporen más la tendencia de largo plazo de la inflación y no su evolución de corto plazo, la economía podrá transitar hacia la estabilidad de los precios.

Inflación: Observada y Expectativas



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

En ese contexto, se ubica uno de los retos del banco central de consolidar su credibilidad para influir de manera más clara en la formación más estable de expectativas, ancladas en la meta de inflación. En caso contrario, la inflación siempre estará bailando a ritmo de salsa, como ocurrió en 2004.

Eduardo Torres e.torres@bbva.bancomer.com

Continuarán las Disminuciones del Fondeo Bancario en 2006

México: Calendario de Anuncios Monetarios Relevantes en 2006

	Anuncios de Política[1]	Informe Inflación	Reporte inflación[2] 1a quin.	Reporte inflación[2] Mes ant.
Ene.	27	31	24	9
Feb.	24		23	8
Mar.	24		23	8
Abr.	21	26	24	6
May.	26		24	9
Jun.	23		22	8
Jul.	28	31	24	6
Ago.	25		24	8
Sep.	22		22	7
Oct.	27	31	24	6
Nov.	24		23	8
Dic.	8		21	7

1 Anuncios de Política Monetaria y Comunicados. Difundido al mercado a las 9:00 hrs. Cd. México
2 Difundido al mercado a las 14:30 hrs. Cd. México
Nota: El 31 de enero se difunde el Programa Monetario 2006
Fuente: Banco de México

Estados Unidos: Calendario de Anuncios Monetarios Relevantes en 2006

	Reunión FOMC	Reporte al Congreso
Enero	31	
Febrero		X
Marzo	28	
Abril		
Mayo	10	
Junio	28 / 29	
Julio		X
Agosto	8	
Septiembre	20	
Octubre	24	
Noviembre		
Diciembre	12	

Fuente: Reserva Federal

La disminución de la inflación a niveles de 3%, la fortaleza del peso ante la elevada liquidez internacional y las perspectivas de un crecimiento económico en torno al potencial enmarcaron el inicio del ciclo de baja en la tasa de fondeo bancaria. De esta forma, a partir del 25 de agosto de 2005, dicha tasa de interés disminuyó 150 puntos para cerrar el año en 8.25%. Paralelamente, los factores anteriores también se conjugaron para definir una trayectoria descendente en las tasas de bonos de largo plazo: en el último trimestre del año, la tasa del bono a 10 años (M10) pasó de 10.51% a 8.2%.

Para 2006 es previsible que el comportamiento de los mercados financieros continúe estando influenciado por las perspectivas de una inflación contenida, el dinamismo de la actividad económica cerca de su potencial y la elevada liquidez internacional, que apoyaría la fortaleza del peso, de forma tal que se mantendría la tendencia de disminución en las tasas de interés en el país a lo largo de 2006. Sin embargo, en la actualidad la principal interrogante radica en determinar los niveles a los cuales pudiera ubicarse la tasa de fondeo bancaria, la rapidez en su ajuste en el año y la respuesta de la curva a lo largo de 2006 en un año de mayor incertidumbre política. A continuación describimos nuestra visión de los mercados financieros para 2006 así como la probable respuesta monetaria por parte de Banxico.

La tasa de fondeo bancaria tenderá a la tasa "neutral" en 2006

La evolución estimada de inflación, crecimiento económico y liquidez internacional para 2006 hacen posible que Banxico permita que la tasa de fondeo disminuya hacia su nivel teórico de neutralidad monetaria. En cuanto a los factores domésticos, nuestros estimados apuntan a que la inflación en 2006 estará contenida dentro del rango de tolerancia de Banxico de forma tal que la expansión promedio del índice general podrá ser de 3.6% anual en este año y los precios subyacentes se estabilizaron en promedio en 3.2%. Adicionalmente, un crecimiento económico próximo al potencial (BBVA Bancomer: 3.2% real) acota las presiones de demanda sobre precios y reduce la posibilidad de que potenciales choques de oferta (v.gr. agrícolas o energéticos) contaminen la formación de precios y salarios en la economía.

Bajo este marco, se establecen las condiciones internas para que Banxico continúe retirando su postura monetaria restrictiva y permita que la tasa de interés real de corto plazo refleje gradualmente la expansión real de la economía. En la actualidad la tasa de interés real se sitúa en 4.5% anual promedio en el año (vs. 2.5% promedio en 2003 cuando la inflación terminó dentro del objetivo de Banxico) lo que implica una diferencia de más de 3 pp con respecto a la expansión potencial de la economía y, por tanto, una condición monetaria aún restrictiva. En este contexto, la tasa de interés "neutral" congruente con la demanda de liquidez resultante de la expansión descontada de precios y de actividad económica para 2006 pudiera ubicarse entorno al 7% nominal (ver recuadro para mayor detalle de cálculo).

Si bien estimamos repuntes tanto en la inflación como, en menor medida, en la actividad económica durante la primera mitad del año,

consideramos que estos movimientos serán de carácter temporal y no incidirán sobre las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazos. Por tal motivo, consideramos que la trayectoria de la política monetaria no se desviará de su tendencia anual de disminución hacia niveles "neutrales".

En cuanto a factores internacionales, la elevada liquidez internacional podrá continuar durante 2006 la cual tenderá a reflejarse en reducidas primas de riesgo para economías emergentes y, por tanto, en una paridad cambiaria fortalecida. Entre las razones que impulsan la liquidez internacional en 2006 destacan: (1) los excedentes de recursos por parte de bancos centrales en países asiáticos ante su elevado superávit comercial con el resto del mundo; (2) los ingresos adicionales de países productores de hidrocarburos; y (3) la posibilidad de que autoridades monetarias en EUA no induzcan mayores alzas en sus tasas de referencia una vez alcance los fondos federales tasas del 4.75%. De hecho, la reducida prima por liquidez se observa en la curva de rendimiento de las tasas de interés en EUA la cual se invirtió a principios de 2006 en el tramo de 2 y 10 años por primera vez en cinco años.

Las perspectivas de elevada liquidez internacional tienden a incrementar la disponibilidad de recursos para la economía, a fortalecer al peso frente al dólar y a permitir, por ende, menores tasas internas. Ante ello, el entorno internacional —junto con las condiciones domésticas de inflación y crecimiento— favorece la adopción de una política monetaria de menores tasas de interés en 2006. Adicionalmente, la continuación de los flujos internacionales tenderá a compensar potenciales incrementos en fuentes domésticas de riesgos como el proceso electoral en el país.

Considerando los factores internos y externos anteriores, la tasa de fondeo bancaria podrá disminuir al menos 50 puntos básicos en el primer semestre (cierre de 7.5%) para hacer una pausa en el ritmo de baja en la tasa de fondeo a fin de no incorporar mayor volatilidad en los mercados financieros previo a las elecciones presidenciales en junio de 2006. Posteriormente y considerando un proceso político ordenado, la política monetaria podrá continuar con su proceso de bajada hacia niveles de 7% al cierre del año.

Los principales riesgos en 2006 están acotados

En la actualidad el sesgo más probable de política monetaria es una trayectoria de tasa de fondeo convergiendo con mayor rapidez a la tasa de interés "neutral" (7% al cierre del primer semestre). Este escenario se materializaría en caso de: primero, incremento en los flujos internacionales que se trasladan en un tipo de cambio más apreciado incluso ante menores diferenciales de tasas entre México y EUA; segundo, menor riesgo político interno; y tercero, crecimiento económico reducido.

El escenario contrario relativo a una pronta pausa en el ciclo de baja de la tasa de fondeo es poco probable por el momento y se podría materializar sólo en caso de registrarse un fuerte deterioro en la paridad cambiaria (ya por un deterioro del riesgo político interno y/o por una interrupción en los flujos internacionales) o por un repunte en la inflación (observada y esperada) ya sea por mayor actividad

Indice de Condiciones Monetarias
Base promedio 2002 - 2003

Nota: Alzas en el índice señalan el endurecimiento relativo de las condiciones monetarias domésticas
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Pronósticos Financieros
%, fin de periodo

	Fondeo Bancario	M10
1er. trimestre 2006	8.00	8.40
2do. trimestre 2006	7.75	8.30
3er. trimestre 2006	7.50	8.30
4to. trimestre 2006	7.00	7.90
Promedio 2005	**9.30**	**9.40**
Promedio 2006	**7.60**	**8.10**

M10 Tasa del Bono a 10 años
Fuente: Estimaciones BBVA Bancomer

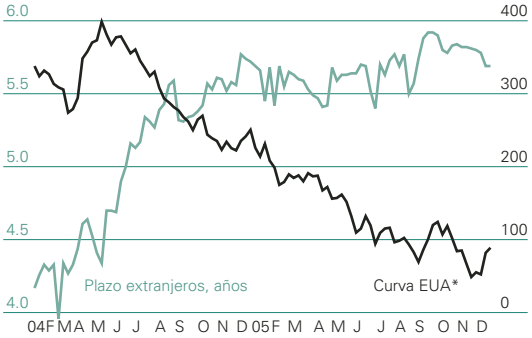
económica, por elevadas revisiones salariales y por incremento en los precios internacionales por choques de oferta (p.e. petróleo) así como su traslado a las expectativas.

La curva de rendimiento continuará plana en 2006

Durante 2005, las tasas de interés de bonos de largo plazo estuvieron determinadas por la reducción de las expectativas inflacionarias en el país y por la baja aversión al riesgo de inversionistas internacionales que favoreció la abundancia de recursos financieros disponibles para mercados emergentes. Dicha abundancia se impulsó por un retorno financiero menos atractivo en economías desarrolladas lo cual permitió que la tenencia de bonos por parte de extranjeros se incrementará en el país de 16% del total en circulación a 20% a mediados de año (vs. 3.8% a inicio de 2004). Con ello el plazo promedio del portafolio de inversionistas extranjeros se ubicó en un máximo de 5.9 años en 2005 (vs. 4.3 años el 13 de mayo 2004 cuando empezó a disminuir la pendiente de la curva en EUA, un proxy de liquidez).

Para este año dominarán en esencia los mismos factores que determinaron las tasas de largo plazos en el país (inflación contenida y elevados flujos financieros); sin embargo, es probable un ligero incremento en la prima de riesgo en el segundo semestre del año ante las elecciones federales. Con ello estimamos que la tasa del bono a 10 años (M10) se ubicará en torno a 7.9% al término del año. El sesgo más probable es que bajo un escenario internacional de mayor liquidez se mitigue el potencial repunte del riesgo político en el año y observemos tasas del M10 incluso menores (hasta 7.5% al cierre del año).

