

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Tercer Trimestre 2006



2006 un buen año de crecimiento
Inflación: leve impacto por materias primas
Se mantendrá la "pausa" monetaria el resto del año
¿Fortaleza del peso y de los mercados en 4T06?
¿Qué pasaría con las tasas con avance en reformas?
Riesgo principal: ajuste en EUA, con baja probabilidad

México transita en un entorno económico favorable. El impulso a la actividad proveniente de la demanda externa, principalmente en el sector automotriz, que le ha permitido ganar cuota de mercado en las importaciones de EUA en los últimos meses, se acompaña por una gran solidez de la demanda interna, principalmente en el rubro de servicios. Aunque las elevadas tasas de crecimiento del primer semestre se moderarán en la segunda mitad del año, México está en camino de crecer alrededor de 4.3% en el conjunto del año. Y además con una inflación que, pese a algunas tensiones en el sector servicios e importaciones, está muy cerca del objetivo central del Banco de México del 3%. En suma, existe un panorama favorable con crecimiento superior al potencial e inflación bajo control.

Esta situación permite que el Banco de México haya mantenido su postura de política monetaria en 7%; no obstante de las recientes alzas en las tasas de los Fondos Federales en EUA que han reducido el diferencial en las tasas de corto plazo con ese país en 175 pb. Los bancos centrales del mundo están restringiendo su política monetaria, lo que ha afectado a los mercados financieros en varios países emergentes, que han sufrido depreciaciones de sus divisas, incrementos de tasas de interés y ampliación del riesgo país. México no ha sido inmune a este proceso —y como analizamos en esta publicación— hay evidencia clara de que en los meses previos a las elecciones, la expectativa de menor liquidez internacional ha sido el principal determinante de la volatilidad en los mercados financieros.

No cabe duda que las sanas cuentas públicas, la buena posición externa y la solidez de las instituciones están permitiendo contrarrestar esta menor liquidez. Los fundamentos de los países cuentan mucho, y lo harán más en el futuro, para atraer inversiones y evitar ajustes financieros adversos. Sin embargo, estamos cerca de un punto en que si las presiones de inflación en EUA se materializan —obligarán a la Reserva Federal a seguir subiendo significativamente su tasa de referencia— el Banco de México se podría ver en la necesidad de apretar algo más la postura monetaria en el país. Utilizamos el condicional “podría”, no sólo porque este escenario para EUA es uno de riesgo con baja probabilidad, sino también porque existen espacios de reformas en México que permitirían que el diferencial de tasas con EUA fuera más reducido sin que los mercados financieros se trastornen.

Como siempre hemos defendido en este espacio hay reformas pendientes las cuales podrían anclar más a la economía y moderar las presiones que se generen a nivel internacional. En particular, en esta publicación se incorpora un artículo donde se simula —con un “Pequeño Modelo Macro” (*Small Macro Model*)— el impacto que tendrían medidas que incrementarían la oferta de la economía. Los resultados dejan poco lugar a las dudas: un incremento en la productividad generaría un aumento de la oferta que detonaría el crecimiento de la economía sin generar presiones inflacionarias y, con ello, las tasas de interés nominales tenderían a ser más bajas.

Es imprescindible promover las reformas pendientes. Si se genera un entorno en el que la inversión aumenta su peso en el PIB hasta el 25%, la creación de empleo podría situarse en los niveles que necesita México para absorber la entrada de nueva mano de obra en el mercado laboral.

Índice

Fecha de cierre: 3 agosto 2006

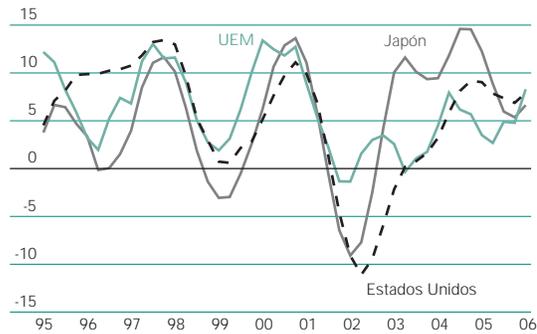
1. Entorno Internacional	
Contexto Económico Internacional	2
Recuadro: Después del Fuerte Apetito, un Poco de Cautela	6
2. Entorno Macroeconómico México	
Fuerte Recuperación Económica en el 1S06	7
Recuadro: Cambio Demográfico, Oportunidad de Crecimiento	10
Incremento en Precio de Materias Primas ¿Inflacionario?	12
Recuadro: Sorpresas en la Inflación: ¿Qué Nos Dicen?...	14
3. Mercados Financieros México	
Ciclo Monetario Internacional y Efectos en México	16
Recuadro: ¿Qué Originó la Incertidumbre en los Mercados Financieros?	21
4. Artículos	
Un Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala	22
Recuadro: Estructura del Modelo	23
Los Agridulces del Petróleo para México	28
Recuadro: Elevados Precios del Petróleo, ¿Riesgo de Recesión?...	31
5. Indicadores y Pronósticos	34

Han elaborado esta publicación:

Jorge Sicilia	j.sicilia@bbva.bancomer.com
Adolfo Albo	a.albo@bbva.bancomer.com
David Aylett	dp.aylett@bbva.bancomer.com
Fernando González	f.gonzalez8@bbva.bancomer.com
Octavio Gutiérrez	o.gutierrez3@bbva.bancomer.com
Ociel Hernández	o.hernandez@bbva.bancomer.com
Mayte Ledo	teresa.ledo@grupobbva.com
Eduardo Pedreira	eduardo.pedreira@grupobbva.com
Cecilia Posadas	c.posadas@bbva.bancomer.com
Fernando Tamayo	fernando.tamayo@bbva.bancomer.com
Eduardo Torres	e.torres@bbva.bancomer.com

Exportaciones Reales

Variación % anual



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Continúa el crecimiento global, pero se mantienen los riesgos

La primera mitad de 2006 termina con unos niveles de crecimiento económico global que han seguido superando los pronósticos más optimistas. En el ámbito de países desarrollados, EUA registra un ritmo de avance anual promedio del PIB del 3.5% durante el último año, mientras tanto Japón como la zona euro han dado signos que apuntan hacia tasas de mayor dinamismo. Por su parte, las principales economías emergentes se mantienen en niveles de crecimiento elevado.

Este contexto internacional sigue estando caracterizado por una inflación moderada, a pesar no sólo de la propia senda de expansión económica, sino también de la escalada de precios en materias primas. Sin embargo, existe una creciente preocupación sobre la posibilidad de que presiones de inflación provenientes del encarecimiento de insumos pueden finalmente transmitirse hacia el resto de la economía. Ello ha provocado una mayor incertidumbre sobre la política monetaria, especialmente en EUA, aunque estamos ya cerca del final del ciclo alcista; y en el área euro y Japón, ya claramente en la senda de subida de tasas. Cuando se comparan los tasas de interés descontadas en mayo con los actuales se observa que ha habido un aumento, y como consecuencia, una menor liquidez global es un escenario con mayores probabilidades que hace unos meses. Ello se ha traducido en que la volatilidad abandona mínimos y el apetito por el riesgo disminuye.

Son los mercados emergentes donde esta menor liquidez parece estar teniendo un mayor impacto. La inversión financiera ha mostrado una mayor aversión al riesgo desde mayo, que se ha traducido en una caída significativa de las bolsas de las principales economías emergentes. Mercados más vulnerables en sus fundamentos (p.e. Hungría, Sudáfrica, Turquía), o que se habían revalorizado en mayor medida en trimestres anteriores, han soportado un ajuste mayor, a través de la depreciación de sus divisas o de un aumento de sus primas de riesgo.

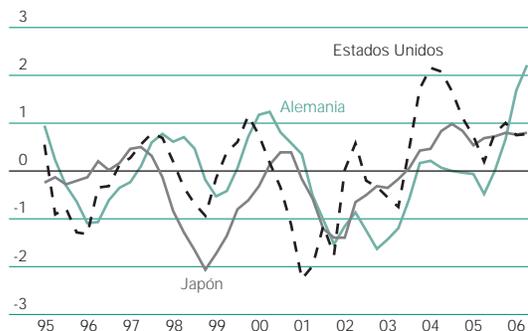
En todo caso, las pronósticos apuntan a que el crecimiento relativamente generalizado va a continuar. Existe además una mayor preocupación por los desequilibrios que caracterizan a este ciclo de expansión. De hecho, y aunque en el corto plazo la economía mundial pueda convivir con esta situación (alto déficit por cuenta corriente en EUA., precios del petróleo), el consenso sobre la necesidad de un ajuste en el mediano plazo es cada vez mayor. Cabe recalcar las declaraciones del FMI llamando a una modificación de los tipos de cambio como herramienta para nivelar los flujos de capital de la economía mundial. A pesar de todo, y dado el ajuste de algunas variables financieras, el optimismo perdura y la distribución geográfica del crecimiento mundial hace menos vulnerable el dinamismo observado hasta hoy.

La actividad mundial: más protagonistas

Hace ya varios trimestres se han considerado diversos y múltiples factores de riesgo sobre el crecimiento mundial. Pero a pesar de estos, la economía continúa experimentado un dinamismo elevado,

Confianzas Industriales

Indices estandarizados



Fuente: BBVA con datos de IFO, ISM y Tankan

que comprende varias regiones geográficas y que a la vez es el de mayor intensidad desde finales de la década de los sesenta.

A pesar de que algunos indicadores económicos en EUA han apuntado recientemente hacia una moderación de la actividad, el ritmo de crecimiento observado y previsto sigue siendo positivo. El sector industrial y sus niveles de inversión siguen siendo favorecidos por los utilidades empresariales, aunque la senda alcista en tasas de interés y un posible incremento de salarios nominales que han subido menos en este ciclo expansivo pueden moderar esta tendencia. Por otro lado, el consumo tiende a cierta estabilidad. A pesar del comportamiento de los precios energéticos o de activos inmobiliarios, los índices de confianza del consumidor se ven favorecidos por la riqueza financiera acumulada en mercados bursátiles, y por unos niveles de desempleo bajos. Estos factores pueden ser un contrapeso a la desaceleración del sector inmobiliario, de la cual se desprenderá una ligera moderación del consumo privado para la segunda mitad de 2006. En nuestro escenario central, esperamos que EUA presente un crecimiento del PIB de 3.3% en 2006 y ligeramente inferior el próximo año.

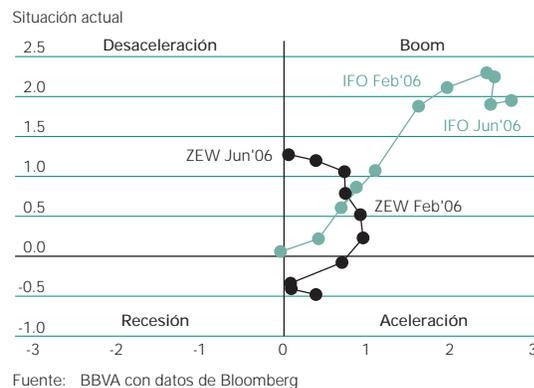
En la UEM han aparecido finalmente los primeros signos de recuperación del gasto de las familias. En Alemania, una de las economías más retrasadas en la expansión actual, los indicadores continúan siendo positivos y el optimismo es más generalizado. El fuerte dinamismo observado en el primer trimestre del 2006 se mantendrá en el segundo. Sin embargo, algunos de los recientes indicadores de confianza industrial han retrocedido ligeramente. Esto estaría reflejando una divergencia entre las expectativas de los analistas (más pesimistas) y las de los empresarios (más optimistas). Por último, Japón continúa su camino hacia un crecimiento promedio del 3%. Al término del primer trimestre de este año, el *output gap* de la economía nipona se situaba en territorio positivo por primera vez en más de ocho años. Las expectativas continúan siendo optimistas y sostenidas a lo largo del 2006 y 2007.

Este nuevo balance mundial, en el que se recupera la demanda interna de Europa y Japón, permite depender menos del crecimiento económico de EUA y de China, y se vislumbra como un factor que podría ayudar en el ajuste gradual de los desequilibrios. Este contexto internacional favorable continuará siendo un motor de apoyo para el comercio mundial y para los sectores industriales exportadores.

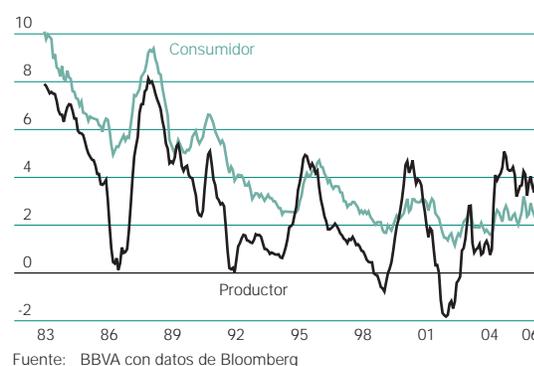
La política monetaria a primer plano

Durante el primer trimestre de 2006, EUA continuó su ciclo alcista iniciado en junio de 2004 y la pregunta era, ¿ha terminado ya este ciclo? La respuesta parecía clara, el ciclo estaba por terminar. Sin embargo, después de la reunión del 10 de mayo de la Reserva Federal, en la que no se confirmó una pausa en los incrementos; y tras los discursos alcistas de las autoridades monetarias, los mercados empezaron a descontar mayores incrementos en las tasas de interés, apuntando hacia el 5.50%. En este contexto, la Fed se debate entre dos posibilidades. O bien continuar la senda alcista dada la preocupación sobre inflación subyacente, o bien, por el contrario, estimar que el ciclo alcista ha llegado a su fin y hacer una pausa en las subidas de tasas para analizar los efectos de su estrategia de política monetaria

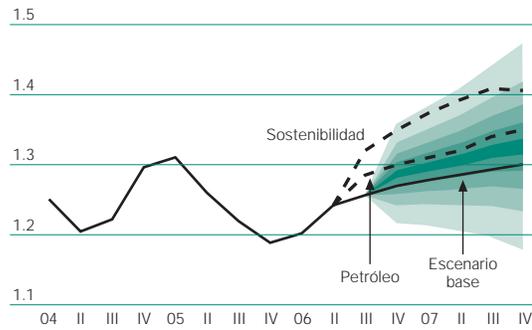
Fases de la Actividad Según Indicadores



OCDE: Inflación Variación % anual



Euro - Dólar



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

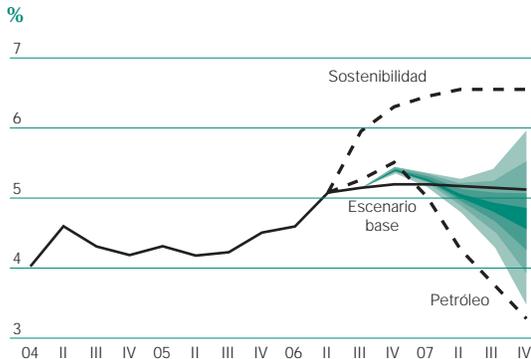
y disponer de más datos sobre el efecto de la subida acumulada en precios energéticos en la inflación y el consumo.