Plazo Extranjeros y Liquidez Internacional



* Bono 10 años - Fed, puntos básicos
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal

Pendiente de la Curva
Bono 10 años - O/N, puntos básicos

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

Tasa de Interés de Equilibrio de Largo Plazo en México

En agosto de 2005, el Banco de México permitió que las condiciones monetarias internas se relajaran, con lo cual se dio inicio el ciclo de baja en las tasas de interés. Esta postura monetaria se explicó por la reciente baja en la inflación doméstica acompañada por una mayor desaceleración en la actividad económica. Esto ha motivado que se especule en torno al nivel que pudiera alcanzar la tasa de interés de corto plazo y en cuánto tiempo pudiera hacerlo. En este sentido, determinar una tasa real de equilibrio de largo plazo para México —junto a la inflación y crecimiento esperado— nos aporta evidencia sobre que tan desviados nos encontramos con respecto al nivel teórico de equilibrio y, por tanto, la posible trayectoria de la política monetaria en 2006.

Tasa de interés natural como indicador de política monetaria: definición y consideraciones

La tasa de interés real de equilibrio de largo plazo —o tasa natural— puede interpretarse y calcularse de distintas maneras. Por ejemplo, la tasa natural puede entenderse como aquella que establece las condiciones de liquidez consistentes a un nivel predeterminado de inflación (que se desea sostener) y a un crecimiento económico en torno al potencial. En este sentido, el cálculo del equilibrio de largo plazo cobra relevancia como una referencia de la tasa "neutral" —que no incorpora distorsiones a la determinación de precios en la economía— y a la cual tenderá a orientarse la política monetaria.

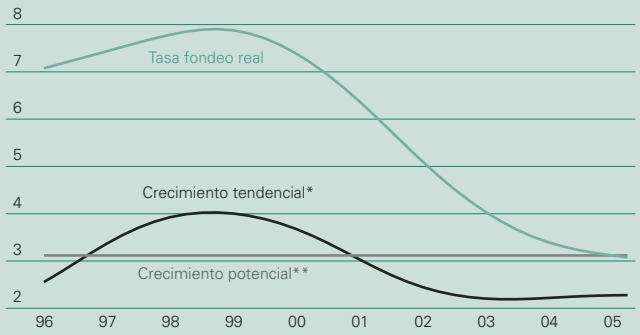
Paralelamente, la tasa "natural" también se puede entender como aquella que refleja la productividad marginal atribuible al capital. En la práctica y bajo supuestos sobre la estructura de producción y flexibilidad en los mercados, el crecimiento potencial suele utilizarse como una aproximación de la rentabilidad real en la economía. Bajo esta especificación, las condiciones ideales de la economía —en ausencia de rigideces en los mercados— pudiera replicarse con la tasa real "natural" más el objetivo de inflación.

No obstante, la tasa de interés real de equilibrio de largo plazo no es observable y conlleva a dificultades para su cálculo que hay que considerar para interpretarla. Primero, dicha tasa puede fluctuar por rigideces nominales (v.gr. salarios contractuales y grado de competencia). Segundo, la tasa de interés natural en la economía varía por factores reales como la tasa de ahorro, la productividad marginal del capital (incluso el nivel de acervos de capital) y las variaciones exógenas en el gasto gubernamental que alterarían el crecimiento económico. En este sentido, la tasa natural es sensible a cambios estructurales en la economía (v.gr. reformas) o a la determinación de una nueva política fiscal. Tercero, existe incertidumbre sobre el verdadero nivel de crecimiento potencial.

Actualmente, ¿Cuál es la tasa de interés natural?

Una forma de aproximar el nivel de tasa de interés real de equilibrio en México es calculando el crecimiento potencial de la economía; de forma tal que al añadirle el objetivo de inflación de Banxico (3%) resultaría en la tasa de interés nominal de corto plazo "neutral" para 2006. Así, considerando la tendencia lineal del PIB trimestral desde 1994, el crecimiento potencial estimado es de 3.2%. Si la meta de inflación es de 3% (+/- 1 pp), la tasa nominal debería tender a un rango entre 5.2 y 7.2%. Estos niveles se sitúan por debajo de la tasa de fondeo bancaria actual de 8.25%.

Tasa Real y Crecimiento Potencial
% anual, promedio



* Según filtro Hodrick-Prescott ** Tendencia lineal
Fuente: Cálculos propios con datos de Bloomberg

No obstante, debemos ser cautelosos con estos niveles de tasa de interés "neutral" ya que existe el riesgo que los mismos cambios nominales que han permitido reducir la inflación (v.gr. precios volátiles) se reviertan en 2006. Ante esta incertidumbre, si añadimos una prima de riesgo entre 0.8% y 1.3% (calculado como la diferencia entre tendencia de largo plazo de la tasa real y el crecimiento tendencial según el filtro de Hodrick-Prescott) la tasa de interés nominal resultante para 2006 pudiera ser hasta de 7.5% (aún inferior al 8.25% actual).

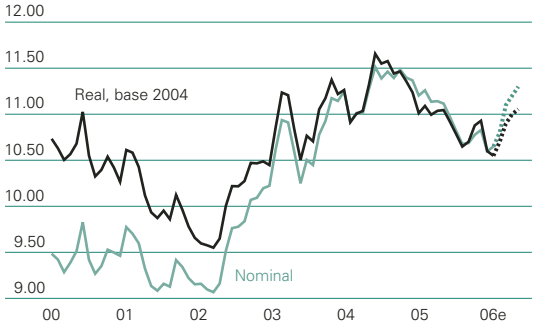
Si bien diferentes cálculos de la tasa de equilibrio nos advierten una tendencia de relajamiento monetario en 2006, la presencia de riesgos por choques nominales sugiere (independientemente de otras consideraciones como la fortaleza de la paridad) que la convergencia será gradual hasta observar el comportamiento de precios volátiles en la economía (p.e. agrícolas).

Octavio Gutiérrez o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

1 Basado en D'Amato (2005) "*The role of the natural rate of interest in monetary policy*". BIS Working Papers No. 171.

Prevalecen las Condiciones de Fortaleza del Tipo de Cambio

Tipo de Cambio
Pesos por dólar

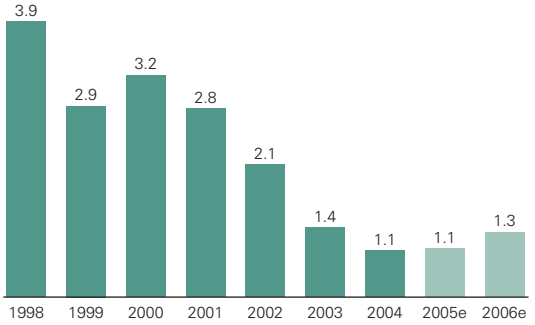


e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Diferencial Inflacionario México-EUA
Puntos porcentuales

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

Cuenta Corriente
% del PIB



e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

A pesar de la reducción del diferencial de tasas de interés entre México y EUA en la última parte de 2005, el tipo de cambio mantuvo su tendencia de apreciación iniciada a mediados de 2004. Así, el peso alcanzó en términos reales niveles de febrero de 2001.

La pregunta es si estos niveles de fortaleza en términos nominales y reales prevalecerán en 2006, o habrá un desahogo en algún momento. Para revertir por completo la tendencia del tipo de cambio real de los últimos 19 meses, éste debería depreciarse en un 10%, que dada la inflación esperada para este año, implicaría un ajuste de más de 12% del tipo de cambio nominal, que implicaría una cotización próxima a 11.92 ppd a finales de este año. Pese a que ésta debería ser la tendencia del peso dada la esperada reducción del diferencial de tasas con EUA y el rezago de productividad, en nuestro escenario base consideramos que el contexto internacional de elevada liquidez tenderá a dominar los cambios en la paridad, por lo que el peso fluctuará en un rango de fortaleza. Un tipo de cambio de 11.3 ppd a finales del año sería congruente con el escenario esperado de los diferentes determinantes de la moneda.

Los fundamentales y el exceso de flujos de capitales apoyarán un ajuste ordenado del peso

La convergencia inflacionaria con EUA se aceleró en 2005, lo que ha quitado presiones sobre el tipo de cambio y propiciado su estabilidad. Esta dinámica continuará en 2006: pese a que existen riesgos de carácter estacional y factores de oferta que nos hacen prever un repunte en la inflación en México, éste será moderado y no vendrá acompañado de por presiones substanciales en la inflación subyacente. Al mismo tiempo, el diferencial de crecimiento se podría reducir durante este año, toda vez que se prevé un crecimiento moderado tanto en México como en EUA (en torno al 3% ambos).

Asimismo, consideramos que se mantendrán los flujos asociados a remesas y petróleo. Esto sin duda permitirá sobrefinanciar el déficit por cuenta corriente, que como proporción del PIB se mantendrá en niveles reducidos en 2006. Ahora bien, dado que el precio del crudo es muy volátil, debemos ser cautelosos con esta perspectiva.

El peso también se verá apoyado por la situación de las cuentas públicas que independientemente de los beneficios financieros obtenidos con la política de crédito público de la presente administración (de alargamiento de plazos, sustitución de pasivos de moneda extranjera a pesos y financiamiento en tasas de interés fijas), "*blindaje financiero*", su mayor contribución será a través de las señales que manda al mercado y sus efectos positivos en el riesgo soberano, propiciando un entorno más favorable en el mercado cambiario. En este contexto, destaca el refinanciamiento anticipado de los vencimientos de deuda pública para 2006 y 2007 y el objetivo de mantener balanceadas las finanzas públicas, con un déficit económico de 0.0%.

Finalmente, seguirá entrando capital a mercados emergentes[1] como consecuencia de la reducción internacional de la volatilidad en el crecimiento y en la inflación (ésta además muy reducida), lo que justifica

1 Revisar recuadro: "Los Flujos de Capital hacia América Latina en 2006"

la reducción de la prima de riesgo que demandan los inversionistas. Además, la elevada liquidez mundial (gran parte proveniente del largo período de tasas bajas en países industrializados y los flujos provenientes de países asiáticos y productores de petróleo) apoya un proceso de búsqueda de rentabilidad que potencia este movimiento y que, tras llevar a tasas (y pendientes) muy reducidas en el mundo, se ha trasladado a riesgos crediticios y a mercados emergentes como México, donde además hay un diferencial de rentabilidad que los inversionistas consideran suficiente para compensar el riesgo.

Sin embargo, la política monetaria jugará un papel predominante en las fluctuaciones del peso.

Aunque la tasa de fondeo seguirá bajando en el 2006, dado que el ciclo alcista de la política monetaria en EUA se aproxima a su fin, el diferencial de tasas de interés entre ambos países no se reducirá con la misma velocidad que en los últimos meses de 2005. Por lo tanto, el tipo de cambio deberá reaccionar a esta reducción a un ritmo más mesurado y equilibrado, modulado por la abundancia de la liquidez y aversión al riesgo.

Respecto a las expectativas de la tasa de fondeo, la reducción de ésta en 50 pb el pasado 9 de diciembre señala como mínimo el mayor margen de maniobra de la política monetaria ante la fortaleza del peso, y tal vez la intención por revertir las presiones sobre las condiciones monetarias que aún son restrictivas. A nuestro juicio, esta decisión apuntala a un escenario de aceleramiento del ciclo de baja ante la posibilidad de que los flujos sean más duraderos, lo que podría mantener la fortaleza del peso con diferenciales más reducidos entre las tasas en Estados Unidos y México (reduciendo la prima riesgo), originando buenas perspectivas para la inflación subyacente. Esto sitúa al tipo de cambio en el contexto donde será la dinámica entre el diferencial de tasas de interés y la paridad cambiaria la que determine paulatinamente los equilibrios en los mercados financieros en el 2006.

En resumen, desde un punto de vista de la contribución a la variabilidad del tipo de cambio en 2006, las variaciones en el diferencial de tasas de interés y otros factores como liquidez y riesgo, tendrán mayor relevancia en la dinámica del peso (31 y 50% respectivamente). A diferencia de los últimos años, el papel que jugarán el crecimiento económico e inflación estarán acotados, por lo que de materializarse nuestro escenario, estos dos elementos únicamente contribuirán a la volatilidad cambiaria en un 19%.

Así, consideramos que un tipo de cambio de 11.3 ppd resultaría del equilibrio entre todos los determinantes hacia finales del 2006. Dada la feroz búsqueda de rentabilidad en un entorno internacional de enorme liquidez, mantenemos un sesgo de mayor fortaleza del peso que reflejaría el optimismo en los mercados internacionales (10.80 ppd, también hacia finales del año) que podría ser además apoyado si los precios del petróleo se incrementan en 2006. Una última fuente de presión sobre la paridad es la relacionada con la pérdida de competitividad del sector exportador, que no se puede descartar por completo como un elemento de riesgo sobre todo en el mediano plazo. Sólo un choque inesperado, como un cambio radical en la percepción del riesgo político —o un "*flight to quality*" derivado de una mayor aversión al riesgo, sería una señal de alerta para la cotización de la paridad.

Proyección del Tipo de Cambio
Pesos por dólar, fin de periodo

	Base	Sesgo fortaleza
1er. trimestre 2006	10.80	10.60
2do. trimestre 2006	11.10	10.90
3er. trimestre 2006	11.20	10.80
4to. trimestre 2006	11.30	10.80

Fuente: BBVA Bancomer

Indice de Condiciones Monetarias (ICM) y Tasa de Fondeo Bancaria

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Contribución en la Variabilidad del Tipo de Cambio

	Actividad económica	Diferencial inflacionario	Diferencial de tasas	Otros
Ene 2001-Jun 2005	17%	18%	24%	41%
En 2006, la dinámica de tasas de interés, así como otros factores (riesgo, liquidez, etc.) tendrán mayor importancia en la variabilidad del peso				
2006	10%	9%	31%	50%

Fuente: BBVA Bancomer

Determinantes del Peso en 2006
Contribución al cambio anual, pesos por dólar

	Sesgo fortaleza	Base
Diferencial inflación México-EUA	0.13	0.13
Diferencial producción México-EUA	-0.01	-0.01
Productividad	0.10	0.10
Pendiente curva México	-0.40	-0.25
Diferencial tasas de interés	0.29	0.60
Déficit fiscal y cuenta corriente	-0.02	-0.02
Factor de riesgo	0.06	0.10
Suma	**0.15**	**0.65**
Fix (cierre 2005 + suma)	**10.80**	**11.30**

Fuente: BBVA Bancomer

¿Qué Elementos Pudieran Intensificar el "Pass-through" del Tipo de Cambio a Precios, y así Poner en Riesgo la Estabilidad Inflacionaria?

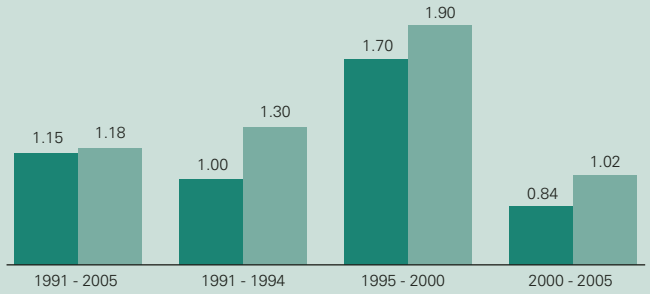
Transmisión del tipo de cambio a precios ante un contexto de baja inflación

La economía mexicana no ha estado exenta del proceso a la baja de la inflación a nivel mundial. En Noviembre pasado la inflación se situó por debajo de la meta de Banxico (3%). Simultáneamente, la intensidad de la transmisión del tipo de cambio a precios pareciera haberse moderado. Entre las principales causas que han controlado el crecimiento de los precios y acotado el *Pass-through* se señalan: la globalización y mayor competencia internacional, la estabilidad macroeconómica, un mejor manejo de la política monetaria y el desarrollo de los mercados financieros.[1]

Sin embargo, persisten ciertas dudas de la sostenibilidad de la inflación en un contexto de recuperación del ciclo económico, y ante el riesgo de un mayor traspaso de movimientos en el tipo de cambio a los precios frente a la incertidumbre que rodea el año electoral, así como por la posible reducción en la liquidez internacional.

Para evaluar la inflación proveniente de variaciones en la paridad, se debe tomar en cuenta que en los últimos años no sólo el *Pass-through* se ha contenido, sino que también la influencia de los precios sobre el tipo de cambio se ha acrecentado. Si al estimar la elasticidad entre precios y tipo de cambio, tomamos en cuenta que este último se ajusta también al desempeño de la inflación y productividad, obtenemos que el traspaso de largo plazo del peso a precios se incrementa (ver gráfica). Esto quiere decir que a pesar de que el *Pass-through* se ha contendido, éste sigue siendo importante.

Evolución de la Importancia del "Pass-through"
Elasticidad



Fuente: BBVA Bancomer

Un factor que caracteriza a los periodos de mayor transmisión es la elevada volatilidad cambiaria. De hecho, es este factor el que nos permite concluir que la mayor variabilidad del peso es un determinante importante de la fortaleza del traspaso del tipo de cambio a precios. En síntesis, el *Pass-through* puede estar oculto (o contenido) como consecuencia de la mayor relevancia que han adquirido otros componentes en la evolución reciente de la inflación.

¿A qué nivel de tipo de cambio se desestabilizaría la inflación?

Para "despertar" la intensidad del *Pass-through*, y así poner en riesgo la estabilidad inflacionaria, tienen que coincidir ciertos elementos: primero, los cambios en el tipo de cambio deben darse de manera más abrupta y éstos deben ser choques que incidan en las expectativas de inflación y negociaciones salariales; en segundo lugar, el efecto que la globalización ha tenido en la inflación mundial no debe compensar demasiado las futuras depreciaciones del peso. Dado que nos esperamos un crecimiento por arriba del potencial, la presión del tipo de cambio sobre los precios no se magnificaría. A manera de ejemplo, si consideramos estos elementos, y asumimos que la volatilidad se incrementa en un 100% (diferencia entre la actual y la observada en 2002-2003), con variaciones promedio del peso que cambiaran la tendencia del tipo de cambio real (variaciones persistentes que lleven al peso a un nivel de 12.6 en un año), la depreciación añadiría en el transcurso de este periodo 0.9 puntos porcentuales (pp) de inflación. Un tipo de cambio en 11.3 en un año, pudiera incrementar la inflación en 0.3 pp, siempre y cuando este movimiento ocurra bajo las condiciones antes mencionadas.

Efectos Potenciales sobre Inflación de Acuerdo a la Magnitud y Duración del Ajuste del Tipo de Cambio
Puntos porcentuales de inflación

Duración (meses)	Tipo de cambio (magnitud, ppd)									
	10.90	11.00	11.20	11.30	11.60	11.80	12.00	12.20	12.40	12.60
1	0.00	0.02	0.04	0.07	0.09	0.11	0.13	0.16	0.18	0.20
3	0.014	0.03	0.07	0.10	0.13	0.17	0.20	0.23	0.27	0.30
6	0.015	0.06	0.11	0.17	0.22	0.28	0.33	0.39	0.44	0.50
9	0.016	0.09	0.18	0.27	0.36	0.44	0.53	0.62	0.71	0.80
12	0.018	0.10	0.20	**0.30**	0.40	0.50	0.60	0.70	0.80	**0.90**

Fuente: BBVA Bancomer

En conclusión, la intensidad de la transmisión podría estar "oculta" en la actualidad y pudiera hacerse evidente ante una mayor volatilidad del tipo de cambio así como su persistencia.

Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com

1 Ver "PesoWatch" del 18 de noviembre de 2005, donde se presenta un análisis detallado.

Los Flujos de Capital hacia América Latina en 2006

El año 2005 se caracterizó por elevados flujos de capital hacia los países emergentes, tanto de IED como cartera. Estos flujos han sido favorecidos por un contexto de elevada liquidez a nivel internacional, baja aversión al riesgo, una alza sostenida del precio de las materias primas y un más que aceptable crecimiento económico. Por regiones, la asiática sigue superando a América Latina, aunque para esta última es el primer año de flujos de cartera positivos desde el 2000. En particular, las entradas en renta fija han llevado a un considerable descenso de las *primas* que pagan los países latinoamericanos por sus bonos (el diferencial EMBI+ se ha situado por debajo de los 300 pb). En renta variable, los índices del área latinoamericana han promediado ganancias de más del 60% (en dólares). Esta situación, invita a plantearse hasta qué punto son sostenibles estas entradas de flujos, tanto de IED como de cartera en 2006.

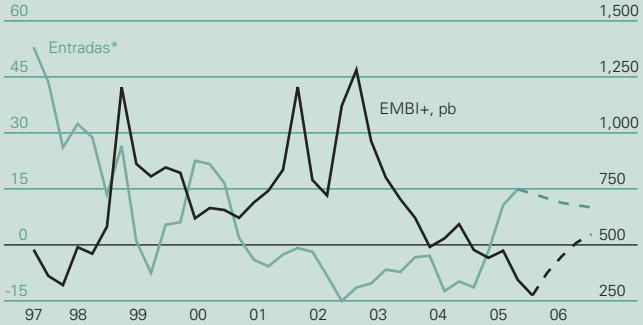
Los considerados *push factors* (elevada liquidez global, baja volatilidad, favorable sentimiento de los inversionistas institucionales, altos precios de las materias primas y el crecimiento mundial) han configurado un 2005 muy favorable para los flujos de cartera hacia América Latina. Sin embargo, para 2006 esperamos una contribución algo menor, ya que prevemos una moderación de la liquidez internacional, un repunte limitado de la volatilidad y unos precios de las *commodities* algo más moderados que los actuales, aunque aún elevados. Asimismo, el crecimiento mundial se ralentizará.

Por su parte, los conocidos como *pull factors* (*carry trade*, alza de los índices bursátiles, mejora de la calidad crediticia, crecimiento de la región y las decisiones de política monetaria de los respectivos bancos centrales entre las que destacamos la acumulación de reservas) también han apoyado los flujos de cartera hacia América Latina. Para 2006, esperamos un escenario algo menos favorable, especialmente porque las operaciones de *carry trade* tendrán menor margen de maniobra y porque será un año electoral en muchos países de la región.