En todo caso, incluso si continúa el ciclo alcista en EUA y considerando que la UEM seguiría este mismo camino a lo largo de 2006, los tasas de interés se moverán dentro de un rango de tasas neutrales. Por otro lado, Japón, con sus buenos resultados en actividad y precios, estaría también a punto de comenzar su ciclo alcista y abandonar su política monetaria relajada. Por el momento, tras abandonar su política de extraordinaria liquidez, ya ha subido por primera vez en seis años la tasa de referencia de 0% a 0.25%.

En EUA existen señales que apuntan hacia la aceleración de la inflación subyacente, que se mantendrá elevada durante el segundo semestre del año (aunque todavía dentro del rango de pronóstico de la Fed que ha sido elevado ligeramente para el conjunto de 2006). Esto, junto con el potencial aumento de expectativas de inflación en el corto plazo, la baja tasa de desempleo y la alta capacidad utilizada representan importantes riesgos que la autoridad monetaria tendrá que valorar. Esto, en conjunto con la moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad, supone una atención más detallada de la coyuntura para determinar el rumbo de la política monetaria, aunque lo relevante son los pronósticos de inflación y crecimiento en el mediano plazo.

El pronóstico central es que, dado el crecimiento estable y la inflación relativamente controlada, los tasas oficiales en EUA se mantendrán en el 5.25% en 2006 y 2007. Mientras tanto, la UEM finalizará este año en 3.50% y el próximo año en 4.0%, dada la mejoría en las expectativas de crecimiento y la existencia de presiones de inflación. Con este escenario base, y en el supuesto de que el ciclo alcista en EUA ha terminado, los tasas de 10 años oscilarían en un rango de 5.1-5.2%, pero manteniendo un sesgo al alza en caso de presentarse sorpresas coyunturales en crecimiento o inflación. El pronóstico del escenario base para la zona euro deja las tasas a largo plazo entre 4.2 y 4.3%. Esta evolución en las tasas de interés ya no favorecerá al dólar como hace unos trimestres, lo que junto con el creciente consenso sobre la necesidad de una mayor depreciación de la divisa estadounidense, lleva nuestra pronóstico a un rango de 1.25-1.30 por euro.

EUA: Tasas de Interés a 10 Años



Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal

Los riesgos dan un sesgo al alza a las tasas en el corto plazo

Dentro de este marco económico, ¿cuáles son los principales riesgos? Uno de los más importantes es consecuencia directa de la incertidumbre relativa a la política de la Reserva Federal de EUA. No podemos eliminar la posibilidad de que la Fed muestre una actitud más alcista en aras, no sólo de contener tensiones de inflación, sino también de convencer a los mercados sobre su determinación en materia de política monetaria. Este contexto es propicio para una ligera "sobre-restricción", que suba las tasas de interés de referencia por encima de los niveles que el mercado descuenta actualmente. Con estas consideraciones, de materializarse este escenario, esperaríamos que la subida de tasas aumente las entradas de inversionistas extranjeros en deuda pública norteamericana, guiadas por un "efecto refugio" que reduciría el volumen de flujos financieros que las economías emergentes han recibido hasta hace muy poco. Estas entradas en el

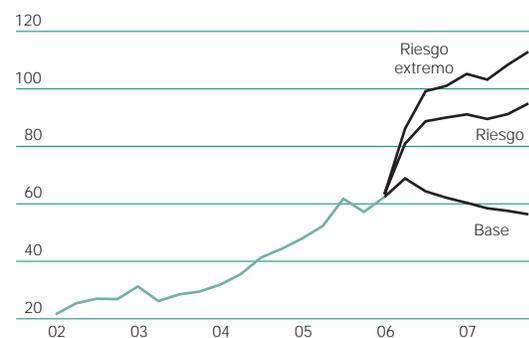
mercado de renta fija estadounidense no evitarían una depreciación del dólar ni una subida limitada de las tasas de largos plazo en dicho país. Ahora bien, en este escenario, parte de la subida de tasas oficiales se revertiría en 2007.

El segundo escenario de riesgo tiene como factor desencadenante la convicción generalizada sobre la inviabilidad del déficit de EUA. Este *shock* financiero traería consigo subidas de tasas considerables en EUA., depreciación del dólar, descensos de los precios bursátiles, y una posterior caída del PIB. En Europa, la apreciación del euro limitaría las subidas de tasas de interés.

El último riesgo abandona los aspectos financieros para concentrarse en la economía real, concretamente en el mantenimiento de los elevados niveles en los precios del petróleo. El escenario base de petróleo contempla un precio promedio del Brent de 61.4 dólares por barril en promedio en 2006 y de 56.7 en 2007. En un escenario alternativo el petróleo alcanzaría los 82.5 dólares en 2006, y 91.6 en 2007. Y asimismo, una considerable caída en los principales índices bursátiles, del 10% en 2006, y 20% en el año siguiente. Los tasas de interés experimentarían un incremento algo mayor al del nuestro escenario base en 2006, para bajar sustancialmente en 2007.

Con todo, las tensiones de inflación así como la estabilidad en el crecimiento mundial dibujan un horizonte en el que las tasas de interés muestran un sesgo ligeramente al alza durante 2006. En 2007 el sesgo sería bajista tanto en EUA como en la zona euro. Por su parte, el dólar muestra un sesgo claramente depreciador dado el amplio déficit corriente de EUA, y el alejamiento de la ventaja estadounidense en tasas de interés.

BBVA: Escenarios de Precio del Petróleo Dólares por barril



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Después del Fuerte Apetito, un Poco de Cautela

2006 comenzó con apetito y ahora está neutral

Las entradas netas de capital en los mercados emergentes han estado apuntaladas básicamente por dos factores muy importantes: gran apetito por el riesgo por parte de los inversionistas —acompañado de baja volatilidad en los mercados de capitales— y abundante liquidez internacional. En 2005 y hasta mayo de 2006, la volatilidad se mantuvo en niveles mínimos y el apetito por el riesgo en niveles máximos. Esto respaldó el aumento del precio de los activos y las fuertes entradas de capital. En junio el apetito de los inversionistas comenzó a corregir, pero lo ha hecho hacia una zona de neutralidad, no de aversión. Además, en el caso del apetito por el riesgo, se puede argumentar, que también se vio respaldado por una clara estrategia de búsqueda de rendimientos por parte de los inversionistas.

Volatilidad: MSCI de Mercados Emergentes

Volatilidad anualizada



Fuente: BBVA con datos de Capital Flows

¿Debe preocupar la volatilidad?

Por un lado, y dado los niveles de partida, un aumento de la volatilidad no debería generar preocupación excesiva. En mayo de 2006, tras la reunión de la Reserva Federal en la que no se da por finalizado el ciclo alcista de tasas de interés, la volatilidad repuntó hasta niveles no vistos desde mayo de 2004. Después, ha corregido a la baja. De hecho, los mercados esperaban un alza moderada en la volatilidad, si bien es cierto que el brusco comportamiento tomó por sorpresa a los inversionistas. Tanto es así, que en mayo se especuló con el inicio de una crisis financiera o con que la volatilidad fue causada por la operativa de los *Hedge Funds*. Lo cierto es que no hubo cambios importantes a nivel macroeconómico. Por lo tanto, todo parece indicar que la explicación más razonable para lo ocurrido en mayo es que, luego de un gran período de bonanza, los inversionistas juzgaron que “ciertos” emergentes podrían estar sobre-valorados y decidieron materializar sus utilidades. Las expectativas de tasas de interés más altas, apoyaron esa decisión.

La evolución de los mercados en el último mes y medio confirman la probabilidad de esta explicación. La volatilidad ha corregido en gran medida, dado que parte de la incertidumbre que existía en el mercado se redujo con la subida de tasas de interés por parte de la Reserva Federal el 30 de junio y especialmente con un comunicado que parecía descartar escenarios extremos de subidas de tasas de interés. Conjuntamente tenemos una patente diferenciación por parte de los inversionistas a la hora de comprar activos, en la que se penaliza a países con fundamentos más débiles. Mercados como México o Brasil no fueron “castigados”, mientras que otros como Turquía sí han sido penalizados. Por otro lado, los inversionistas podrían incorporar los efectos negativos que se producirían en los mercados ante la evolución de la coyuntura actual. La misma se encuentra determinada en gran medida por los mayores tasas de interés en los países desarrollados, y las fuertes tensiones geopolíticas que se están produciendo en el Medio Oriente.

América Latina: Índice de Aversión

Dólares



Nota: La aversión al riesgo en cada período se calcula como la pendiente de la regresión transversal entre los retornos en exceso y la volatilidad

Fuente: BBVA con datos de Capital Flows

Sin lugar a dudas estos conflictos pueden desencadenar un incremento mayor en los precios de las materias primas, algo que produciría presiones inflacionarias y a la postre mayores tasas de interés. Para los mercados emergentes, un escenario de mayores tasas de interés, volatilidad y creciente aversión al riesgo sería algo menos confortable.

En conclusión, se debe tener cautela

Los efectos de un mayor nivel de volatilidad junto con un no despreciable riesgo de mayores tasas de interés globales (inflación) impactarían negativamente en el apetito por el riesgo de los inversionistas. Así, la valoración de los activos emergentes se perjudicaría y las primas de riesgo se elevarían. Todo indica que los inversionistas son más selectivos. Por esto, quizás sea el momento de ser prudentes, a la vez que audaces, para abordar las reformas (macro y micro) que logren aislar a las economías de efectos tan negativos.

Eduardo Pedreira

eduardo.pedreira@grupobbva.com

Fuerte Recuperación Económica en el 1S06, Moderación para el Segundo

La primera mitad de 2006 sorprendió favorablemente por el ritmo de actividad económica: la demanda interna y el PIB mantuvieron la recuperación iniciada en el segundo trimestre de 2002 y retomada en los últimos trimestres de 2005. En la primera mitad de 2006, se recuperó el dinamismo industrial, de forma que junto con el sector servicios, fueron los motores del crecimiento.

Para la segunda mitad de 2006 y probablemente para 2007 nos enfrentaremos a un panorama menos halagüeño enmarcado en el contexto de una moderada desaceleración estadounidense. La magnitud del impacto sobre la economía mexicana y la solidez de la demanda interna serán las claves para la dinámica del crecimiento en los próximos meses.

Oferta y demanda fuertes en el primer semestre

Por el lado de la producción, en los primeros meses de 2006 se observó un recuperación generalizada en los distintos sectores de la actividad, siendo servicios e industria los impulsores del crecimiento. En producción industrial, todos sus componentes (minería, manufacturas, construcción y electricidad) crecieron a tasas superiores al promedio de los dos años previos.

No obstante, conviene destacar que el impulso en el sector manufacturero se ha focalizado en ciertas ramas de la producción. El sector automotriz, protagonista de la desaceleración industrial en el primer semestre de 2005, encabezó la recuperación manufacturera, en particular en su segmento de exportación: en los primeros seis meses, las exportaciones de autos crecieron 65% respecto al mismo periodo del año anterior. Cabe recordar que este sector representa poco más del 20% del valor de la producción industrial y casi 16% de las exportaciones manufactureras.

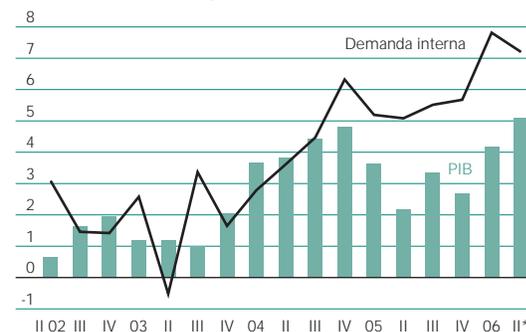
El favorable comportamiento de la industria se ha reflejado en incrementos en inversión. Destaca el rubro de maquinaria y equipo de origen importado que aporta el 38% de la inversión y en los primeros cuatro meses de 2006 ha crecido 17.5% anual. En el primer trimestre, la demanda interna creció por arriba del PIB (7.8% vs 4.2%, respectivamente en series desestacionalizadas). Tanto consumo como inversión crecieron por arriba del promedio desde el inicio de la recuperación en 2002.

Al interior de la demanda interna, en servicios, destacan los relacionados con transporte y comunicaciones así como los servicios financieros. Esta dinámica refleja factores como estabilidad macro, bajas tasas de interés, expansión del crédito, y oferta de nuevos productos. Cabe mencionar que un factor adicional de impulso al crecimiento en la primera parte del año es el proveniente de los excedentes petroleros, cuyo monto contribuyó a incrementar el gasto del sector público. (Ver Artículo: Los Agridulces del Petróleo para México)

¿De dónde vendrá la moderación?