Uniendo todos estos factores, nuestro escenario base recoge unas entradas en cartera ligeramente por debajo de las observadas en 2005. Con estas entradas, el diferencial EMBI+ repuntaría en torno a 50 pb en el promedio del año, lo que viene a representar bastante estabilidad, y sobre todo, niveles por debajo de los promedios históricos. Esto podría traducirse en unos flujos próximos a los $10 mil millones de dólares, desde los $15 mil millones de 2005.

¿Qué riesgos hay? El balance de riesgos es claramente a la baja. En relación a los factores analizados se aprecia que la evolución de los flujos de capitales y el EMBI+ son especialmente sensibles a la volatilidad. Así, en un escenario en el que la volatilidad repuntase hasta niveles similares a los de principios de 2003 (ligado a una recesión internacional) daría lugar a un aumento del spread EMBI+ de unos 250 pb en promedio del año, respecto al escenario base. Si a esto le añadimos incrementos de tasas de interés hasta el 5.75% en EUA, el spread EMBI+ podría repuntar unos 75 pb adicionales, con importantes salidas de flujos de la región (-10 mM $).

América Latina: EMBI+ y Entradas Netas



* Entradas netas en cartera, miles de millones de dólares
Fuente: BBVA con datos de IFS y Datastream

En los últimos años y concretamente en 2005 se han ido acumulando una serie de factores que suelen actuar con retraso sobre la IED y que nos hacen ser optimistas para el 2006. Entre los cuales, podemos citar: el creciente tamaño del mercado, la mayor apertura comercial, unos costos laborales contenidos, una renovada productividad y el menor riesgo político. Por tanto, salvo cierta volatilidad que podrían generar las elecciones de la región, prevemos entradas de IED superiores las registradas en 2005, esto es, hasta $75 mil millones de dólares desde $62 mil millones de dólares (Revisar artículo en *LatinWatch* del 1T06).

En conclusión, mantenimiento de los flujos

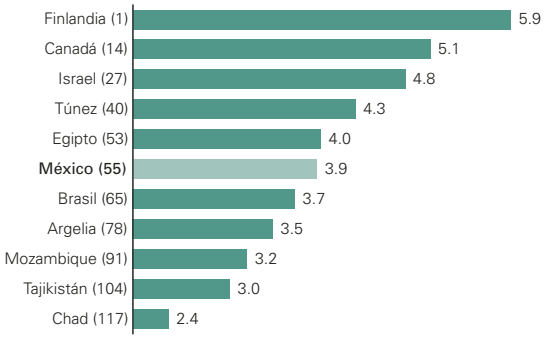
Nuestro escenario base estima para 2006 unas entradas de IED superiores a las de 2005 y unas entradas en cartera algo menores, dando como resultado neto que los flujos de capitales hacia la región latinoamericana serán similares a los de 2005 o incluso, ligeramente superiores aunque con un cambio en su composición. Esto representa sin duda una buena noticia para el área. Ahora bien, el escenario de riesgo es de una reducción de los flujos que podría provocar una corrección de las primas de riesgo rápida y de magnitud significativa.

Nicolás Trillo nicolas.trillo@grupobbva.com

Fernando González f.gonzalez8@bbva.bancomer.com

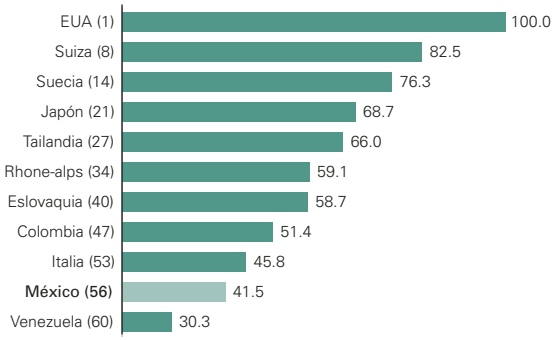
México: Competitividad Internacional

Competitividad del Crecimiento 2005
Posición relativa y valor del índice



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Foro Económico Mundial (FEM)

Competitividad Mundial 2005
Posición relativa y valor del índice



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Instituto Internacional de Administación

Principales Indices de Competitividad

Fuente	Foro Económico Mundial (FEM)	Instituto Internacional de Administración (IIA)
Indice	De Competitividad del Crecimiento (ICC)	De Competitividad Mundial (ICM)
Inicio del índice	1989	1979
Represen-tatividad	117 países	60 economías
Criterios	Economía Instituciones Tecnología	Economía Gobierno Negocios Infraestructrua
Encuestas	80,000	4,000

* 51países y 9 regiones económicas nacionales
Fuente: BBVA Bancomer con datos de FEM e IIA

La competitividad internacional un indicador del potencial de crecimiento económico[1]

Las diferencias en los niveles de bienestar entre naciones o regiones están asociadas principalmente a los factores de producción y su productividad, que a su vez determina la tasa de retorno de la inversión y, junto con el crecimiento de la población, la capacidad de crecimiento de la economía en el mediano y largo plazo.

Los factores relacionados con la capacidad de crecimiento sostenido han sido abordados, entre otros, por el Foro Económico Mundial (FEM) y el Instituto Internacional de Administración (IIA). El FEM es una institución privada sin fines de lucro fundada en 1971 y orientada a la discusión de temas relacionados con el crecimiento. Cada año publica el reporte "*The Global Competitiviness Report*". El IIA es una de las escuelas de negocios más importantes del mundo, publica sus estudios sobre competitividad en su "*IMD World Competitiviness Yearbook*".

En este artículo se analiza la competitividad[2] desde el punto de vista de ambas instituciones, en donde dicho concepto se define como el conjunto de factores, políticas e instituciones que determinan el nivel de productividad de la economía de un país.

Metodología

Tanto el FEM como el IIA han desarrollado índices de competitividad para cuantificar la posición relativa de los países en relación con su capacidad de crecimiento. Dichos índices se basan en la ponderación de un número amplio de indicadores, consideran datos estadísticos publicados y opiniones derivadas de sus encuestas, y contemplan aspectos macroeconómicos, tecnológicos, de instituciones públicas y de infraestructura.

El FEM construye y publica el Índice de Competitividad del Crecimiento (ICC) —*Growth Competitiviness Index*— con base en tres subíndices: tecnología, instituciones y entorno macroeconómico. El indicador asigna ponderaciones diferentes según la situación tecnológica. Por su parte, el número de países analizados ha aumentado de 16 en 1979 a 117 en 2005 y sus encuestas de opinión alcanzan las 80 mil. En 2005, los valores del índice fluctuaron entre 5.94 y 2.37 puntos para las economías de los países de mayor y menor competitividad respectivamente. Para un mejor entendimiento de los procesos de crecimiento, esta institución diseño un nuevo indicador: el *Global Competitiveness Index*. Este nuevo índice incorpora nueve criterios, una nueva estructura de ponderaciones y se publicará a partir de 2006. Además, también genera un indicador sobre la competitividad de los negocios.

1 Máximo nivel de PIB que puede mantenerse con una tecnología dada y sin generar inflación. En ausencia de otros cambios estaría determinado por el crecimiento de la fuerza de trabajo, y por la acumulación de capital y el avance tecnológico.

2 La competitividad de un país tiene que ver con su participación en los mercados mundiales y está vinculada con precios relativos; la productividad con las condiciones para el crecimiento sostenido y depende de la cantidad producida por unidad de factor de producción.

El IIA analiza la posición competitiva de 60 economías: 51 países y 9 economías locales o regionales a través del índice de Competitividad Mundial (ICM). Este índice utiliza 241 criterios de 314 disponibles, de éstos, 2/3 son datos estadísticos y 1/3 indicadores de 4,000 encuestas levantadas por el Instituto. La información se agrupa en cuatro categorías: macroeconomía, sector público, negocios e infraestructura, cada una de éstas con igual ponderación. Este indicador asigna un valor de 100 a la economía más competitiva y genera una escala descendente para el resto.

La comparación de resultados entre las dos fuentes —FEM e IIA— tiene algunas limitaciones. Por ejemplo, el número de economías analizadas es diferente: 60 contra 117 en 2005 y ha cambiado en el tiempo. Además, su normalización (a 100) tiene restricciones ya que no son muestras aleatorias. Por tanto, los números son importantes dentro de cada índice para cada año más que en su evolución en el tiempo y, como un indicador relativo, más que como un dato absoluto. Por estas características los países en los primeros lugares están en ambas listas y tienden a coincidir, mas no los últimos.

Resultados

En este contexto y con cualquiera de los indicadores de competitividad hay resultados consistentes: EUA o Finlandia se ubican en los primeros lugares; China supera a México; y entre los países de Latinoamérica, Chile lleva una ventaja clara al resto y México, Argentina y Brasil se pelean un lugar intermedio en el índice del FEM o los últimos lugares en el indicador del IIA. Aunque la posición relativa de México en el ICC (55 de 117) es mejor que la de Argentina y Brasil, este último país supera a México en el ICM (51 vs. 56 entre 60 países). Para América Latina la cobertura de estos índices es parcial, 21 países en el primero y siete en el segundo. En el primero de estos índices sólo dos países superan a México: Chile y Uruguay. Pero en el segundo lo hacen tres: Chile, Colombia y Brasil, esto se deriva del juego de ponderaciones de las diferentes variables.

Dentro de cada índice hay factores generales y subíndices los cuales no siempre coinciden entre si en el ordenamiento de los países. Por ejemplo, EUA ocupa el primer lugar en tecnología pero el 23 en entorno macroeconómico. En cualquier caso, estos índices permiten un acercamiento a las debilidades y fortalezas de cada país. Estos resultados sugieren dos preguntas: ¿Cómo ha evolucionado la posición relativa de México en el tiempo? Y ¿Por qué México tiene una posición competitiva relativamente baja?

Competitividad de México dentro del promedio y sin avances en los años recientes

De acuerdo con el ICC, entre 2003 y 2005, la posición competitiva de México pasó del lugar 47 al 55, pero el número de países analizado pasó de 101 a 117, por lo tanto, no se pude afirmar que se deterioró la situación competitiva relativa del país toda vez que la introducción de nuevos países no se hace con carácter retroactivo. De hecho, cuando se normaliza la información a 100 participantes, la posición competitiva se mantiene en el puesto 47, con un avance marginal

Competitividad según Indice
Lugar en una lista de países sleccionados

	Competitividad del crecimiento	Competitividad mundial
Estados Unidos	2	1
Finlandia	1	6
Hong Kong	28	2
Chile	23	19
España	29	38
China	49	31
México	**55**	**56**
Argentina	65	58
Brasil	72	51
Total países	**117**	**60**

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Global Competitiveness Report 2005-2006, FEM; y del IMD World Competitiveness Yearbook 2005, IIA

Componentes del Indice de Competitividad del Crecimiento
Lugar en una lista de países seleccionados

	Total	Tecno-logía	Institu-ciones	Entorno macro
Finlandia	1	2	5	4
Estados Unidos	2	1	18	23
Hong Kong	28	26	23	8
Chile	23	35	22	15
España	29	27	36	24
China	49	64	56	33
México	**55**	**57**	**71**	**43**
Argentina	65	59	74	86
Brasil	72	50	70	79
Total países	**117**	**117**	**117**	**117**

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Global Competitiveness Report 2005-2006, FEM

Cambios del Indice de Competitividad del Crecimiento
Lugar en una lista de países seleccionados

	2003	2004	2005	2003 - 2005
Finlandia	1	1	1	0
Estados Unidos	2	2	2	0
Hong Kong	24	21	28	-4
Chile	28	22	23	5
España	23	23	29	-6
China	44	46	49	-5
México	**47**	**48**	**55**	**-8**
Argentina	78	74	72	6
Brasil	54	57	65	-11
Total países	**101**	**104**	**117**	

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Global Competitiveness Report 2005-2006, FEM

México: Competitividad según el Indice de Competitividad Mundial

Núm. de economías analizadas y posición rel. de México

Número de economías
Competitividad
Normalizada a 100 países
Fuente: BBVA Bancomer con datos de IIA

Competitividad Internacional de América Latina según Diferentes Indices

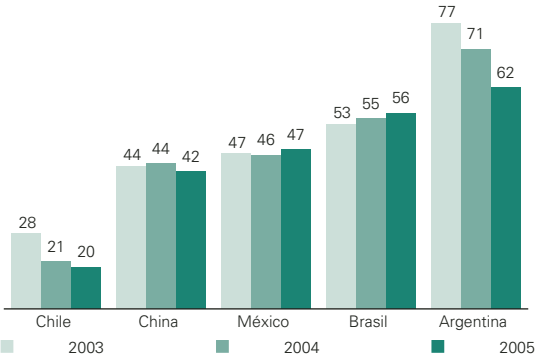
Indice normalizado (estandarizado) a 100 países

	Competitividad del crecimiento	Competitividad mundial
Cuartil 1	Chile (20)	
Cuartil 2	Uruguay (47)	Chile (32)
	México (47)	
	El Salvador (48)	
	Colombia (49)	
Cuartil 3	Trinidad y Tobago (52)	Sao Paulo (72)
	Costa Rica (55)	Colombia (78)
	Brasil (56)	
	Perú (59)	
	Jamaica (60)	
	Argentina (62)	
	Panamá (63)	
Cuartil 4	Venezuela (77)	Brasil (85)
	Honduras (80)	México (93)
	Guatemala (84)	Argentina (97)
	Nicaragua (85)	Venezuela (100)
	Bolivia (87)	
	Rep Dominicana (88)	
	Ecuador (89)	
	Paraguay (97)	
	Sao Paulo (99)	

Fuente: BBVA Bancomer con datos de FEM e IIA

Indice de Competitividad del Crecimiento

Posición relativa normalizada a 100 observaciones



Fuente: BBVA Bancomer con datos de FEM

en 2004 que se perdió en 2005. En el último año hubo una mejoría en la evaluación del marco macroeconómico pero un deterioro de los otros dos indicadores y en el neto se perdió un escalón regresando al lugar 47.

Si se analiza la competitividad con el ICM, México pasó del lugar 33 al 56 entre 2000 y 2005. Pero hay que tener cuidado al interpretar los datos, si se toma el cambio en la posición relativa estaríamos hablando de un deterioro de la competitividad del país en 23 puntos o lugares, lo cual sería un error de magnitud aunque no de dirección. Hay que tomar en cuenta dos factores fundamentales: el número de economías en estudio pasó de 47 a 60 y de las nuevas entidades incorporadas nueve son regiones de naciones que ya estaban participando en la comparación y los restantes son países seleccionados no aleatorios. Las economías regionales incorporadas pertenecen a países mejor clasificados que México, si la zona está mejor que el país del cual forma parte esto desplaza a dicho país y a México a una posición más baja. El número de países se puede normalizar a 100 pero la discrecionalidad en la incorporación no se puede neutralizar, esto explica aproximadamente la mitad del deterioro, el resto es mérito propio.

México en desventaja ante sus principales competidores

En la tabla adjunta se analiza la posición relativa de México y de los países de América Latina en 2005 utilizando los índices presentados en este documento. Para facilitar la comparación se ha clasificado el total de países en cuartiles y se normaliza a 100 la información.

La tabla nos muestra lo siguiente: 1) El ICC incorpora a un mayor número de naciones de Latinoamérica que el ICM, 2) El ICM clasifica negativamente a la mayoría de las economías de la región, en este índice predominan países desarrollados, por tanto, los países de la región se ven en desventaja y se concentran en el último cuartil; 3) Chile es el país mejor posicionado en ambos índices y con una distancia relativamente grande con respecto al resto de países; 4) México se encuentra en una situación intermedia: con el índice ICC se coloca a mitad de la tabla general (lugar 47) y por arriba de las economías de la región, y, con el índice ICM es superado por Chile, Sao Paulo, Colombia y Brasil, pero a su vez México está mejor que Argentina y Venezuela. La comparación de Sao Paulo con el resto de los países es discutible, ya que cada uno podría poner a competir su mejor zona económica, y algunas regiones de México obviamente estarían por arriba de la posición relativa del país.

A partir de los diferentes índices se puede hacer un pequeño análisis de las fortalezas y debilidades de los países. Por ejemplo, en 2005 y en una serie normalizada a 100 observaciones, México ocupó el lugar 49 en ICC total, pero el 37 en variables macroeconómicas, el 49 en tecnología y el 61 en Instituciones Públicas (tabla en siguiente hoja). China nos superó en el primero y el tercero de estos subíndices y Chile en todos. Aunque los tres países muestran su mayor fortaleza en las variables económicas, Chile agrega a éstas su marco institucional y además, logró avances en dos sus índices. En cambio China perdió terreno en sus indicadores macroeconómicos y México en los de tecnología e instituciones.

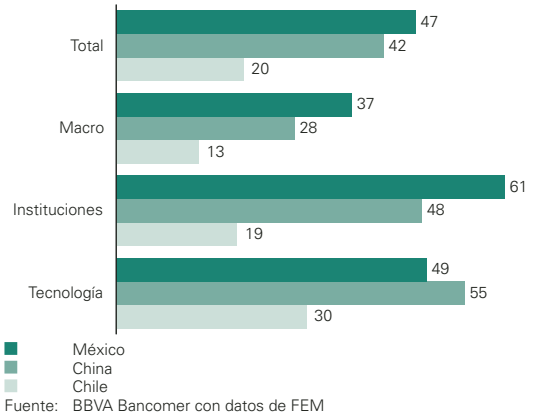
La posición competitiva tiene expresiones concretas en variables tangibles. La competitividad es un reflejo de la productividad y ésta de los costos de producción y calidad de los bienes y servicios de la economía. La burocracia, la calidad en la asignación del gasto público, las deficiencias en el estado de derecho, el rezago en educación, las limitaciones en salud, la falta de infraestructura, la poco competencia por actividades monopólicas u oligopólicas públicas o privadas, la carencia de información veraz y oportuna o la debilidad de las finanzas públicas, entre otros variables, influyen en los costos de producción y disminuyen la rentabilidad de las empresas, castigan el bienestar de la población y merman el potencial de crecimiento de la economía en el mediano y largo plazo.

En consecuencia México debe avanzar en todos los campos pero particularmente en aquellos en que su posición relativa es peor: el marco institucional. En este último apartado se toman en cuenta, entre otros, los siguientes criterios: independencia del sistema judicial, estado de derecho, corrupción y costos por inseguridad. Pero esto no está aislado del resto de las variables, por ejemplo la educación. Por tanto, el énfasis debe ser en los mayores rezagos pero el avance debe de ser generalizado. No basta con tener estabilidad y/o crecimiento, también es necesario hacerlo mejor que otros países y también tener instituciones públicas modernas y competitivas y con acceso y aplicación a tecnologías de punta. Es decir, la competitividad es la combinación de múltiples factores no de uno sólo

Conclusiones: el camino más seguro para elevar el crecimiento es el de la productividad

A pesar de algunas limitaciones de los índices de competitividad, estos son instrumentos valiosos para entender los factores determinantes del crecimiento económico, la interrelación de dichas variables y su evolución en el tiempo. La posición relativa de la competitividad de un país en una lista determinada depende de la metodología, del número de casos analizados y del tipo de países incorporados en cada índice, consecuentemente su análisis y conclusiones deben hacerse con cuidado. Por ejemplo, México está clasificado en el quinto decil con un índice y en el décimo con el otro. Para cada país, la comparación más relevante es contra sus principales competidores, además, la referencia a otros países de desarrollo similar puede ser útil para ver lo que es posible lograr con medidas adecuadas. En México, la evaluación reciente sugiere que los avances en la estabilidad económica no fueron suficientes para mejorar la posición competitiva total del país y que México tiende a rezagarse ante el avance de nuestros principales competidores. El reto ahora, una vez alcanzada la estabilidad macro es avanzar en la productividad como el camino más sólido y permanente para elevar el crecimiento potencial de la economía.

Competitividad 2005
Posición relativa, serie normalizada a 100



Fuente: BBVA Bancomer con datos de FEM

Competitividad del Crecimiento, Subíndices en Países Seleccionados
Posición normalizada a 100 observaciones

	Total	Tecno-logía	Institu-ciones	Entorno macro
Chile				
2004	21	31	19	26
2005	20	30	19	13
Cambio	**1**	**1**	**0**	**13**
China				
2004	44	60	53	23
2005	42	55	48	28
Cambio	**2**	**5**	**5**	**-5**
México				
2004	46	46	57	47
2005	47	49	61	37
Cambio	**-1**	**-3**	**-4**	**10**

Fuente: BBVA Bancomer con datos de FEM

Entorno para la Inversión y Ambiente de Negocios

Un factor importante para el crecimiento económico está asociado al entorno que enfrentan las empresas en cualquier país del mundo, el aumento en la inversión conduce a mayor crecimiento y por tanto a mejor empleo y disminución de la pobreza. Las decisiones de nuevas inversiones, la expansión de las existentes o la selección de nuevos países o regiones para ampliar las actividades productivas dependen de múltiples factores, entre ellos el ambiente o clima para los negocios. Es decir: las facilidades o dificultades que encuentran los inversionistas para iniciar, mantener o sencillamente concluir actividades cuando así lo requieran.

Para ampliar el conocimiento sobre estos temas, el Banco Mundial está trabajando en una serie de indicadores al respecto: 1) Las encuestas sobre el entorno de la inversión (*Investment Climate Surveys*) y 2) El Ambiente en el que se desarrollan los negocios (*Doing Business Project*). Con este esfuerzo se busca profundizar en el conocimiento y difusión de las variables relacionadas con el tema, las cuales son de interés de inversionistas, autoridades y académicos, quienes coinciden en su interés por impulsar el desarrollo económico a través de la transparencia internacional.