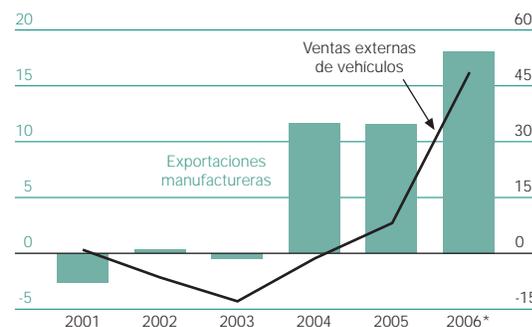
El favorable desempeño de la industria manufacturera, se benefició de la demanda externa y en particular de la dinámica manufacturera

Producto Interno Bruto Variación % anual, ajustada estacionalmente



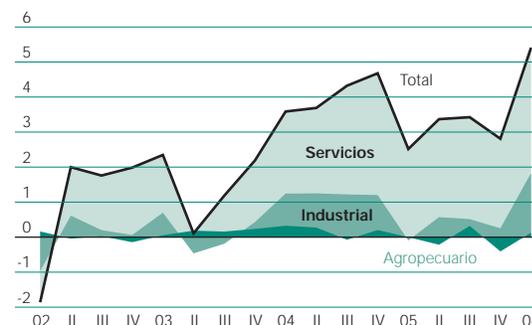
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Exportaciones y Ventas Variación % anual



* Para las exportaciones manufactureras enero - mayo; para las ventas de vehículos enero - abril
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

PIB Var. % anual del PIB, contribución al crecimiento resto de variables



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Producción Industrial

Variación % anual, ajustada estacionalmente



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Depto. de Comercio de EUA

Principales Productos de Exportación

Variación y participación

	Var. % anual		Participación ¹	
	2005	2006*	2005	2006**
Combustibles minerales	37.0	47.9	9.0	10.3
Vehículos terrestres	12.4	38.8	13.4	15.3
Maquinaria eléctrica	12.2	18.5	19.2	20.6
Aparatos mecánicos	-0.2	11.3	12.1	12.4
Instrumental médico	24.8	24.9	13.6	14.2

1 Participación de los productos mexicanos en Estados Unidos
 * Enero - mayo
 ** Enero - marzo
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Depto. de Comercio de EUA

Consumo y Servicios

Variación % anual, ajustada estacionalmente

	1T05	2T05	3T05	4T05	1T06
Consumo privado total	5.61	4.79	5.83	5.33	6.50
Comercio, rest. y hoteles	5.99	1.74	3.07	1.68	3.16
Servicios financieros	5.11	5.47	6.24	6.21	5.63
Transporte y almacenaje	7.83	7.29	6.97	6.26	8.74
Servs. comunales y pers.	2.43	1.45	2.41	2.24	2.50

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

en EUA. Hasta tal punto ha sido la recuperación, que esta tendencia se ha traducido en una mayor participación de los bienes nacionales dentro de las importaciones estadounidenses. Sin embargo, ante el inminente contexto de moderación económica estadounidense, conviene alertar sobre posibles efectos en el sector real mexicano.

La sincronización entre la producción industrial nacional con su contraparte norteamericana aumentó en los primeros meses de este año; la mayor parte de esta sincronía se debe al extraordinario desempeño de la industria automotriz de exportación. La mejora en la dinámica exportadora ha permeado a productos relacionados con la industria automotriz, este es el caso de maquinaria y aparatos eléctricos, combustibles, aparatos mecánicos y otros productos como instrumental médico. La concentración de las exportaciones es evidente: estos cinco grupos representan el 72% de las exportaciones totales¹, y han mostrado una recuperación de la cuota de mercado en EUA respecto a sus principales competidores, principalmente asiáticos.

Dada la concentración de las exportaciones en un número reducido de productos, la moderación estadounidense podrá tener un fuerte efecto en las exportaciones totales: en los primeros meses del año, los cinco principales productos de exportación² aportaron cerca de diez puntos porcentuales del crecimiento en las exportaciones (de un total de 22.8%), de los que 2.7 son por la exportación de vehículos.³

Asimismo, conviene considerar que la mejora en exportaciones no es generalizada: en 25% de los productos se exportó menos en los primeros meses de 2006 en relación al año previo, estos productos se concentran en sectores como el textil, calzado y productos químicos y farmacéuticos, industrias que han resentido sensiblemente la entrada de competidores asiáticos y probablemente estén entre las más perjudicadas con motivo de la desaceleración estadounidense.

¿La demanda interna está preparada?

El consumo de bienes y servicios en la primera parte del año ha observado tasas de crecimiento altas, aunque a su interior persisten desequilibrios: el crecimiento se ha concentrado en servicios y en menor medida en mercancías. Mientras los bienes duraderos (9% de las compras de bienes dentro del país) han crecido a tasas de 14% anual, los no duraderos (42% de las compras) crecen más moderadamente (4.7%). Por su parte, los servicios han mantenido su expansión desde 2003, y han sido la clave de la recuperación del consumo.

La consolidación del consumo y la inversión será decisiva para amortiguar el impacto de la desaceleración estadounidense. Si bien ambos componentes de la demanda interna han mostrado dinámicas comparables con ciclos previos, habrá que estar atentos a factores que podrían limitar la demanda interna como el empleo, las remesas y en menor medida la posible saturación del mercado crediticio para bienes de consumo.

1 La clasificación total incluye 97 grupos de productos.
 2 Estos son: combustibles minerales, vehículos terrestres, maquinaria eléctrica, aparatos mecánicos e instrumental médico.
 3 Variaciones en dólares estadounidenses.

Claves de la demanda interna: empleo, crédito y remesas

En los últimos años el empleo ha sido un elemento importante en la recuperación del crecimiento: se han creado un número récord de empleos⁴ y las tasas de desocupación han disminuido consistentemente desde 2005. Sin embargo, en comparación con ciclos previos, indicadores como asegurados y masa salarial han evolucionado con rezago en el presente ciclo.

En cuanto a la composición del empleo también hay un rezago: pese a que el empleo ha crecido considerablemente respecto a 2005, no alcanza los niveles de generación de plazas permanentes observados en 2000.⁵ La generación de empleos desde mediados del año pasado se ha basado en trabajadores eventuales: actualmente el 42% de los puestos son permanentes mientras que en 2000 eran 75%. La preferencia patronal por trabajadores eventuales podría deberse a factores relacionados con rigideces en el mercado laboral, la importancia de la economía informal y mayor cautela en la contratación de personal ante futuras expectativas de crecimiento.

Por otra parte y pese al extraordinario flujo de crédito bancario a hogares, la posible saturación del mercado podría limitar ritmo de expansión del consumo en los siguientes meses. Finalmente, el envío de remesas que se ha triplicado respecto a su nivel a principio del sexenio, es posible que también resienta el impacto de la desaceleración estadounidense.

Perspectivas

Indicadores adelantados respaldan la expectativa de buen segundo trimestre en actividad, tal es el caso de construcción, establecimientos comerciales y comercio exterior. En el caso de la construcción, esperamos que en el segundo trimestre del año se refleje el efecto de finalización de obras públicas, y en el resto del año la materialización de programas de construcción de vivienda.

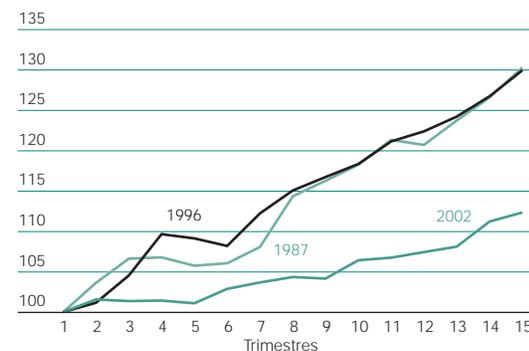
En comercio exterior, la importación de bienes intermedios, ha crecido en el orden de dos dígitos impulsada en buena medida por las exportaciones de maquilas. Cifras oportunas de importaciones de bienes de capital y bienes de consumo apuntan a crecimientos sostenidos; estas tendencias junto con la mayor estabilidad financiera después del proceso electoral señalan un crecimiento en el PIB del segundo trimestre mayor al primero y del orden de 5% en serie original y 4.2% en serie desestacionalizada.

Para la segunda mitad del año, la actividad estará enmarcada en un contexto de moderación económica donde los factores de riesgo estarán relacionados principalmente con la dinámica estadounidense y los precios del petróleo. Por el lado interno factores que moderarán la economía se relacionan con menores asignaciones del gasto a obra pública y menores excedentes petroleros. Habrá que considerar el efecto que el alza en los precios de materiales metálicos de uso industrial (principalmente zinc, cobre, plata y aluminio) tenga en industrias como la automotriz y de la construcción que serán las más afectadas. En conjunto, se estima que el crecimiento anual del PIB en el primer semestre sea de 4.6% y de 4.3% en todo el año (series desestacionalizadas).

4 En los últimos 12 meses se generaron cerca de 830 mil plazas.

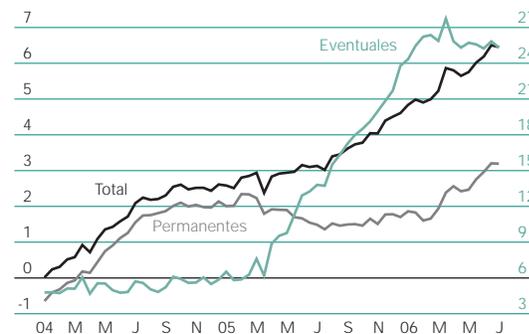
5 Al 15 de julio 2000 se habían generado 560 mil empleos formales; 349 mil en 2006.

Índice de Asegurados Totales Índice = 100 en trimestre de recuperación



Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS

Asegurados en el IMSS Var. % anual, últimos 12 meses, datos quincenales



Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS

Cuadro Macroeconómico de México Variación % anual, series ajustadas por estacionalidad

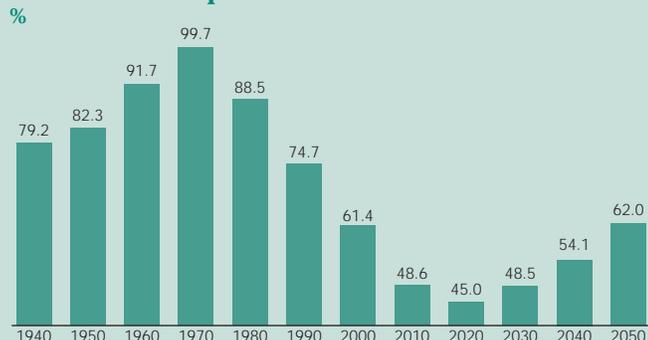
	2004	2005	2006e	2007e
PIB	4.2	3.0	4.3	3.4
Demanda total	6.2	4.6	6.9	4.6
Interna	4.3	5.4	6.6	4.7
Consumo	3.6	4.8	5.9	4.3
Privado	4.1	5.4	5.9	4.6
Público	-0.4	0.3	5.7	1.4
Inversión	7.5	7.6	9.6	6.0
Privada	8.8	9.6	9.7	5.7
Pública	2.5	-0.4	9.6	7.4
Externa	11.7	6.8	11.5	8.2
Importación b. y servs.	11.6	8.6	13.1	7.5

e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Cambio Demográfico: una Oportunidad para Impulsar el Crecimiento

Los cambios demográficos son fenómenos de movimiento lento, pero inexorables. Aunque modificaciones del entorno o políticas públicas (incentivos a la natalidad, salud, políticas de inmigración, etc.) pueden modificar la estructura demográfica, estos cambios tienen típicamente un impacto a mediano y largo plazo más que a corto plazo. De esta manera, la demografía impone unas condiciones que, a corto plazo, están dadas. Dado que la tasa de crecimiento de la población, su estructura por sexo y edad, e incluso su formación, están dadas para los próximos años y son elementos fundamentales que determinan variables económicas tan importantes como la tasa de crecimiento de mediano plazo o la tasa de ahorro e inversión de la economía, su estudio resulta imprescindible para entender las posibilidades económicas. Una característica especialmente favorable en la estructura demográfica de México es la relación entre población en edad dependiente y población en edad de trabajar, es decir la relación de dependencia.¹

Relación de Dependencia



La tendencia a la disminución de las tasas de natalidad y mortalidad modifica la pirámide de población, aumentando gradualmente la anchura de la cúspide. Esta tendencia es inexorable pero gradual y se pasa por un periodo en donde la relación de dependencia es baja. En México esta relación alcanzó su máximo en el año 1970 cuando por cada persona en edad dependiente había uno en edad independiente y su mínimo, según las proyecciones actuales, se observará hacia el año 2020.

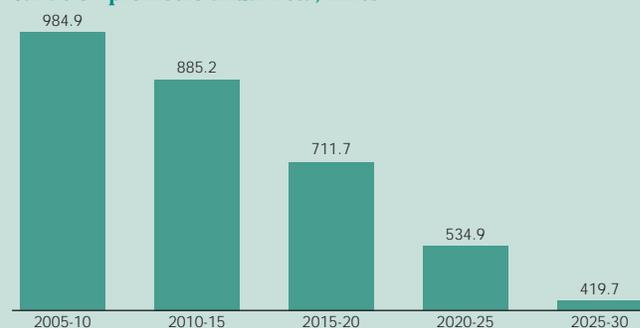
Entre más baja sea esta relación mayor es la posibilidad de aumentar la capacidad de consumo y ahorro de la economía. Es importante destacar que del año 2006 al 2020, la relación de dependencia seguirá descendiendo y alcanzará su menor valor en la historia demográfica

¹ Relación de dependencia = [(Población 0-14 años + Población 65 y más años) / Población 15-64 años]*100.

conocida y comparable: desde 1895. Será una etapa de oportunidad para aumentar el crecimiento, en donde es indispensable incrementar la inversión y ocupar productivamente los recursos humanos disponibles.

Población Económicamente Activa

Variación promedio anual neta, miles



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Conapo

Se estima que en los próximos cinco años la población económicamente activa en México aumentará en promedio en casi un millón de personas por año, cifra que disminuirá gradualmente a lo largo de los siguientes 30 o 40 años. La incorporación de esta población a los mercados formales es un reto, pero también una oportunidad y un atractivo para el crecimiento de la economía, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda.

Población Económicamente Activa en México

1er. trimestre 2006

	Millones	Estructura %
Población total	106.3	100.0
Población de 14 años y más	75.5	71.0 ¹
Población económicamente activa	43.9	58.2 ²
PEA ocupada	42.4	96.5 ³
Empresas y negocios	21.2	50.1 ⁴
Sociedades y corporaciones	9.6	22.7 ⁴
No constituidos en sociedades	11.6	27.4 ⁴
Instituciones	6.0	14.1 ⁴
Privadas	0.8	2.0 ⁴
Públicas	5.1	12.2 ⁴
Sector de los hogares	14.8	35.0 ⁴
Informal	11.8	27.8 ⁴
Trabajo doméstico remunerado	1.7	4.1 ⁴
Agricultura subsistencia	1.3	3.1 ⁴
PEA desocupada	1.5	3.5 ³
Población no económicamente activa	31.6	41.8 ²

- ¹ Porcentaje del total
- ² Porcentaje de la población de 15-64 años de edad
- ³ Porcentaje de la población económicamente activa
- ⁴ Porcentaje de la PEA ocupada

Fuente: BBVA Bancomer con datos de ENOE, INEGI

Para incrementar la producción, es necesario mejorar las condiciones de ocupación de una parte importante de

los actuales trabajadores del país, ya sea por empleos precarios, economía informal, etc. De acuerdo con la Encuesta de Ocupación y Empleo (ENOE) del INEGI, en el primer trimestre de 2006, la Población Económicamente Activa (PEA)² fue de 43.9 millones de personas con 1.5 millones desocupados y casi cinco millones que se declaran disponibles, pero que no buscan empleo por considerar que no lo encontrarán. Con base en esta misma fuente, se estima que hay cerca de 12 millones de personas empleadas en la economía informal. La necesidad y conveniencia de ocupar mejor los recursos humanos es evidente.