Las encuestas sobre el entorno buscan identificar y cuantificar las dificultades o restricciones que enfrentan las empresas y las relacionan con el perfil de los negocios, el crecimiento y la inversión. Este proyecto inició en 2001 y cubre 53 países a través encuestas aleatorias a 26,000 empresas de diferente tamaño en diversas regiones de cada país. Las encuestas son levantadas por personal calificado y cubren 82 aspectos del entorno y de las empresas con variables cuantitativas y cualitativas.

A partir de 2003, el ambiente de negocios analiza las regulaciones existentes en 130 países sobre cinco áreas: apertura de negocios, quiebras, cumplimiento de contratos, regulaciones laborales y acceso al crédito. Para estas regulaciones se cuantifican aspectos como el número de trámites, el tiempo requerido y el costo de cada una de ellas. La investigación se hace a través de un panel de expertos en la principal ciudad de cada país y en los casos de naciones grandes se toma más de una ciudad.

En el cuadro adjunto se presentan algunos indicadores sobre dinamismo, el entorno de negocios y el perfil del desarrollo para un grupo de naciones seleccionadas. En el primer bloque están los países por nivel de ingreso, en el segundo algunos desarrollados y/o con alto crecimiento, y en el tercero los principales de América Latina. Aunque la lista es corta, se observa que el dinamismo y el desarrollo económico están asociados a mejores condiciones para los negocios.

Con base en estos indicadores México ocupa una posición relativamente mejor en América Latina que otros países, con excepción de Chile. Pero, con países más desarrollados o industrializados, presenta un rezago importante. Ante esto, el potencial de mejora para el país es grande.

Fernando González f.gonzalez8@bbva.bancomer.com

Indicadores Sobre el Entorno para la Inversión

	PIB[1]	Apertura de negocio		Registro de propiedad		Competencia local[2]	Transparencia gubernamental[2]	Alfabetismo[3]	Exportaciones	
		Número de días	Número de trámites	Número de días	Número de trámites				Manufactureras[4]	Tecnolo.[5]
Países según ingreso										
Ingreso alto	2.5	27	7	60	5	5.4	4.7	—	82	23
Ingreso medio	3.3	50	11	80	7	4.6	3.5	90	60	18
Ingreso bajo	4.7	66	11	100	7	4.2	3.6	61	47	4
Estados Unidos	3.2	5	5	12	4	5.9	4.9	—	81	32
Corea	5.5	22	12	11	7	5.3	4.4	—	92	32
Irlanda	7.6	24	4	38	5	5.2	4.2	—	88	41
China	9.5	41	12	32	3	5.3	4.2	91	90	23
Chile	5.6	28	10	31	9	5.6	4.5	96	18	3
India	5.8	89	11	67	6	5.6	4.1	61	75	5
México	3.0	58	8	74	5	4.9	3.7	91	84	21
Perú	3.9	98	10	31	5	5.5	3.7	85	21	2
Colombia	2.3	43	14	23	7	4.6	4.0	92	38	7
Argentina	2.3	32	15	44	5	4.4	2.0	97	31	7
Brasil	2.6	152	17	42	14	5.2	3.6	86	54	19
Venezuela	0.5	116	13	34	8	3.8	2.1	93	13	3

1 Variación % anual promedio 1990 - 2003
2 Indice WEF (World Economic Forum)
5 Alta tecnología, % de manufacturas
3 % de la población de 15 años y más
4 % del total
Fuente: BBVA Bancomer con datos de World Development Report 2005, The World Bank

México y el Proceso Electoral de América Latina

David Aylett david.aylett@bbva.bancomer.com

Para México y América Latina, 2006 será un año de intensa actividad electoral. Junto con México, quince países de la región centro y sudamericana y del Caribe realizarán comicios presidenciales y/o legislativos, incluyendo Brasil, Colombia y Venezuela. El actual ciclo electoral se puso en marcha con la celebración de sufragios en Chile, Bolivia, Honduras, Argentina y Venezuela a fines de 2005. Pese al desencanto con el proceso electoral que expresan algunos sectores de la población latinoamericana, no hay signos contundentes de que la democracia en la región ha perdido su fuerza y vitalidad; por el contrario, se puede argumentar que las actividades partidistas están en plena ebullición, alimentadas, sin duda, por la expectativa de los actores políticos de obtener el triunfo en las urnas. Lo anterior sirve para comprobar que la democracia latinoamericana ha echado raíces y la alternancia es una realidad.

Las Elecciones en México y Brasil Acapararán la Atención

Algunos países de la región sostendrán jornadas electorales reñidas; otros no tanto. Por ejemplo, en Chile la candidata de la coalición gubernamental en los comicios del pasado 11 de diciembre tuvo que ir a una segunda vuelta electoral con su más cercano competidor antes de asegurar el triunfo. En contraste, Bolivia, caracterizado en el pasado por la fragmentación del voto entre varios aspirantes presidenciales, arrojó un claro ganador, con más de 50% de las preferencias, en su reciente contienda (diciembre 18). La incertidumbre electoral en América Latina no es sinónimo de desorden e ingobernabilidad, sino más bien un ingrediente clave de la democracia. Si bien la democracia significa mucho más que poder sufragar, ese sistema de gobierno sería inconcebible sin las disputas entre quienes compiten por un cargo público, las cuales son intrínsecas al proceso.

La renovación del poder ejecutivo y legislativo en México y Brasil —cuyas economías son las más grandes de la región— acaparará la atención de los analistas en 2006. Luego de su exitoso experimento de alternancia política en 2000, México encara, este 2 de julio, un proceso electoral inaudito, ya que las encuestas muestran como cualquiera de los tres principales partidos podría ganar la Presidencia de la República (pero difícilmente la mayoría absoluta en las dos cámaras legislativas). De buscar la reelección, el actual mandatario de Brasil, "Lula" da Silva, esta parece menos segura que hace un año. El escándalo en el que estuvieron envueltos algunos funcionarios de su gobierno en 2005 ha mermado la popularidad de "Lula", dejándolo en una situación potencialmente vulnerable. No obstante, las elecciones, a efectuarse en octubre, no son factor de preocupación, a diferencia de hace cuatro años.

Entre las elecciones que se llevarán a cabo en la primera mitad de 2006, destacan las de Perú (abril 9) y Colombia (mayo 28). Mientras que en el primero, un candidato de izquierda, Ollanta Humala, ha cobrado creciente fuerza en las encuestas, en el segundo el presidente Alvaro Uribe busca permanecer en el cargo luego de que el congreso aprobó una reforma que permite la reelección inmediata. En teoría, el buen desempeño de la economía peruana —el PIB registró una tasa de crecimiento cercana a 6% en 2005— debería favorecer al aspirante gobiernista; empero, para algunos electores, el reciente triunfo del candidato de izquierda en Bolivia es una fuente de inspiración. Por su parte, el mandatario colombiano tiene en su manejo de la seguridad nacional un valioso activo electoral.

Calendario Electoral en el Continente Americano 2005-2007

	País	Tipo de Elección
Oct. 23, 2005	Argentina	Legislativas
Nov. 27	Honduras	Presidenciales/Legislativas
Dic. 4	Venezuela	Legislativas
Dic. 11	Chile	Presidenciales/Legislativas
Dic. 18	Bolivia	Presidenciales/Legislativas
Ene. 15, 2006	Chile	Segunda vuelta presidencial
Ene. 23	Canadá	Parlamentarias
Feb. 5	Costa Rica	Presidenciales/Legislativas
Feb. 7	Haití	Presidenciales
Mar.	Guyana	Presidenciales/Legislativas
Mar. 12	Colombia	Legislativas
Mar. 12	El Salvador	Legislativas
Mar. 19	Haití	Posible 2da. vuelta presidencial
Abr. 2	Costa Rica	Posible 2da. vuelta presidencial
Abr. 9	Perú	Presidenciales/Legislativas
May. 16	Rep. Domin.	Legislativas
May. 28	Colombia	Presidenciales
Jul. 2	México	Presidenciales/Legislativas
Oct. 1	Brasil	Presidenciales/Legislativas
Oct. 15	Ecuador	Presidenciales/Legislativas
Oct. 29	Brasil	Posible 2da. vuelta presidencial
Nov. 5	Nicaragua	Presidenciales/Legislativas
Nov. 7	EUA	Legislativas
Nov. 26	Ecuador	Posible 2da. vuelta presidencial
Dic.	Trin. y Tob.	Presidenciales/Parlamentarias
Dic.	Santa Lucía	Legislativas
Dic. 3	Venezuela	Presidenciales
Dic. 7	San Vicente	Parlamentarias
Oct. 28, 2007	Argentina	Presidenciales
Nov.	Guatemala	Presidenciales

Fuente: Base de Datos Políticos de las Américas, Univ. de Georgetown, Washington, D.C.

América Latina: Mandato, Reelección y Segunda Vuelta

	Mandato Presidencial	Potencial Reelección	2da. Vuelta
Chile	4 años	Sí*	Sí
Perú	5 años	Sí*	Sí
Colombia	4 años	Sí	Sí
México	6 años	No	No
Brasil	4 años	Sí	Sí
Venezuela	6 años	Sí	No
Argentina	4 años	Sí	Sí

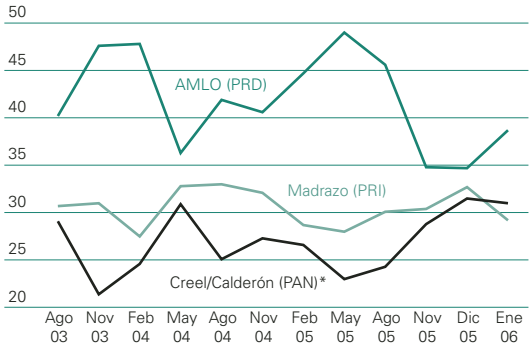
* Sólo es posible después de transcurrido al menos un mandato presidencial
Fuente: Base de Datos Políticos de las Américas, Univ. de Georgetown, Washington D.C.