Una primera aproximación a la relación entre crecimiento, empleo e inversión se puede encontrar en la evidencia histórica externa e interna. Los países con mayor dinamismo son también aquellos en donde la inversión tiene una alta participación dentro de la economía. El acervo de capital es el resultado de un proceso continuo, en el que las condiciones e incentivos para atraer y retener la inversión (infraestructura, planta productiva, equipamiento, tecnología) no son temporales sino permanentes. En México, también se observa esta relación y las estadísticas sobre trabajadores asegurados en el IMSS muestran una relación estrecha entre el empleo formal privado y la actividad económica.

Comparaciones Internacionales Promedio anual, 2000-2004

	Inversión, % del PIB	PIB, var. % anual
China	39	9.4
Tailandia	27	5.4
Irlanda	25	5.1
Malasia	23	4.4
Nueva Zelanda	23	4.0
Chile	23	3.7
México	20	2.6
Brasil	21	2.0

Fuente: BBVA Bancomer con datos del Banco Mundial

¿Cómo debe evolucionar la inversión para lograr incorporar a los jóvenes que acceden a la edad laboral?, ¿Cuántos de los nuevos empleos debe absorber el sector formal privado para mejorar las condiciones de empleo total?

2 Personas de 14 o más años de edad que durante el periodo de referencia tuvieron o realizaron una actividad económica (población ocupada) o buscaron activamente hacerlo (población desocupada abierta), siempre y cuando hayan estado dispuestos a trabajar en la semana de referencia.

A partir de las relaciones históricas del periodo 1994-1T06³ entre crecimiento-empleo y crecimiento-inversión (R^2 : 0.57 y 0.92 respectivamente) y utilizando como indicador de empleo los trabajadores cotizando en el IMSS) se puede tener una aproximación al esfuerzo necesario para incorporar la nueva PEA al empleo formal privado.

México: PIB, Inversión y Empleo

	PIB, var. % anual	Inversión/PIB, %	Empleo*
1990 - 1994	3.9	18.5	212.5
1995	-6.2	14.6	-130.6
1996 - 2000	5.5	19.0	795.2
2001 - 2003	0.7	19.4	-65.9
2003 - 2005	3.6	20.3	519.9

* Trabajadores asegurados en el IMSS, miles anuales, fin de periodo
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI e IMSS

Bajo la premisa de un millón de nuevos puestos de trabajo necesarios por año y su absorción total por el sector privado formal, esto implicaría mantener una tasa de crecimiento económico promedio de al menos el cinco por ciento en forma sostenida y aumentar la inversión en la economía hacia el 25% del PIB, es decir casi cinco puntos por arriba de lo observado en 2005.

Tasa de Crecimiento Requerida Para:

Absorción*	Empleo**	PIB, var. % prom.	Inversión/PIB, %
75	750	≥ 4.0	22.0
100	1,000	≥ 5.0	24.5
125	1,250	≥ 6.0	26.7

* Del total de nuevos empleos necesarios. %
** Miles de nuevos empleos generados
Fuente: BBVA Bancomer

Desde luego el crecimiento es algo más complicado que unas simples relaciones y este ejercicio es solamente una aproximación sencilla al tema. Es importante el monto de la inversión pero también su calidad y lo mismo se puede afirmar de la mano de obra. El capital humano aumenta con la educación, la salud, la capacitación y el marco normativo para el mercado de trabajo. En este sentido, un tema a revisar son las condiciones legales del mercado de trabajo, que puede inhibir la generación de empleo formal.

Fernando González f.gonzalez8@bbva.bancomer.com

3 En México, el análisis histórico de estas relaciones tiene algunas limitaciones: los ciclos económicos están afectados por crisis financieras, es difícil construir series de empleo total y el cambio estructural generó nuevas relaciones entre variables, por tanto, este trabajo incorporará los últimos 12 años e información del IMSS como indicador de empleo.

¿El Incremento en el Precio de Materias Primas es un Riesgo para la Inflación?...

Precios al Productor: Materias Primas Ramras de actividad seleccionadas, variación % anual

	Dic'05	Jun'06
Precios productor sin petróleo	2.5	7.9
Maquinaria y aparatos eléctricos	0.4	38.2
Construcción	3.5	21.3
Maquinaria y equipo no eléctrico	-3.0	17.6
Motores y partes para autos	-3.3	16.7
Triplay	3.7	16.2
Metálicas básicas	-6.9	13.4
Electrodomésticos	-0.7	12.8
Maíz	-3.5	12.5
Productos metálicos estructurales	-11.1	9.5
Calzado	1.6	9.3
Muebles metálicos	-5.1	9.1
Refrescos	0.3	7.8

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

La evolución de la inflación a lo largo del 2006 ha sido favorable. En los primeros seis meses del año se ha acumulado tan sólo 0.67%, la más baja para un mismo período al menos desde los años sesenta. La subyacente, el mejor indicador de presiones se ha mantenido fluctuando alrededor de la meta de Banxico (3%), incluso con un mejor comportamiento que el año anterior. Estas tendencias responden a la suma de condiciones positivas: mejores precios agrícolas, precios administrados y concertados determinados para lograr el cumplimiento de la meta, inflación en EUA contenida (abaratamiento de precios consecuencia de las ventajas de producción en China). Sin embargo, en el otro lado de la moneda se han observado síntomas que es conveniente revisar: aumentos en los precios de algunos servicios, en un contexto de crecimiento económico y, lo más destacable, el significativo aumento en los precios de las materias primas, en buena parte explicado por la fase expansiva del ciclo económico mundial. Por ejemplo, los precios al productor han pasado de tasas de crecimiento negativas a tasas de crecimiento de dos dígitos en el transcurso del 2006. En este sentido la intención de esta sección es analizar estas tendencias y evaluar si representan riesgos para la inflación.

Inflación Variación % anual



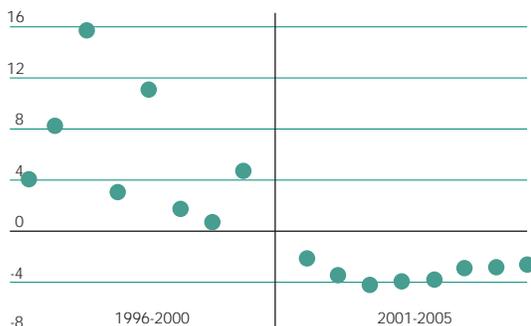
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Costos que no se trasladan

¿Cómo explicar que entre diciembre de 2005 y junio de 2006 los precios al productor aumentaron 5.5 puntos su tasa de variación anual (de 2.5 a 8%), y en el mismo periodo, la inflación subyacente aumentó sólo 0.1 puntos (de 3.1 a 3.2%)? Más aún, el incremento en la subyacente vino esencialmente por sólo uno de sus componentes, servicios de vivienda, ya que en los precios de las manufacturas (agrupados en los subíndices de alimentos y otras mercancías) la tendencia es de estabilidad o incluso de baja.

La ausencia de traspaso entre precios al productor y al consumidor refleja transformaciones importantes en la industria en la última década y el contexto monetario en el cuál se ha desenvuelto el país. Si se divide la muestra en dos periodos, 1996-2000 y 2001-2006, la diferencia entre los precios al productor y al consumidor (utilizando como *proxy* las divisiones de la industria manufacturera) ayuda a descubrir estas transformaciones. En el primer periodo, el traspaso es claro y significativo: en todas las divisiones manufactureras los precios al consumidor fueron más elevados que los del productor; algunos casos, como en productos de madera y químicos, con diferencias de hasta dos dígitos. Para el segundo periodo la historia se revierte, y en todos los casos los precios al productor son mayores que al consumidor, es decir, los incrementos en costos no se han trasladado. Dos posibles explicaciones a este fenómeno serían, primero, un incremento en la productividad: innovaciones tecnológicas, inversiones en bienes de capital y mayor calificación en la mano de obra son las claves para absorber incrementos en costos por materias primas, sin que ello obligue a transferir dichos costos al consumidor final o a reducir la rentabilidad de la industria. A su vez, una manera indirecta de confirmar la hipótesis de mayor productividad es mediante las exportaciones: más productividad debería estar asociada a una mayor capacidad de competir internacionalmente.¹

Traspaso Precios Productor a Consumidor: Mercancías* Diferencia en tasas de variación anual**



* Basado en las divisiones de la industria manufacturera
** Se refiere a la diferencia en puntos porcentuales entre la tasa anual de precios al productor y al consumidor. Cifras positivas reflejan capacidad de traspasar costos al consumidor final, y viceversa
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

1 El efecto del tipo de cambio, cuya apreciación en los últimos años podría incidir negativamente en la competitividad del sector exportador, tendería a diluirse al reconocer su contribución de reducir el costo de los insumos.

La segunda explicación es simplemente el efecto de la competencia: la entrada de China a la Organización Mundial de Comercio (OMC) y en general la apertura comercial nulifican la posibilidad de traslado; ello, aunado a un rezago en la planta productiva, obliga a la industria a reducir márgenes en la industria y/o absorber las pérdidas, en un contexto de un ciclo de recuperación relativamente corto de la demanda. La evidencia favorece a esta segunda hipótesis: las exportaciones no apoyan el argumento de mayor productividad, toda vez que su ritmo de crecimiento en el periodo 2001-2006 es en todos los casos menor al observado en los años noventa, con caída incluso en la cadena textil-prendas y cuero-calzado, así como en productos de madera.

La transmisión de precios desde el exterior, cada vez más importante

Por otra parte, dada la integración industrial entre México y EUA a partir del TLCAN, tampoco es de sorprender la influencia de los precios internacionales, particularmente de ese país, hacia México. Puede decirse que la convergencia de inflación entre ambos países es consecuencia de ello.

Los bienes sujetos a la transmisión de inflación importada representan alrededor del 70% de la inflación subyacente: alimentos (21%) y otras mercancías (32%), así como servicios de vivienda (17%), donde hay una relación directa con los costos de materiales de construcción (vivienda propia y rentada). Al agregar los subíndices respectivos en uno solo y comparar su evolución en ambos países desde inicios de 2002 hasta mediados de 2006 se confirma la relación que guardan entre sí: aunque con variaciones más discretas en EUA, los periodos en los que los precios aumentan o disminuyen en ese país, en México también lo hacen con un rezago de dos a cuatro meses.

Tradicionalmente la respuesta en México a las variaciones en EUA ha sido más que proporcional, aunque en el periodo reciente (junio 2005 a mayo 2006) las presiones al alza en aquél país han generado en México impactos más modestos y rezagados. Sin embargo, también es claro que a medida que aumentan las presiones en la subyacente de EUA, en lo general o por los efectos derivados del encarecimiento de las materias primas se agota la posibilidad de descensos adicionales en la subyacente en México.

La contribución de los volátiles

El segundo elemento que destaca en los resultados de la inflación en 2006 es el favorable comportamiento del subíndice no subyacente. Más allá del componente agrícola —que por su naturaleza e importancia en el INPC será permanentemente una fuente importante de volatilidad—, la política de alineamiento de precios públicos a la meta de inflación ha aislado parcialmente el incremento en el precio final de la energía, una de las materias primas con mayor relevancia.

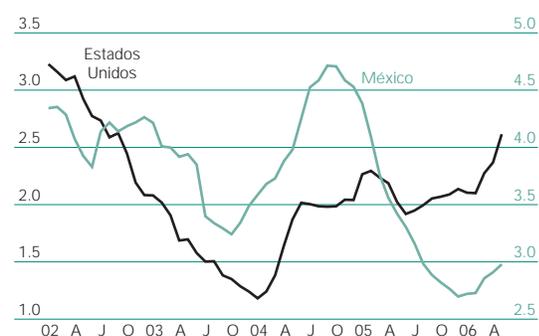
A diferencia de otros años, cuando las tasas de variación de los precios administrados (gas, electricidad y gasolinas) y concertados (transporte público, servicio de agua, etc.) contrastaban con la trayectoria a la baja en el resto de los subíndices, en el primer semestre de 2006 se ha mantenido prácticamente estable en torno al 4.5%. Claro que la contraparte es lo que ha implicado en términos de subsidios dicha estabilidad (Ver Artículo: Los Agridulces del Petróleo).

Manufacturas: Exportaciones vs. Márgenes de Precios

	1996-2000		2001-2006	
	Exp	MP	Exp	MP
Alimentos, bebidas y tabaco	7.6	4.1	6.9	-2.9
Textil, prendas, calzado	18.0	8.3	-3.4	-3.3
Madera y sus productos	2.3	15.7	-5.0	-3.4
Papel, editorial e imprenta	10.9	3.1	5.4	-4.3
Quím. y sus prods. (s/petró.)	10.9	11.0	6.9	-4.7
Minerales no metálicos	13.4	1.8	5.9	-5.1
Prods. metálicos, maq. y eq.	17.8	0.6	3.0	-4.9
Otras manufacturas	18.8	4.7	8.7	-4.1

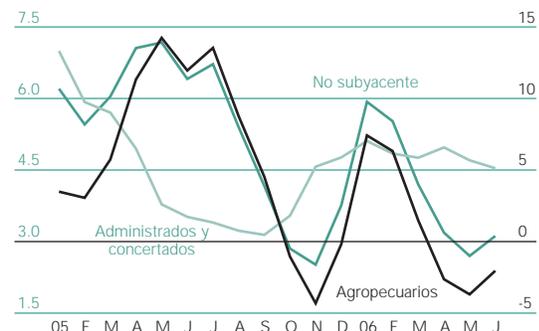
Exp Exportaciones, tasa media anual de crecimiento, %
 MP Margen de Precios, diferencia en puntos porcentuales entre la tasa de variación anual de precios al consumidor vs. productor
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Índice Compuesto Inflación Subyacente* Variación % anual



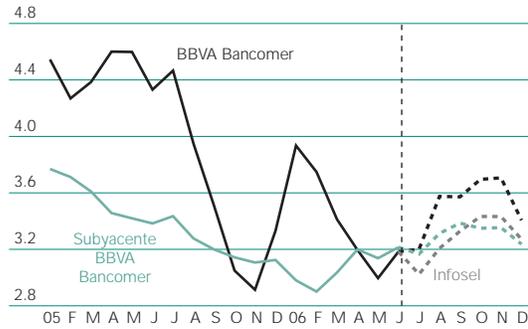
* Construido con subíndices de precios comparables en: alimentos, transporte, ropa, vivienda, equipos de audio y video y productos de esparcimiento
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y BLS

Inflación No Subyacente Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación 2005 - 2006
Variación % anual



Nota: Estimado a partir de julio 2006
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Continuará la estabilidad en los precios

A pesar del fuerte incremento en los precios de materias primas, y la eventual reversión en los precios agrícolas, el panorama de la inflación para el corto y mediano plazo es de relativa estabilidad. La clave será el contexto internacional: una gradual desaceleración en EUA durante el segundo semestre de 2006 y en 2007 podría mantener a la inflación subyacente contenida y eventualmente podría permitir una baja en el precio de las materias primas, lo que reduciría en su conjunto la presión sobre la inflación. Cabe notar que, habiéndose alcanzado en 2005 prácticamente en forma puntual la meta del Banco de México (general 3.3% y subyacente 3.1%, vs. meta de 3%) descensos significativos adicionales serán cada vez más difíciles. Para lograrlo, se necesita avanzar en dos frentes: en la parte real a través de una mayor productividad y competitividad de la economía y en lo monetario al profundizar y consolidar una mayor credibilidad del banco central, adicional a la ya ganada, que permita una reducción de las expectativas de inflación.

Así, nuestro pronóstico es que, al cierre del año, la inflación general se ubique en torno al 3.4% y la subyacente en 3.2%. Sin embargo, en promedios anuales se observa una mejoría con respecto al año pasado. En la inflación general pasaría de 4% al 3.5% y en la subyacente de 3.4% a 3.2%. Para 2007, el panorama es prácticamente de estabilidad, la subyacente mejora marginalmente (3%), en tanto que para la general podríamos ver niveles en torno al 3.5%.

Sorpresas en la Inflación: ¿Qué Nos Dicen?...

¿Pueden las sorpresas de inflación, medidas por la diferencia entre las cifras observadas y las anticipadas por el mercado, contener información útil para explicar la formación de expectativas, o su relación con las tasas de interés?. ¿Son las sorpresas de la primera quincena igual de importantes que las correspondientes para la segunda?. En este apartado se realiza un análisis que contribuya al debate de estos temas.

Indices de sorpresas de inflación (ISI - BBVA Bancomer)

Tomando como referencia la encuesta de expectativas de Banco de México, los errores de pronóstico en estimaciones de inflación general y salarios a un mes, así como la estimación de inflación subyacente (que se solicita cuando el dato está próximo a publicarse) se integraron para construir un Índice de Sorpresas de Inflación de BBVA Bancomer (ISI). El periodo de muestra, restringido por la disponibilidad de información, va desde agosto de 2001 a mayo de 2006. A través del método de coeficiente de variación se tomó al año 2002 como base (enero). Para co-

regir aspectos de ponderación y escalas se normalizaron las diferencias en los pronósticos por medio de su valor absoluto. Las variaciones en el índice se tomaron a partir de la suma de las desviaciones una vez normalizadas. La construcción del índice sigue una metodología similar a la empleada por el BBVA para otros países.

Una pendiente positiva en el índice refleja precios mayores a lo previsto, o sorpresas de inflación "negativas"; a la inversa, si la pendiente es negativa la interpretación es una inflación menor a la esperada, o sorpresas "positivas". La evolución del ISI muestra que, en términos generales, las sorpresas de inflación se han alternado en los últimos años: 2002 y 2004 fueron primordialmente de alza, en tanto que 2003 y 2005 fueron mayoritariamente de baja.

El ISI confirma la importancia de las sorpresas de inflación en la formación de expectativas: tanto las de corto plazo (12 meses) como las de mediano (4 años) incorporan la tendencia de las sorpresas en un plazo de hasta dos meses.¹ Esto fortalece el argumento en el sentido de

que en México, la formación de expectativas de inflación tiene un patrón adaptativo o de racionalidad débil.²

Sorpresas de Inflación y Expectativas



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

En este sentido, no resulta extraño que si los agentes relacionan sorpresas en inflación con cambios en las expectativas, también lo trasladen a las tasas de interés de largo plazo, bien con modificaciones de la expectativa de la tasa de fondeo, bien con cambios en la prima de inflación que demandan los inversionistas. De hecho puede igualmente establecerse una relación directa entre el índice de sorpresas y las tasas de interés de largo plazo.

Sorpresas de Inflación y M10



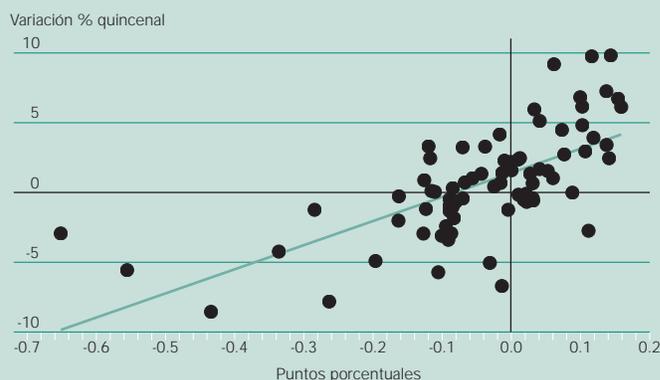
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Diferencias entre primera y segunda quincena

Siendo que los índices de inflación en México son quincenales, al analizar las sorpresas de inflación conviene distinguir entre la primera y la segunda quincena para identificar la importancia relativa de cada una. Para el total del INPC y la mayoría de los subíndices, la mayor parte de las variaciones mensuales se registran en la primera quincena. Los casos más ilustrativos son los subíndices de precios públicos (administrados y concertados), así como de educación, donde las variaciones en la primera quincena son cerca de 30 veces más importantes que en la segunda. Por su parte, los casos donde la diferencia es menos marcada, son los subíndices que tienen que ver con los precios de los alimentos, sobre todo frescos, aunque también los procesados.

Esta diferencia en la importancia relativa de la inflación quincenal según el subíndice tiene al menos dos implicaciones importantes para el análisis de la inflación así como de las sorpresas: primero, las variaciones más relevantes ocurren en la primera quincena; y segundo, en las estimaciones de la segunda quincena el monitoreo de los precios agropecuarios constituye un elemento clave. De hecho, si sólo se analizan los errores de pronóstico de la segunda quincena, es decir, las estimaciones de la inflación cuando el dato está próximo a publicarse³ se observa que éstos guardan una relación cercana con la evolución de los precios agropecuarios: la correlación entre ambos para el periodo 2000-2006 es de 0.68.

Error de Pronóstico Inflación y Precios Agrícolas*



* Error de pronóstico con base en la encuesta próxima al dato publicable (incorpora información de la primera quincena); para los precios agrícolas la variación corresponde a la segunda quincena

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

El ISI una guía útil

El seguimiento de los errores de pronóstico de la inflación constituye una herramienta útil en el análisis sobre la formación de expectativas y la volatilidad de los precios. Así por ejemplo, la construcción de un índice de sorpresas de inflación permite confirmar que las sorpresas de inflación se incorporan con rapidez en las expectativas en particular en las de corto plazo y en alguna medida en las de mediano plazo: para las primeras la correlación es de 0.6 y de 0.4 para las segundas. Por su parte, es útil distinguir entre sorpresas en la primera quincena y en la segunda: unas aplican a todos los subíndices, y las otras están acotadas por la volatilidad de los precios agropecuarios.

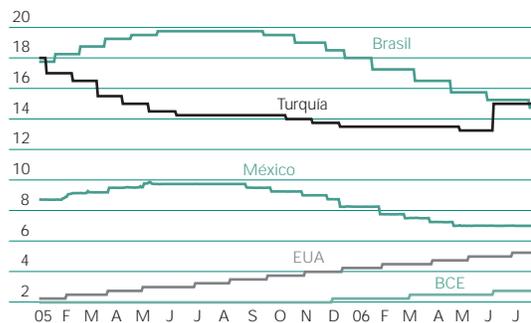
Eduardo Torres

e.torres@bbva.bancomer.com

- 1 Con este rezago los coeficientes de correlación resultaron los más elevados. Para las expectativas de 12 meses se tomó como referencia de ene'00 a jun'06, en tanto que para las de mediano plazo, la muestra inició a partir de que esta pregunta se incorporó en la encuesta de Banxico, en sep'03.
- 2 Revisar Situación México, 1er. trimestre 2005, recuadro de expectativas de inflación.
- 3 La encuesta de Banxico se levanta después del día 20 de cada mes, cuando las cifras de la primera quincena ya son conocidas.

Ciclo Monetario en Economías Seleccionadas

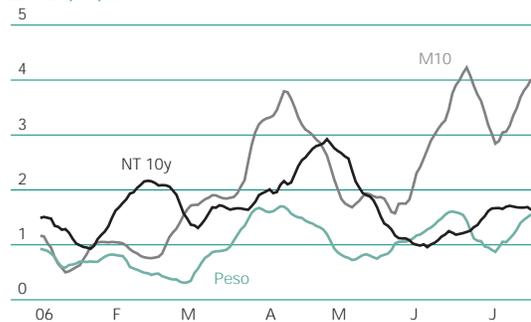
Tasas de interés de referencia, %



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Volatilidad en Mercados Financieros

Coefficiente de variación, desestacionalizado sobre media, %, 2006



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

Fin de Ciclo Restrictivo en EUA y Reacción de Mercados en 2000



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg y Reserva Federal

En Junio de 2004 dio inicio el ciclo monetario restrictivo en EUA de forma tal que el Banco de la Reserva Federal incrementó su tasa de referencia en 17 ocasiones para situarla en 5.25% al cierre de Julio de este año; con ello, pasó de una postura monetaria “expansiva” a una al menos “neutral”. La posibilidad de mantener una política monetaria restrictiva dadas las condiciones económicas de EUA, pareciera que empieza a tener una mayor incidencia sobre las decisiones de los inversionistas internacionales que —junto a conflictos geopolíticos, temores de una fuerte desaceleración y riesgos inflacionarios internacionales respecto a materias primas— pudiera limitar la disponibilidad de recursos financieros para países emergentes.¹

A pesar de la posibilidad de una próxima pausa en el ciclo de alza de tasas en EUA, la volatilidad financiera observada previo a la alza en la Reserva Federal del 29 Junio, pudiera reflejar el sentimiento entre inversionistas internacionales de que el nivel de la tasa de fondos federales alcanzado (5.25%) implica, ya sea un balance de riesgos sobre inflación más pesimista al que se contemplaba meses atrás, o que la política monetaria en EUA ha alcanzado rangos restrictivos para el mercado —que se pudiera prolongar—lo cual tendería a limitar la liquidez internacional y eventualmente tener impactos en la actividad económica.

Más allá de los efectos observados sobre la volatilidad en los mercados financieros en México (véase recuadro), es conveniente preguntarnos bajo este nuevo entorno monetario internacional, cuál podrá ser la tendencia de la política monetaria en México para el resto del año, la probable respuesta sobre las primas de riesgo de nuestro país, los efectos sobre la curva de rendimientos y la evolución del mercado cambiario en el país.

La incertidumbre monetaria en EUA impulsa la volatilidad de mercados emergentes

En la medida en que se registró una mayor probabilidad implícita de que la Fed situara su tasa de referencia por arriba de 5% (29-Jul), se registró una moderación en el apetito por riesgo que motivó un aumento en los *spreads* soberanos y una disminución en los flujos financieros hacia mercados emergentes.² Para el caso de México observamos que a partir de mayo el riesgo soberano (EMBI+) fue incrementándose hasta llegar a 159 pb en junio (vs. mínimos de 95 pb en febrero) y la posición de extranjeros en el mercado de dinero gubernamental disminuyó 10% (equivalente a 1.3 miles de millones de dólares). En este entorno, la paridad cambiaria y la tasa del M10 alcanzaron sus máximos niveles en más de un año y medio: el tipo de

1 Junto a los movimientos de la Fed, también destacan los incrementos en las tasas de interés de referencia en el Banco Central Europeo (75 pb en 8 meses para situarse en 2.75% actualmente), el aumento de 25 pb por el Banco de Japón —el primer movimiento en seis años— y las alzas en algunos países emergentes como Turquía.

2 Conferencia R.G. Rajan del FMI (8-jun-06) en el Banco de España destaca que una disminución en la aversión al riesgo puede sucederse cuándo las perspectivas de bajas tasas de interés motiva a “Hedge Funds” y a Instituciones financieras (v.gr. pensiones) a buscar nuevos mercados para incrementar sus ingresos por desempeño y/o para cubrir obligaciones garantizadas. De esta forma, perspectivas de mayores tasas de interés disminuiría dicho incentivo

cambio peso/dólar pasó de 10.4 ppp mínimo del año (fin de febrero) hasta 11.5 en junio y la tasa del bono a 10 años (M10) repuntó de un mínimo de 7.8% en 2006 hasta 9.7% en junio.

Estos movimientos junto a una pausa formal en el ciclo monetario en México —anunciada desde abril de este año que ubicó la tasa de fondeo bancaria en 7%— implicó un aumento en la pendiente de la curva de rendimiento que manifiesta una mayor incertidumbre local e internacional. Mientras que en el primer trimestre del año, el diferencial entre la tasa del M10 y el fondeo bancario llegó a ser de 270 pb, el promedio de julio se ubica en 168 pb.