México: Popularidad de Aspirantes Presidenciales
%

	AMLO (PRD)	Calderón (PAN)	Madrazo (PRI)	Diferencia 1° y 2°
Covarrubias	39.0	27.0	22.0	12.0
Reforma	40.0	30.0	26.0	10.0
Mitofsky	39.0	31.0	29.0	8.0
IPSOS-Bimsa	40.0	33.0	26.0	7.0
Milenio	37.0	31.0	30.0	6.0
Promedio	**39.0**	**30.4**	**26.6**	**8.6**

Fuente: Sondeos nacionales de empresas respectivas, enero, 2006

México: Respaldo a Aspirantes Presidenciales
%



* Hasta ago. 2005 se midió con Creel, a partir de nov. con Calderón
Fuente: Sondeos nacionales de Consulta Mitofsky, 2003-2006

La Reelección y la Segunda Vuelta en América Latina

Una de las características del proceso electoral de México que lo distingue de la mayoría de los demás países latinoamericanos es que no se permite la reelección del jefe del ejecutivo; tampoco hay una segunda vuelta si el candidato ganador obtiene un respaldo inferior a 50% del voto. Si bien la legislación latinoamericana se inclina notoriamente a la reelección, las normas exhiben variaciones significativas. En cinco naciones (Argentina, Brasil, República Dominicana, Venezuela y ahora Colombia) la reelección está permitida, en nueve sólo es posible después de transcurrido al menos un mandato presidencial (Bolivia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Nicaragua, Panamá, Perú y Uruguay). Los únicos países aparte de México que la prohiben por completo son Guatemala, Honduras y Paraguay.

Con respecto a la segunda vuelta, en 1979 sólo dos países latinoamericanos (Costa Rica y Ecuador) tenían ese sistema electoral; en las décadas posteriores, 12 países lo adoptaron, incluyendo Argentina, Brasil, Chile, Uruguay, Colombia y Perú. Según un análisis de 39 elecciones con sistema de segunda vuelta efectuadas entre 1979 y mayo de 2002, sólo en siete oportunidades ocurrió lo que el politólogo Aníbal Pérez-Liñán llamó "reversión del resultado inicial", que se da cuando una mayoría del electorado comparte un "consenso negativo" en contra del candidato ganador de la primera vuelta.[1] El análisis de los 21 casos en los que hubo una segunda vuelta indica que si el primero tiene una ventaja relevante, el segundo no logra imponerse. En los casos que se registró una "reversión del resultado inicial", la ventaja en puntos fue mínima. El caso más extremo de "reversión" fue el triunfo de Jorge Batlle, quien quedó siete puntos porcentuales por debajo de Tabaré Vázquez (31.3% v. 38.5%) en la primera vuelta de los comicios de Uruguay (1999). En la segunda vuelta, Batlle ganó con una ventaja de siete puntos: 51.5% v. 44%.

Valoración

En México, mucho se ha comentado sobre la conveniencia de permitir la segunda vuelta electoral. La reelección del jefe del Ejecutivo enfrenta resistencias históricas y, por el momento, no es tema de discusión. Por su parte, el argumento que suele esgrimirse a favor de la doble vuelta es que confiere mayor legitimidad al candidato ganador. Sin embargo, si un país tiene reglas electorales confiables y un marco institucional sólido que garantice la transparencia del proceso de votación, la legitimidad del vencedor resulta evidente. La experiencia de algunos países sudamericanos (Ecuador, Perú) con la segunda vuelta electoral no les ha salvado de crisis políticas. A fin de cuentas, el fortalecimiento de la democracia en México y América Latina depende de la calidad de las instituciones, la madurez de los ciudadanos y una vigoroso cultura cívica. Las elecciones son el eje del sistema democrático; empero, la participación activa en la vida política, la discusión pública de propuestas y programas, la protección de las libertades y los derechos básicos, el respeto a la ley, la aceptación del disenso y la transparencia en la gestión pública son elementos que contribuyen también al buen funcionamiento del mismo y que en mayor o menor medida están presentes en México, o al menos en vías de consolidación.

1 Pérez-Liñán, Aníbal: "*La reversión del resultado en la doble vuelta electoral: Una evaluación institucional del Balotaje*". Ponencia presentada al Primer Congreso Latinoamericano de Ciencia Política, Universidad de Salamanca, 2002.

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	IV'04	I'05	II'05	III'05	IV'05	I'06	II'06	III'06	2004	2005	2006
Actividad Económica											
PIB (variación % real anual)	3.8	3.6	3.6	3.6	**3.4**	**3.2**	**3.1**	**2.5**	4.2	**3.6**	**2.8**
Gasto personal en consumo	3.8	3.5	3.9	3.8	**3.3**	**3.1**	**2.6**	**1.7**	3.9	**3.6**	**2.4**
Inversión fija bruta	9.4	9.4	8.0	7.9	**7.0**	**6.1**	**4.4**	**3.8**	9.7	**8.1**	**4.3**
No residencial	10.9	10.3	9.2	8.3	**8.0**	**8.2**	**7.5**	**7.3**	9.4	**8.9**	**7.3**
Estructuras	2.8	3.1	1.7	1.9	**1.3**	**2.0**	**0.4**	**0.6**	2.2	**2.0**	**0.8**
Equipo y software	13.8	12.8	11.8	10.6	**8.5**	**8.3**	**7.7**	**7.2**	11.9	**10.8**	**7.7**
Residencial	6.6	7.7	6.1	7.2	**5.9**	**2.6**	**-1.0**	**-2.7**	10.3	**6.7**	**-1.2**
Exportaciones totales	6.1	6.7	7.7	6.9	**7.2**	**6.1**	**5.4**	**5.6**	8.4	**7.1**	**5.5**
Importaciones totales	10.6	9.4	5.7	5.1	**4.2**	**3.4**	**3.3**	**2.9**	10.7	**6.1**	**3.0**
Consumo del gobierno	2.1	1.7	1.8	2.0	**1.5**	**2.2**	**2.2**	**2.2**	2.2	**1.7**	**2.2**
Contribución al Crecimiento (pp)											
Gasto personal en consumo	2.7	2.5	2.7	2.7	**2.4**	**2.2**	**1.9**	**1.2**	2.7	**2.6**	**1.7**
Inversión privada	1.7	1.6	0.7	0.7	**0.8**	**0.6**	**0.8**	**0.8**	1.9	**1.0**	**0.7**
Exportaciones netas	-1.0	-0.8	-0.1	-0.1	**0.1**	**0.1**	**0.0**	**0.1**	-0.8	**-0.2**	**0.1**
Consumo del gobierno	0.4	0.3	0.3	0.4	**0.3**	**0.4**	**0.4**	**0.4**	0.4	**0.3**	**0.4**
Precios y Costos (variación % anual, promedio)											
CPI	3.4	3.0	2.9	3.8	3.7	**3.5**	**3.1**	**2.4**	2.7	3.4	**2.8**
Subyacente	2.1	2.3	2.2	2.1	2.1	**2.2**	**2.5**	**2.7**	1.8	2.2	**2.5**
PCE	3.1	2.7	2.5	3.1	**2.9**	**2.8**	**2.5**	**1.9**	2.6	**2.8**	**2.3**
Subyacente	2.2	2.2	2.0	1.9	**1.8**	**1.9**	**2.1**	**2.3**	2.0	**2.0**	**2.2**
Deflactor del PIB	2.9	2.8	2.5	2.9	**3.1**	**3.0**	**2.8**	**2.6**	2.6	**2.8**	**2.7**
Productividad	2.6	2.8	2.3	3.1	**2.4**	**2.4**	**2.4**	**2.2**	3.4	**2.7**	**2.3**
Compensación real por hora	2.4	3.2	2.6	1.2	**1.7**	**1.7**	**1.7**	**1.6**	1.8	**2.2**	**1.6**
Costo laboral unitario	3.3	3.4	3.2	1.8	**3.2**	**1.8**	**1.4**	**0.5**	1.1	**2.9**	**1.5**
Otros Indicadores											
Producción industrial (variación % real anual)	4.3	3.9	3.0	2.8	2.7	**2.6**	**2.9**	**3.1**	4.1	3.1	**3.0**
Capacidad utilizada (%)	79.4	79.9	79.9	79.9	80.3	**80.7**	**81.3**	**79.9**	78.6	80.0	**80.3**
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	17.3	16.4	17.2	18.0	15.9	**15.8**	**15.9**	**15.8**	16.9	16.9	**15.8**
Inicio de casas (miles, anualizado)	1,973	2,083	2,044	2,101	2,035	**1,896**	**1,902**	**1,930**	1,950	2,066	**1,921**
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	190	182	198	147	146	**124**	**157**	**170**	183	168	**144**
Tasa de desempleo (promedio, %)	5.4	5.2	5.1	5.0	4.9	**5.1**	**5.2**	**5.2**	5.5	5.1	**5.2**
Tasa de ahorro personal	2.3	0.5	-0.2	-1.5	**-0.5**	**-0.5**	**-0.1**	**0.9**	1.7	**-0.4**	**0.2**
Balanza comercial (mmd)	-188	-199	-198	-196	**-192**	**-199**	**-194**	**-192**	-617	**-712**	**-711**
Balanza cuenta corriente (mmd)	-753	-795	-791	-783	**-767**	**-798**	**-775**	**-767**	-666	**-784**	**-769**
% PIB	-6.3	-6.5	-6.4	-6.2	**-6.0**	**-6.2**	**-5.9**	**-5.8**	-5.7	**-6.3**	**-5.8**
Balance fiscal (mmd, año fiscal)	—	—	—	—	—	**—**	**—**	**—**	-412	-331	**-415**
% PIB	—	—	—	—	—	**—**	**—**	**—**	-3.6	-2.6	**-3.1**
Brent (dólares por barril, promedio)	48.5	52.9	53.9	65.5	61.1	**57.7**	**55.0**	**52.4**	41.9	58.3	**53.8**
Mercados Financieros (fdp)											
Fed funds (%)	2.25	2.75	3.25	3.75	4.25	**4.75**	**4.75**	**4.75**	2.25	4.25	**4.75**
Libor 3 meses (%)	2.56	3.12	3.52	4.07	4.54	**5.12**	**5.12**	**5.12**	2.56	4.54	**5.12**
Nota del Tesoro 10 años (%)	4.22	4.48	3.91	4.32	4.39	**4.85**	**4.90**	**4.90**	4.22	4.39	**4.90**
Dólar/euro	1.36	1.30	1.21	1.20	1.18	**1.20**	**1.20**	**1.22**	1.36	1.18	**1.22**