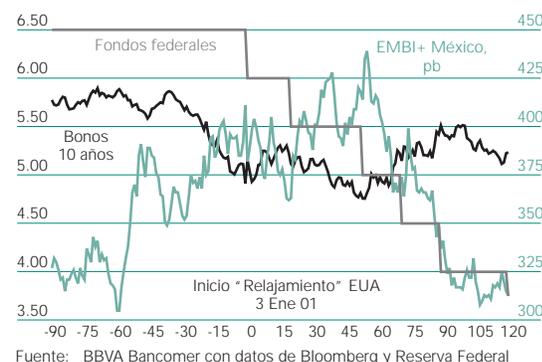
¿Se repetirá la experiencia del año 2000?

Durante el año 2000 observamos un entorno económico similar al que prevemos para el resto de este año. En el plano internacional, la Reserva Federal se aproximaba a una pausa monetaria (mayo del 2000 en 6.5% la cual se prolongó por casi medio año) y, posteriormente, la economía de EUA entró a una etapa de desaceleración (que llevó a la recesión de marzo 2001) la cual fue parcialmente anticipada por caídas en la tasa de los bonos de largo plazo y la consecuente curva de rendimientos invertida (diferencial entre 10 años y fondos federales hasta -150 pb al cierre del 2000 vs. 125 pb a inicios de ese año). Por su parte, en el plano interno, destacó el repunte en la incertidumbre entre inversionistas derivada de la elección presidencial de ese año.

Ambos factores indujeron un incremento en la volatilidad financiera durante la primera mitad del 2000 —similar al que hemos observado en la actualidad en los mercados financieros— la cual se moderó una vez que se confirmó la pausa monetaria en EUA y se dieron a conocer los resultados electorales. Más aún, al materializarse las expectativas de una desaceleración económica en EUA —que se vinculó a un relajamiento de la política monetaria— se registró una menor presión sobre los mercados financieros en México de forma tal que el *spread* de riesgo soberano (EMBI+) en 2000 pasó de 446 en mayo a 305 pb en octubre de dicho año que implicó una apreciación del peso de 10% en ese mismo lapso (de 10.1 a 9.2 ppp).

Si bien, el comportamiento del mercado en 2006 es similar al observado en el 2000, existen diferencias substanciales que favorecen a los mercados en la actualidad. La economía mexicana presenta, hoy en día, una mayor solidez macroeconómica al registrar una inflación cercana a la meta de Banco de México (3% vs. 9% en el 2000), un déficit fiscal reducido (0.1% PIB estimado 2006 vs. 1.1%),³ solvencia en el financiamiento de las cuentas externas (IE, remesas, y reservas internacionales representan 7.2 veces el déficit de la cuenta corriente) y un manejo adecuado de la deuda pública (prepago de obligaciones externas, decisión de reservar amortizaciones hasta mediados 2007 y acotar el riesgo cambiario al reducir el monto de pasivos denominados en moneda extranjera). Por ello, es previsible que ante posible choques externos (p.e. desaceleración EUA y conflictos geopolíticos), la respuesta adversa de los mercados financieros

Fin de Ciclo Restrictivo en EUA y Reacción de Mercados en 2000



Evolución del EMBI+ México: 2000 y 2006 Índice 1 de enero = 100



Evolución del Peso México: 2000 y 2006 Índice 1 de enero = 100



3 Con los precios del petróleo observados, se podría registrar un superávit en las cuentas fiscales en 2006.

Ciclo Monetario en México y EUA



en México sea limitada en comparación al pasado y de corta duración (véase Situación México, Segundo Trimestre 2006). No obstante, la realización de reformas estructurales dotaría de mayor flexibilidad a la economía mexicana y la volvería más competitiva.

Rumbo monetario: ¿Banxico buscará sincronizarse con la Fed en 2006?

El pasado 21 de abril el Banco de México indicó al mercado el inicio formal de pausa después de un proceso de relajamiento monetario que llevó la tasa de fondeo bancaria de 9.75% en agosto de 2005 a 7% en la actualidad. Entre las condiciones que permitieron dicha disminución de tasas de interés, destacan: primero, la convergencia de la inflación tanto general como subyacente a la meta de 3%; segundo, menores presiones desde el 2T05 ante la desaceleración de la demanda en el país; y tercero, la continuación de una elevada liquidez internacional que condujo a mayor demanda por activos financieros denominados en pesos, y por tanto, a una mayor fortaleza de la divisa.

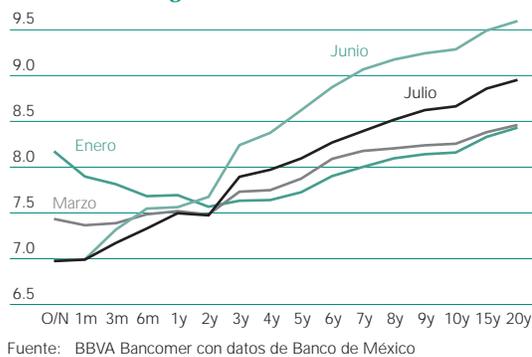
Sin embargo, al visualizarse una mayor volatilidad en los mercados por mayores tasas de interés alcanzadas por la Fed y ante la proximidad del proceso electoral, que se plasmó en una mayor depreciación cambiaria del peso, Banxico optó por evitar un mayor relajamiento de las condiciones monetarias internas a fin de acotar dicha volatilidad. Por su parte, los elevados precios de materias primas y precios al productor; el repunte de precios en EUA —particularmente en bienes comerciables— y las expectativas de inflación doméstica desviadas a la meta (3%) fueron adicionales que redujeron el espacio disponible de nuevas bajas en la tasa de fondeo bancaria.

Es importante destacar que a la fecha llevamos 11 meses en donde la fase de la política monetaria en México (expansiva) no coincide con la de EUA (restricción) haciendo que el diferencial de tasas de interés de corto plazo se estrechara, al pasar de 675 pb en Abril de 2005 a 175 pb actualmente. La descoordinación de ambas políticas tiene sentido en la medida en que los ciclos reales de cada economía difiera (p.e. presiones de demanda, saturación de capacidad instalada) y/o las perturbaciones a la economía afecten de forma asimétrica (v.gr. elevados precios de petróleo beneficia a productores netos como México y perjudica a importadores netos como EUA).

No obstante, consideramos que los elementos que motivaron una descoordinación monetaria ya no están presentes: primero, los choques internacionales en materias primas (v.gr. petróleo) y el choque de liquidez internacional (v.gr. elevados flujos a emergentes) que beneficiaron en una primera instancia al tipo de cambio (peso/dólar) ya fueron descontadas por el mercado de forma tal que el mantenimiento de precios elevados de bienes crudos empieza a incorporarse presiones en precios al productor en el país de forma similar a la registrada anteriormente en EUA. Segundo, las perspectivas del dinamismo económico hacia el resto del año en los países del TLCAN es de una gradual desaceleración. En este sentido, consideramos que hacia delante Banxico mantendrá la tasa de fondeo en 7% en espera de sincronizarse nuevamente con el ciclo monetario de la

Curva de Rendimientos en México

Tasas de interés genéricas, %



Pendiente de la Curva de Rendimientos Bono 10 años menos fondeo bancario, pb



Reserva Federal. Una reducción en la tasa de fondeo bancaria sólo podría ser vista en caso de que renovado dinamismo en los flujos internacionales que se plasmará en una fuerte apreciación cambiaria; bajadas adicionales en las expectativas de inflación de mediano y largo plazos; o la realización de reformas estructurales que impulsarán la productividad en la economía.

Tasas de interés de largo plazo: existe espacio para mayores reducciones en el año

El repunte de la incertidumbre doméstica e internacional durante el segundo trimestre del año fue capturada por incrementos en las tasas de interés de largo plazo del país y, por tanto, por una elevada pendiente de la curva de rendimientos. Desde nuestra perspectiva, los niveles de pendiente alcanzados es mayor a lo que nos sugiere la solidez estructural de la economía, particularmente las perspectivas favorables sobre la inflación de largo plazo, tipo de cambio y riesgo soberano. En este sentido, estimamos que la tasa del M10 ha cotizado entre 50 y 120 pb por arriba de los niveles teóricos (8.0% vs. 8.8% y 9.3% promedio mayo y junio, y 8.5% último dato) lo cual tenderá a disminuir a lo largo del segundo semestre del año conforme los inversionistas recolecten mayor información sobre eventos la dirección monetaria en EUA y asignen una mayor ponderación a la solidez estructural de la economía.

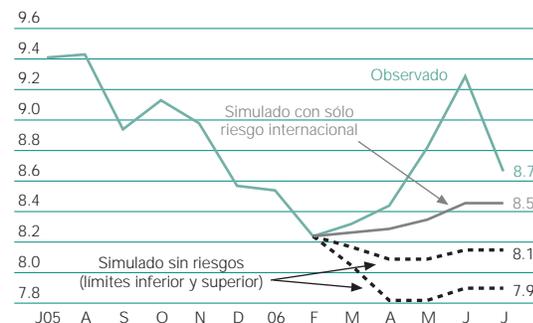
En este sentido, estimamos las tasas de interés de largo plazo (M10) en México tenderían a niveles próximos al 8.2% hacia finales de año; con mayor volatilidad en el tercer trimestre (8.4-9.0%) particularmente antes de que se clarifique el rumbo monetario en EUA (8 de Agosto y 20 de Septiembre) y se concluya con el proceso electoral (6 de Septiembre). Con ello observaríamos un gradual aplanamiento de la curva de rendimiento consistente con: (1) expectativas inflacionarias de largo plazo dentro del rango de tolerancia (Encuesta Banxico establece 3.5% para 3 años); (2) una tasa de interés de corto plazo anclada en 7%; (3) perspectivas de una gradual desaceleración económica; y (4) un próximo anuncio una pausa monetaria en EUA (ya sea en 5.25 o 5.5%) y una tasa del bono del tesoro en niveles próximos a los actuales (5.2% vs. estimado cierre de 2006 y 2007 de 5.2 y 5.1% respectivamente).

Tipo de cambio: posible ciclo de fortaleza, potencial apreciación hacia 10.8 al término del año

Las perspectivas de un cambio en el entorno de liquidez internacional y el proceso electoral han incidido sobre un periodo de volatilidad cambiaria el cual tenderá a corregirse en meses venideros. Si bien, pudiéramos esperar que se mantendrán las fluctuaciones en la paridad peso/dólar a lo largo del tercer trimestre del año (entre 11.2 y 10.8 ppp), es previsible que una vez que se concluya el ciclo restrictivo en EUA —y se establezca el diferencial de tasas de corto plazo con México entre 175 y 150 pb— el peso pudiera situarse en 11.0 ppp al cierre del año, dentro de nuestro escenario base.

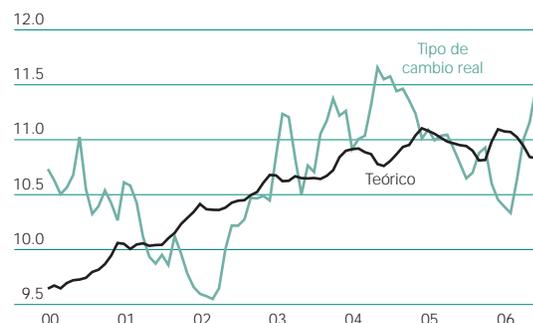
Además de los factores estructurales arriba descritos (diferencial de tasas interés, de inflación y solidez estructural), altos precios del

Tasas del Bono 10 Años % promedio



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Tipo de Cambio Real y Teórico Pesos por dólar, base 2004



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Diferencial de Tasas de Interés de Largo Plazo y Tipo de Cambio



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

Proyecciones Financieras

Fin de periodo

	Optimista	Base: Moderación	Pesimista
Tipo de cambio, pesos por dólar			
3er. trimestre 2006	10.9	11.2	11.4
4to. trimestre 2006	10.8	11.0	12.3
Promedio 2006	11.0	11.1	11.5
Bono M10, %			
3er. trimestre 2006	8.1	8.5	9.3
4to. trimestre 2006	7.6	8.2	10.2
Promedio 2006	8.3	8.5	9.0
Fondeo bancario, %			
3er. trimestre 2006	7.00	7.00	7.30
4to. trimestre 2006	6.75	7.00	8.00
Promedio 2006	7.10	7.20	7.40

Fuente: BBVA Bancomer

petróleo para el resto del año sustenta una acumulación de reservas internacionales elevada y hace posible tanto que observemos niveles históricamente elevados de subasta de dólares por parte de Banxico como la probabilidad de continuar los programas de amortización adelantada de obligaciones del gobierno. Estimamos que el monto total de dólares a subastar en 2006 por parte de Banxico pudiera representar hasta el 50% de la inversión extranjera en el mercado de dinero en el país.⁴

Al confirmarse una pronta pausa monetaria en EUA y diluirse el debate post-electoral, no descartamos el resurgimiento de expectativas favorables para la realización de reformas estructurales en el país que lleve a un optimismo sobre la inversión en activos denominados en pesos. En este caso, no descartamos un sesgo de un peso fuerte hacia el cierre del año entorno al 10.8 ppp en un contexto de reducciones adicionales de las tasas de interés.

Los riesgos de un debilitamiento financiero en el año se encuentran acotados

Consideramos que en la actualidad el principal riesgo proviene de la incertidumbre internacional que provoca entre inversionistas la persistencia de elevados precios del petróleo, los conflictos geopolíticos y las condiciones monetarias internacionales en este contexto. Si bien, nuestro escenario se sustenta en una gradual ajuste en la liquidez internacional ante un paulatino ajuste en el crecimiento (a partir del 3T06) y en una próxima pausa en la política monetaria en EUA; es importante destacar que un ajuste más abrupto en ambas variables —ya sea por una mayor caída en el crecimiento o por mayores incrementos en la tasa de la reserva federal— pudiera asociarse a una disminución acentuada en los flujos de capital hacia economías emergentes.

Si bien, México posee sólidos fundamentales macroeconómicos para hacerles frente y acotar sus efectos sobre la tendencia de mediano y largo plazo, las repercusiones de corto plazo serían de un repunte en el riesgo soberano que se traduciría en mayores tasas de interés (particularmente de largo plazo) y en un tipo de cambio más depreciado (escenario de baja probabilidad por el momento).

⁴ Considerando los actuales niveles del precio del petróleo, estimamos que las reservas internacionales pudieran situarse en torno a 80 mmd (aún considerando el prepago de 7 mmd anunciado por la SHCP) lo cual implicaría que, para el periodo de noviembre 2006 a enero de 2007, el Banxico podría seguir subastando 45 md. Lo cual implicaría que en el año se subastaría hasta 6.8 mmd (0.09% del PIB). Ver PesoWatch, mayo 2006.

¿Qué Originó el Aumento de la Incertidumbre en los Mercados Financieros en México?

Desde finales del primer trimestre de este año, hemos sido testigos de un incremento en la volatilidad de las variables financieras en nuestro país. Una posibilidad es que la gradual intensificación del proceso electoral haya propiciado una mayor aversión al riesgo. Sin embargo, la mayoría de los mercados emergentes también han sufrido severas correcciones. Se considera que la posibilidad de enfrentar un entorno de menor liquidez internacional ante el escenario de más subidas en las tasas de interés en EUA, Europa y Japón, es el origen de la mayor incertidumbre en los mercados. Ante ello, conviene cuantificar la contribución relativa tanto de la política monetaria en EUA, así como el del proceso electoral, sobre la incertidumbre financiera.

La volatilidad financiera es el resultado de la incertidumbre internacional

Se estima la volatilidad a través de modelos GARCH para aproximar los estimados a la incertidumbre financiera.¹ El ejercicio se realiza con datos diarios de enero de 2005 a junio de 2006 de los cambios en el tipo de cambio, Embi+ México, y tasa de largo plazo (M10). Utilizamos nuestro índice de tipo de cambio Latinoamericano y el de JPMorgan para aproximar la incertidumbre en la región.

Como variables explicativas adicionales en la ecuación de la varianza condicional, se introduce una serie que se construye y que captura los cambios en la probabilidad en el mercado de futuros de que en la próxima reunión de la Fed, la tasa de referencia aumente en 25 puntos base. También se incluye una variable que recoja el diferencial en la encuestas entre Felipe Calderón y Andrés Manuel López Obrador: los dos punteros en las encuestas. La idea es estimar si esta variable tiene algún efecto significativo sobre la volatilidad (positivo o negativo). Las ecuaciones de la varianza condicional se representan de la siguiente forma:

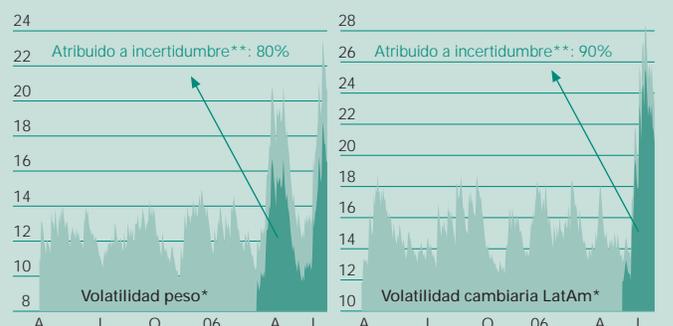
$$\hat{\sigma}_{i,t}^2 = C + \beta e_{i,t-1}^2 + \hat{\sigma}_{i,t-1}^2 + \lambda D_1 + \alpha D_{j,2} + \gamma D_{k,3}$$

donde las variables Ds representan la variable de elecciones, la probabilidad de aumentos de la tasa Fed (para toda la muestra y a partir del 5.0%), y otros factores. Los resultados indican que el proceso electoral no influyó en el aumento de la volatilidad de las variables financieras en México. La mayor incertidumbre se originó en cuanto

se empezó a vislumbrar en el mercado de futuros que la tasa Fed pudiera alcanzar el 5.0% o sobrepasarlo.

Así, el ciclo completo de removimiento de la política monetaria expansiva en EUA no incidió en el nerviosismo de los mercados. La incertidumbre se generó cuando se empezó a percibir que la tasa Fed pudiera estar entrando en rangos más restrictivos. Estimamos que alrededor del 80% del alza en la volatilidad del tipo de cambio se explica por la probabilidad de que la Reserva Federal continúe restringiendo las condiciones monetarias. Asimismo, aunque no se presenta en este recuadro los resultados o gráficas para el caso del Embi+ México y tasa de interés de largo plazo (M10), la contribución estimada es de 90 y 80% respectivamente.²

Volatilidad e Incertidumbre Internacional



* Volatilidad condicional anualizada, GARCH(1,1) incorporando probabilidad implícita de aumento Fed
 ** Volatilidad explicada por incertidumbre monetaria en EUA
 Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Bancomer

Este mismo efecto se observa en los países de Latinoamérica. El 90% del aumento de la incertidumbre se explica por el contexto monetario internacional. De esta forma, se confirma que los ajustes observados en los últimos 4 meses no son propios del mercado mexicano, son comunes en la región

A pesar de no haber sido un factor determinante en el aumento de la volatilidad financiera, el escenario post-electoral va a jugar un papel importante en el grado de ajuste del mercado. No obstante, considerando que la mayor incertidumbre fue resultado del contexto monetario internacional, la magnitud de las correcciones dependerán en mayor medida de que la Fed continúe o no aumentando las tasas de interés.

Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com

1 Modelo econométrico que estima la varianza de los cambios de una variable (sujeta a que esta varianza no sea constante).

2 Ver PesoWatch del 17 de julio 2006.

Un Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala para México

Antecedentes

Las condiciones que marcan el dinamismo de la actividad económica en México han cambiado gradualmente en el transcurso de las últimas dos décadas. Una mayor competencia internacional, y las repercusiones de los avances tecnológicos y de productividad a nivel mundial, son el resultado del proceso de liberalización y globalización en la que ha entrado la economía. Este nuevo entorno, junto a la modernización, desregulación y desintermediación del sistema financiero, la autonomía del Banco Central, y adopción de objetivos de inflación con un esquema de tipo de cambio flexible, definen claramente la nueva estructura del sistema económico en nuestro país. La mayor flexibilidad de este sistema, que se ve reflejado en una menor volatilidad de las principales variables económicas, ha acrecentado la relevancia de algunos factores en la determinación del ciclo económico, como por ejemplo, el de las tasas de interés (de corto y largo plazo) así como el papel que juegan las expectativas.

El desempeño de la economía está sujeto a una gran variedad de choques cuya incidencia no sólo depende de su magnitud y origen, sino también de la capacidad y credibilidad de la política económica para enfrentarlas.¹ El marco teórico que actualmente domina el debate y acción de las autoridades monetarias, supone que sí existe una disyuntiva entre inflación y crecimiento en el corto plazo y que, por lo tanto, es posible incidir sobre la evolución de los precios a través de su influencia sobre las expectativas de los agentes económicos así como en el dinamismo de la demanda (a través de su impacto en la inversión y consumo). Además, impera el objetivo de mantener una inflación estable sobre los demás factores económicos de relevancia; de hecho, es claro que a pesar de que algunos Bancos Centrales no han establecido un sistema de objetivos de inflación, podemos inferir por medio de sus comunicados o decisiones de política que asumen implícitamente este esquema. En el largo plazo, se presume que la estabilidad de precios es una condición necesaria de la estabilidad económica.²

Con el objetivo de dimensionar los alcances de los choques económicos a los que se enfrenta nuestro país, se necesita contar con una herramienta econométrica que refleje este nuevo entorno estructural. Para ello, se ha desarrollado un modelo cuya representación capture los avances del pensamiento y debate económico, el cual esté definiendo la ortodoxia en materia monetaria, y que además proyecte las principales condiciones de la realidad macroeconómica en México. En este artículo, se explota parcialmente el modelo para presentar dos simulaciones de especial interés: el impacto de un incremento no esperado de precios, y el impacto de aumentar el crecimiento potencial.

1 Un choque es una perturbación no esperada y exógena (o independiente) a la dinámica capturada por un modelo económico. El impacto de estos choques dependen de los parámetros y especificación del modelo.

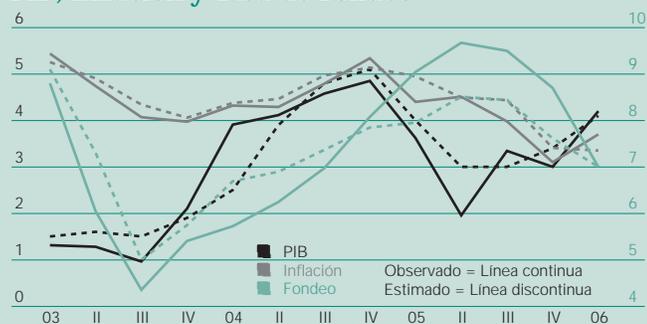
2 Existe una posición contraria, aunque el peso teórico no ha sido tan determinante entre los asesores económicos y hacedores de política, cuya filosofía económica plantea la necesidad de expandir el conjunto de variables objetivo de los bancos centrales. Se argumenta que la estabilidad ha impulsado la formación de excesos económicos y financieros los cuales han cambiado las características de los ciclos económicos (ver White (2005))

Estructura del Modelo

Los detalles de la especificación del modelo macroeconómico para México se presentan en el documento de trabajo "Modelo de Pequeña Escala con Expectativas Racionales para la Economía Mexicana" No. 1 Junio 2006.

El sustento teórico de las estimaciones es la escuela "Nueva Keynesiana", cuyo auge y reconocimiento intelectual han hecho de ésta el modelo de referencia del debate contemporáneo; su marco conceptual se deriva de la incorporación de fundamentales microeconómicos al enfoque tradicional de las curvas IS-LM (que representan la demanda) y de oferta. La estructura de esta generación de modelos supone la existencia del comportamiento óptimo de los agentes (empresas, consumidores y hacedores de política), el cual se produce en un entorno económico en el que existen rigideces reales y nominales (precios) que impiden el desempeño eficiente de la economía. Así, el dinamismo de las principales variables macroeconómicas puede ser capturado con la especificación de tres sectores: (1) un sector que defina el comportamiento del consumo, ahorro e inversión (curva IS - demanda), (2) otro que simplifique la formación de precios de la economía (curva de Phillips - oferta), (3) y finalmente un sector que ejemplifique el comportamiento de política monetaria (regla monetaria), y que permite cerrar el modelo. Con la finalidad de extender y ofrecer una mejor representación del comportamiento de las variables estudiadas para el caso mexicano, se incorporan dos relaciones financieras (tipo de cambio y tasas de interés de largo plazo) que permitirán, a través de las restricciones que imponemos, analizar sobre la dinámica conjunta entre factores macroeconómicos y financieros.

PIB, Inflación y Tasa de Fondo



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Bancomer

En los cuadros se presentan los parámetros del modelo macro con expectativas racionales; los resultados nos permiten concluir que la especificación es consistente,

eficiente y robusta. Se corrobora que la acción del banco central se ha concentrado en influir sobre las expectativas de inflación, pero permitiendo una convergencia gradual que sea congruente con el ciclo de actividad económica. Las expectativas inflacionarias y de crecimiento económico juegan un papel relevante en los ciclos sin dejar afuera la importancia de la persistencia de las variables. Como puede apreciarse en la gráfica, el sustento teórico que de manera agregada estima la ecuación de demanda, oferta y política monetaria, sí provee una representación estilizada del dinamismo de la economía.

	Ecuación 1 (Ec. 1)			Ecuación 2 (Ec. 2)			Ecuación 3 (Ec. 3)				
	Política Monetaria			Phillips			Demanda				
	Trim	Mens	Simul	Trim	Mens	Simul	Trim	Mens	Simul		
ϕ	1.3	2.1	1.7	λ	0.57	0.36	0.51	B	0.36	0.44	0.29
	(11.4)	(3.6)	(1.7)		(7.49)	(1.9)	(2.6)		(4.87)	(2.1)	(3.9)
θ	0.47	0.38	0.56	α	0.39	0.5	0.46	δ	0.58	0.65	0.72
	(4.86)	(1.74)	(3.1)		(11.1)	(7.3)	(3.3)		(2.51)	(6.3)	(4.8)
ρ	0.35	0.5	0.58	τ	0.08	0.13	0.19	μ	0.09	0.01	0.01
	(5.5)	(6.6)	(4.2)		(3.2)	(1.76)	(1.4)		—	—	—
R^2 aj.	0.85	0.8	0.87	γ	0.07	0.02	0.05	Γ	0.61	0.8	0.65
J-est.	0.17	0.12	0.08		(1.4)	(1.6)	(2.9)		(5.5)	(3.9)	(5.1)
				R^2 aj.	0.92	0.85	0.8	η	-0.23	-0.14	-0.06
				J-est.	0.15	0.08	0.11		(-3.75)	(-1.6)	(-1.5)
								R^2 aj.	0.93	0.89	0.86
								J-est.	0.12	0.14	0.09

Ec. 1 $i_t = c + \phi(E_t\pi(t+4) - \pi) + \theta\hat{Y}_t + \rho i_{t-1} + e_t$
 Ec. 2 $\pi_t = \lambda + (E_t\pi(t+4) - \pi) + \alpha\pi_{t-1} + \tau\Delta SR_{t-1} + \gamma\hat{Y}_t + u_t$
 Ec. 3 $Y_t = B(E_t Y(t+4)) + \delta Y_{t-1} + \mu\Delta Y SR_t + \Gamma Y_{t-1} + \eta r(t) + v_t$
 Trim: Trimestral Mens: Mensual Simul: Simultáneo
 Notas: T estadístico entre paréntesis. Estimaciones GMM
 Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Bancomer

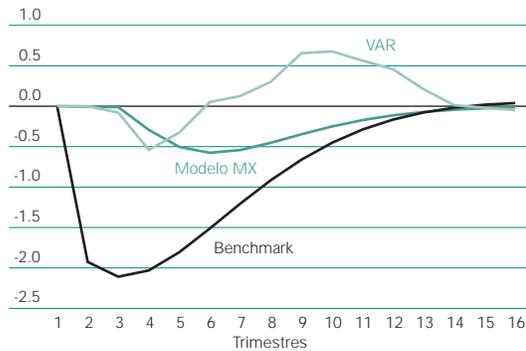
Ecuación 4	Ecuación 5
Tipo de Cambio	Tasas de Largo Plazo
$\Delta S_t = 0.7\Delta S_{t-1} + (i_t^T - i_t^T)$	$i_t^T = E_t(i_t + i_{t+1} + i_{t+2} + i_{t+3} + \dots) / (T+1) + \sigma_t$

i = Tasa de referencia; π = Inflación anual; \hat{Y} = Output gap = $Y_t - \bar{Y}_t$
 $\bar{Y}_t = 0.98\bar{Y}_t + c_t$; r = Tasa de interés real = $i - E_t\pi(t+4)$
 i_t^T = Tasa de interés de largo plazo; Y_t = Crecimiento económico anual
 Y_t^* = Crecimiento económico anual EUA; SR = Tipo de cambio real
 $\Delta SR_t = \Delta S_t - \pi_t$

Donde i_t , \hat{Y}_t y π_t representan la tasa de interés de corto plazo controlada por el banco central, el output gap e inflación respectivamente (e_t , u_t , v_t y σ_t simbolizan los choques de las ecuaciones e \bar{Y}_t es el crecimiento del PIB potencial; de este último, se asume que su proceso estocástico está en el límite entre fluctuaciones permanentes y convergencia muy gradual al equilibrio). E_t es el operador de expectativas condicional a la información disponible en t , o expectativas consistentes con el modelo. Es decir, con datos trimestrales $E_t\pi(t+4)$ es la expectativa de la inflación en un año (4 trimestres adelantados). Dado que el modelo también se obtiene con información mensual, las expectativas a un año reflejarán la proyección a 12 meses $E_t\pi(t+12)$.