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**	**3.2**	3.6	2.0	3.3	**3.1**	**3.6**	**4.5**	**2.7**	**2.0**
Por habitante en dólares*	6,431	6,235	6,453	**7,047**	**7,184**	6,836	6,945	7,191	**7,218**	**7,258**	**7,141**	**7,086**	**7,250**
Miles de millones de dólares	649	639	676	**755**	**798**	707	750	748	**816**	**797**	**809**	**765**	**819**
Inflación (%, fdp)													
General	5.7	4.0	5.2	3.3	**3.6**	4.4	4.3	3.5	3.3	**3.7**	**3.9**	**3.8**	**3.6**
Subyacente	3.8	3.7	3.8	3.1	**3.2**	3.6	3.4	3.2	3.1	**3.1**	**3.2**	**3.3**	**3.2**
Mercados Financieros													
Tasas de interés (%, fdp)													
Fondeo bancario	—	6.1	8.8	8.3	**7.0**	9.5	9.8	9.3	8.3	**7.8**	**7.5**	**7.3**	**7.0**
Cetes 28 días	7.0	6.0	8.6	8.0	**7.1**	9.6	9.6	9.0	8.0	**7.8**	**7.6**	**7.3**	**7.1**
TIIE 28 días	8.5	6.3	9.0	8.6	**7.4**	9.9	10.0	9.5	8.6	**8.0**	**7.8**	**7.5**	**7.4**
Bono 10 años (%, fdp)	10.1	8.3	9.7	8.5	**7.9**	10.5	9.6	8.5	8.5	**8.3**	**8.2**	**8.3**	**7.9**
Tipo de cambio													
Pesos por dólar, fdp	10.3	11.2	11.3	10.7	**11.3**	11.3	10.8	10.8	10.7	**10.8**	**11.1**	**11.2**	**11.3**
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	**-9.3**	**-10.7**	-10.2	-9.7	-9.5	**-9.3**	**-8.0**	**-8.1**	**-9.2**	**-10.7**
Cuenta corriente (mmd)	-13.5	-8.6	-7.3	**-8.4**	**-10.1**	-9.0	-8.7	-9.8	**-8.4**	**-7.6**	**-9.5**	**-9.6**	**-10.1**
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.1	-1.3	-1.1	**-1.1**	**-1.3**	-1.3	-1.2	-1.3	**-1.1**	**-1.0**	**-1.2**	**-1.2**	**-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**	**38.8**
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	**4.4**	**4.5**	5.4	3.4	4.8	**4.2**	**4.5**	**5.4**	**4.3**	**3.6**
Demanda interna	0.9	1.8	5.3	**5.2**	**4.5**	5.9	4.2	5.7	**5.0**	**5.0**	**4.8**	**4.2**	**4.0**
Consumo	1.3	2.1	4.7	**4.7**	**4.1**	5.8	3.1	5.4	**4.7**	**4.2**	**4.2**	**4.0**	**3.9**
Privado	1.5	2.3	5.5	**5.3**	**4.3**	6.5	3.5	6.1	**5.1**	**4.5**	**4.4**	**4.3**	**4.2**
Público	-0.1	1.0	-1.2	**0.1**	**1.9**	-0.2	-0.5	-0.3	**1.3**	**2.1**	**2.8**	**1.3**	**1.3**
Inversión	-0.7	0.4	7.5	**7.1**	**6.0**	6.5	8.8	7.0	**6.3**	**8.2**	**6.9**	**5.0**	**4.2**
Privada	-4.0	-1.2	7.5	**6.8**	**5.6**	8.3	7.6	6.4	**7.4**	**7.3**	**6.2**	**4.8**	**4.3**
Pública	13.7	9.4	3.5	**10.4**	**7.7**	15.1	13.1	9.5	**9.0**	**11.5**	**9.5**	**5.8**	**4.1**
Demanda externa	1.5	2.8	11.5	**5.8**	**6.8**	7.2	3.9	5.0	**7.1**	**9.4**	**7.3**	**6.2**	**4.4**
Importaciones	1.4	0.7	10.2	**8.1**	**7.6**	9.9	7.2	8.5	**6.8**	**6.8**	**7.7**	**8.3**	**7.5**
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)													
Agropecuario	0.1	3.5	4.0	**-0.4**	**1.1**	-0.1	-3.1	5.6	**2.4**	**3.4**	**6.5**	**-0.9**	**-6.9**
Industrial	-0.1	-0.2	3.8	**1.5**	**3.3**	1.4	0.8	1.2	**1.6**	**3.3**	**4.7**	**3.0**	**2.5**
Minería	0.4	3.7	2.5	**1.4**	**2.1**	-0.3	1.6	1.8	**1.7**	**2.0**	**2.2**	**1.9**	**3.4**
Manufacturas	-0.7	-1.3	3.8	**1.3**	**3.4**	1.3	0.4	1.1	**1.4**	**3.5**	**5.0**	**3.0**	**2.6**
Construcción	2.1	3.3	5.3	**3.0**	**3.5**	2.9	2.7	1.7	**3.2**	**3.1**	**5.3**	**3.2**	**2.2**
Electricidad, gas y agua	1.0	1.6	2.3	**0.5**	**2.0**	-2.0	2.7	1.9	**1.6**	**2.9**	**0.3**	**2.6**	**2.5**
Servicios	1.6	2.1	4.8	**4.1**	**3.8**	4.9	3.4	4.3	**3.6**	**3.8**	**4.7**	**3.4**	**3.4**
Comercio, restaurantes y hoteles	0.0	1.6	4.9	**3.3**	**3.3**	4.9	2.3	3.2	**2.5**	**3.2**	**4.7**	**2.7**	**3.5**
Transporte y comunicaciones	1.8	5.0	9.7	**6.7**	**6.6**	8.3	6.6	6.6	**5.6**	**6.3**	**7.6**	**6.7**	**6.3**
Financieras, seguros e inmuebles	4.2	3.9	4.6	**5.7**	**5.2**	5.4	5.2	6.2	**5.8**	**5.5**	**5.8**	**4.7**	**4.8**
Comunales y personales	0.9	-0.6	1.7	**1.7**	**1.0**	1.7	1.3	2.1	**1.7**	**1.5**	**1.3**	**0.4**	**0.3**

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		
Perspectivas Económicas 2005 - 2006	Fogafín	Bogotá, Octubre 2005
Coyuntura y Perspectivas Macro	Fitch	Bogotá, Octubre 2005
Entorno Macroeconómico	Clientes Fiduciaria	Bogotá, Noviembre 2005
Coyuntura Macroeconómica y Financiera	Clientes Tesorería y Banca de Inversión	Bogotá, Diciembre 2005
Panorama Económico Colombiano	Relaciones con Inversionistas	Bogotá, Diciembre 2005
Perspectivas Económicas 2006	Foro Corfivalle y Medios de Comunicación	Bogotá, Diciembre 2005
Buenos Aires www.bancofrances.com.ar		
Tipo de Cambio Real en Argentina	Seminario Instituto Nal. de Tecnología Agrop.	Buenos Aires, Noviembre 2005
Panorama Macroeconómico de Argentina 2005-2006	CTI Argentina	Buenos Aires, Diciembre 2005
Panorama Macroeconómico de Argentina	Clientes Instituc. de Fondos Común de Inversión	Buenos Aires, Diciembre 2005
Caracas www.provincial.com		
Perspectivas Mercado Petrolero	Cámara Venezolano-Española de Ind. y Comer.	Caracas, Octubre 2005
Perspectivas Macro 2005-2007 y su impacto en el Estado Zulia	Reunión de Clientes	Maracaibo, Octubre 2005
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2007	Banca Mayorista Global y Banca de Empresas	Caracas, Noviembre 2005
Persp. Eco. 2005-2006 y su Impacto en la Región Centro-Occidental	Reunión de Clientes	Barquisimeto, Noviembre 2005
Lima www.bbvabancocontinental.com		
Situación Económica	PRAXAIR	Lima, Noviembre 2005
Perú: Escenario Económico	Cajamarquilla, BBVA, CAFAE, Edelnor	Lima, Diciembre 2005
Madrid www.bbva.com		
Integración Comercial en América Latina	Cumbre Iberoamericana	Salamanca, Octubre 2005
Brazil: Challenges Ahead	Clientes BBVA	París, Octubre 2005
Financial Markets in Emerging Countries: Does Politics Matter?	IIF	Frankfurt, Octubre 2005
¿Una Nueva Agenda o un Nuevo Paradigma para el Desarrollo?	Cumbre Iberoamericana	Salamanca, Octubre 2005
Economic Outlook for Latin America	Clientes BBVA	Nueva York, Octubre 2005
Entorno Económico Mundial	Congreso Venezolano de Ejecutivos de Finan.	Caracas, Octubre 2005
FDI: Competing Destinations (LAC, Asia, Eastern Europe)	Banco de España	Madrid, Octubre 2005
Perspectivas Económicas entre China y América Latina	Clientes BBVA	Santiago de Chile, Nov. 2005
Sector Eléctrico Español: Balance Regulatorio	Congreso Iberoamericano de Regulación Eco.	Santiago de Chile, Nov. 2005
México www.bancomer.com		
Escenario Económico y Financiero de México	Clientes Corporativos y Gobierno	México, D.F., Oct.-Dic. 2005
Escenario Político	Inversionistas Institucionales Extranjeros	México, D.F., Oct.-Dic. 2005
Escenario Económico y Financiero de México: 2005-2008	Jornadas Planeación Areas de Negocio	México, D.F., Octubre 2005
La Economía Mexicana ante el Proceso Electoral 2006	Banca Patrimonial y Privadas	N.L./S.L.P./Jalisco, Oct. 2005
Ante el Reto de Elevar el Crecimiento de la Economía	Presidentes Consejos Regionales	México D.F., Octubre 2005
Mercado Hipotecario en México	Foro Universitario IMEF	Puebla, Octubre 2005
Potencial de la Vivienda en México	Clientes Banca Privada	México D.F., Noviembre 2005
México y sus Indicadores	Colegio de la Defensa Nacional	México D.F., Noviembre 2005
BBVA USA www.bancomer.com		
Escenario Económico y Financiero en Estados Unidos	COAP Puerto Rico	México D.F., Octubre 2005
Entorno Macroeconómico de Estados Unidos	Comité de Tesorería	México D.F., Octubre 2005
Inflación y Política Monetaria de Estados Unidos	Comité de Tesorería	México D.F., Octubre 2005
Escenario Económico y Financiero en Estados Unidos	COAP Puerto Rico	México D.F., Noviembre 2005
Perspectivas Económicas Estados Unidos	BBVA USA	Laredo, Noviembre 2005
Política Monetaria en la Era de Bernanke	BBVA Banco Francés	Buenos Aires, Noviembre 2005
Santiago de Chile www.bhif.cl		
Chile y sus Perspectivas en Contexto Internacional 2005-06	Clientes BBVA	Puerto Varas, Octubre 2005
Competitividad y Liderazgo en América Latina	CEPAL	Santiago, Noviembre 2005
Desafíos para Chile en Contexto Global 2005-06	Clientes y Agentes Banca Personas BBVA	Santiago, Noviembre 2005

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

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: Luis Carranza
Argentina: Ernesto Gaba
Chile: Joaquín Vial
Colombia: Daniel Castellanos
Perú: David Tuesta
Venezuela: Giovanni di Placido

Europa: Manuel Balmaseda

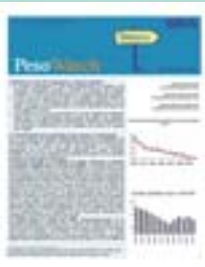
Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

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



Situación de:

- Argentina
- Chile
- Colombia
- España
- Perú
- Venezuela

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA Bancomer, S.A. y ha sido elaborado con datos que consideramos confiables; sin embargo, no pretende ser ninguna recomendación de compra o venta de instrumentos financieros.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA Bancomer sobre su exactitud, integridad o corrección.