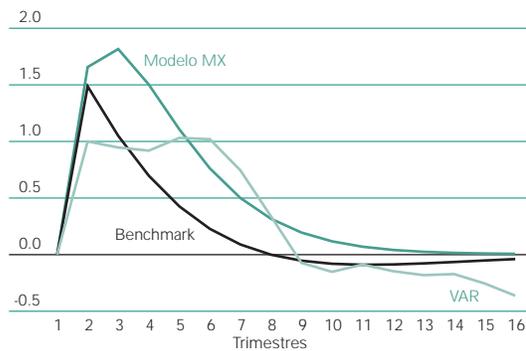
Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com

Respuesta a Choque de Oferta (RCO): Demanda



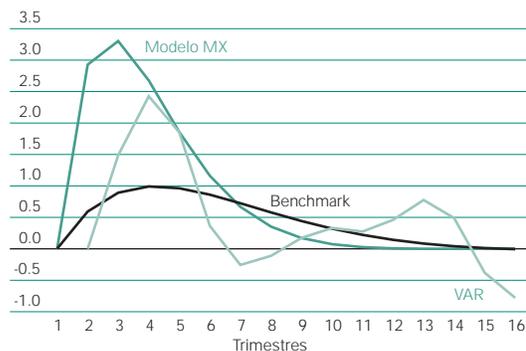
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Bancomer

RCO: Inflación



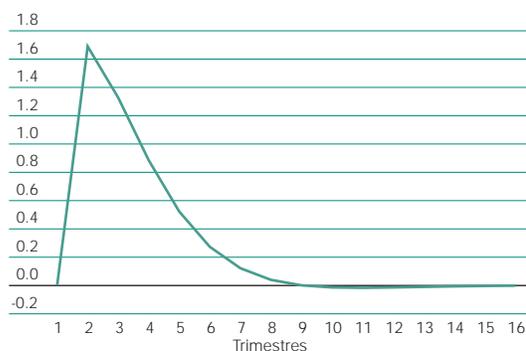
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Bancomer

RCO: Política Monetaria



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Bancomer

RCO: Tasa de Largo Plazo



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Bancomer

Transmisión de choques macroeconómicos Simulación 1: Choque negativo de oferta con impacto en precios

El modelo econométrico nos permite analizar el comportamiento económico y financiero ante diferentes choques. Por ejemplo, cambios inesperados en la ecuación de oferta, es decir, aumentos o caídas de los precios no explicados por las condiciones productivas y presiones de demanda de la economía, continuamente son una fuente de riesgo de la inflación de largo plazo en México.

La experiencia más reciente ocurrió en 2004. Aumentos constantes en los precios agropecuarios distintos a frutas y verduras y en los bienes y servicios administrados y concertados, pusieron en riesgo la convergencia inflacionaria proyectada para el 2005. La inflación anual no subyacente pasó de 4.66% en diciembre de 2003 a 8.9% en noviembre de 2004; esto implicó un incremento de más de 1.4% en la inflación general así como de las expectativas de inflación. El Banco de México, con la intención de evitar que este choque contaminara el resto de los precios de la economía —la subyacente fluctuó entre 3.60 y 3.84% en ese periodo— inició un ciclo monetario restrictivo al aumentar el corto en varias ocasiones y permitir que la tasa de fondeo bancaria mantuviera una tendencia alcista.

Con el fin de intuir sobre el comportamiento de las principales variables macroeconómicas ante un nuevo choque negativo en la formación de precios, simulamos un choque estocástico en la ecuación de oferta que implique un aumento no esperado de 1.0% en sólo un trimestre. Las gráficas presentan la dinámica de la economía ante esta perturbación transitoria (puede representar la transmisión de aumentos en los precios agrícolas, energéticos o cambios en la estructura competitiva del país). Además, se compara esta dinámica con las obtenidas de aplicar un modelo VAR y de un modelo benchmark utilizado por McCallum (2001) para EUA, en el cual las expectativas de inflación y del crecimiento económico dominan la dinámica del modelo.

La respuesta de la inflación muestra bastante inercia, similar a la del VAR. Pero además de seguir una trayectoria muy paulatina, el primer impulso genera una mayor propagación de la espiral inflacionaria que en el modelo benchmark: mientras que en nuestra especificación la inflación se incrementa en más de 1.8 unidades, ésta es de 1.5 en el modelo de McCallum. La persistencia de la inflación propicia que tarde poco más de 8 trimestres en converger (contra 7 trimestres de la especificación de McCallum). Hay que señalar que en el modelo benchmark no hay respuesta directa de la política monetaria al output gap y no hay persistencia en la ecuación de demanda, por lo que es natural observar que tanto la inflación como las expectativas caigan más rápidamente e impidan una escalonada en los precios más intensa. En el proceso de formación de precios del modelo para México, se asimila, por un lado, que no se permitirá una caída abismal de la demanda agregada, por lo que el valor esperado de la inflación aumenta en el corto plazo (de ahí que el ascenso inicial en los precios se retroalimente). Por otro lado, la mayor gradualidad de la misma inflación, del tipo de cambio (pass-through), y tasas de interés, añaden lentitud a la convergencia.

La tasa de interés de corto plazo responde de manera inmediata y con una magnitud considerable al aumento no esperado de la inflación, ya que ésta se acelera en un principio por la intensa pérdida de valor del peso (nominal y real). El tipo de cambio se deprecia como resultado de mayores expectativas inflacionarias que se ve reflejado en mayores tasas de interés. Esta lentitud de la trayectoria de la inflación para aproximarse nuevamente al equilibrio de largo plazo es consistente con modelos que únicamente incorporan rezagos (o asumen expectativas adaptativas) en la ecuación de oferta. La diferencia radica en que este modelo semi-estructural que se propone para México captura el efecto que la espiral inflacionaria genera en las expectativas de corto plazo. Éstas se ajustan una vez que la política monetaria ha hecho su trabajo. Es decir, a partir del segundo trimestre, la inflación converge más rápido que en una especificación que no toma en cuenta el dinamismo de las expectativas. Las tasas de interés de largo plazo también anticipan una caída de los precios, por lo que sólo aumentan en los primeros trimestres.

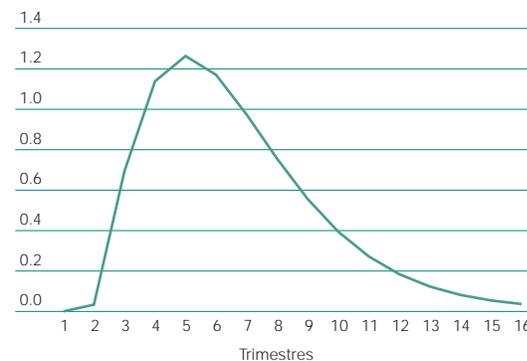
Antes que nada, estos resultados confirman que la persistencia de la inflación ha disminuido con relación a otros periodos de análisis. La diferencia entre la dinámica de los precios obtenida en este documento y la que se observa en estudios para otros países no es tan significativa. También es cierto que la mayor lentitud para mitigar un choque como el simulado en este modelo es el resultado de la estructura económica del país; las distorsiones que afectan la flexibilidad en distintos mercados de la economía afecta el grado de transmisión de precios volátiles a los no volátiles, por lo que las expectativas de largo plazo siguen dependiendo en gran medida de la evolución actual de la inflación. Finalmente, la demanda agregada tarda 2 trimestres en desacelerarse debido a que es compensada en el corto plazo por la depreciación de la moneda.

Simulación 2: Aumento del crecimiento potencial

En la actualidad, el debate sobre la necesidad de mejorar la eficiencia económica y así aumentar el bienestar de la población en nuestro país es bastante exhaustivo. Independientemente de que no existe una sola receta para incrementar la productividad y riqueza de nuestra economía, sí se han planteado una serie de propuestas en diferentes foros que intentan marcar la pauta para resolver los problemas estructurales a los que se enfrenta.³ El principio último de las distintas medidas formuladas es el de ampliar las capacidades productivas del país que estimulen el crecimiento potencial de largo plazo.

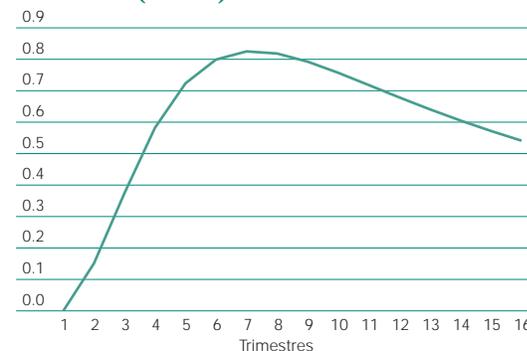
Como ejercicio adicional, y ante la motivación de anticipar las consecuencias macroeconómicas que se derivarían del impulso de las reformas económicas, se simula el efecto de un aumento de 1.0% del PIB potencial. Claramente, este incremento sería el reflejo de una transformación a nivel microeconómico que elimine obstáculos a la inversión y competitividad de las empresas. Nos referimos a mejoras en la recaudación fiscal, consolidación de la estabilidad macroeconómica, viabilidad del sistema de pensiones, asegurar el abasto de energía, formación de capital humano, fortalecimiento del

RCO: Tipo de Cambio Real



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Bancomer

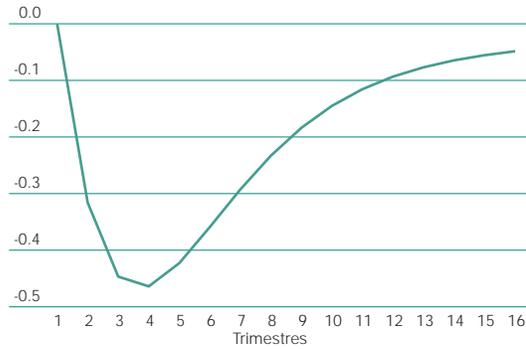
Respuesta a Choque de Crecimiento Potencial (RCCP): Producto Interno Bruto



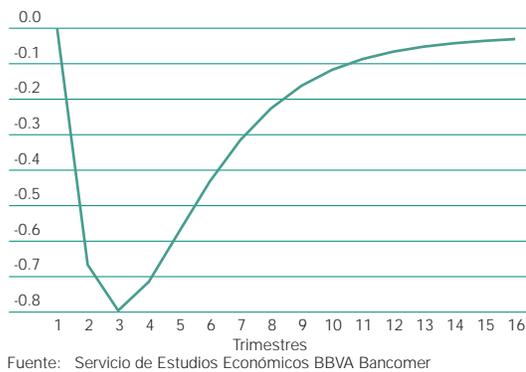
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Bancomer

3 Por ejemplo, ver Serie Propuestas BBVA Bancomer, en particular, el número especial de enero de 2006.

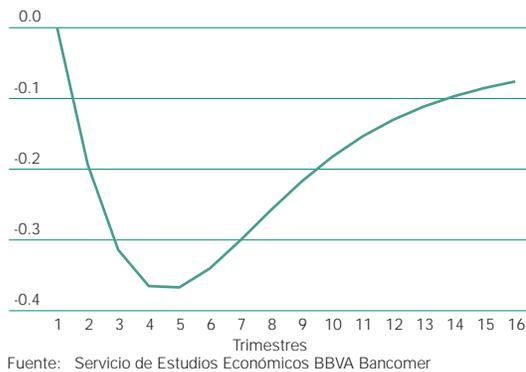
RCCP: Inflación



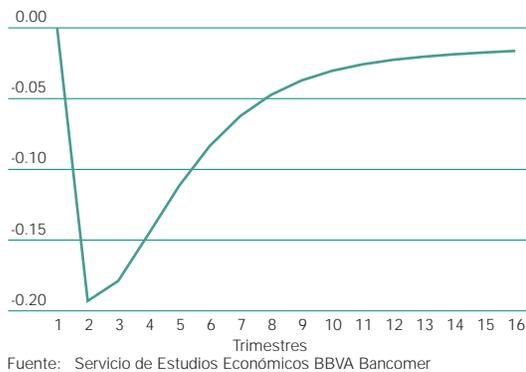
RCCP: Política Monetaria



RCCP: Tipo de Cambio



RCCP: Tasa de Largo Plazo



estado de derecho y competencia, que en su conjunto aumenten el uso eficiente de los factores de producción en nuestro país (y que generen como mínimo un punto porcentual adicional al crecimiento potencial de largo plazo actual de entre 3.0 y 3.5%).

Esperaríamos que un mayor crecimiento del PIB potencial (en este caso de un punto porcentual adicional), se traduzca en un mayor empleo e impulso para la demanda. Ante la simulación de un choque de esta magnitud en el modelo, la demanda agregada se incrementa en casi 0.9% (del nivel de crecimiento de equilibrio) y se queda en niveles por arriba de 0.5%. Los precios caen y permanecen por debajo del promedio de largo plazo por más de 2 años. Esto da margen a un proceso de apreciación cambiaria y de menores tasas de interés. La tasa de referencia tendría margen para disminuir casi 100 pb. La tasa de largo plazo no cae tanto como resultado de un mayor dinamismo económico que es el elemento que hace que todas las variables del sistema converjan.

En síntesis, ante un escenario de esta proporción, se propiciaría un mayor bienestar al generarse un mayor impulso a la demanda e inversión (adicional a la necesaria para incrementar el crecimiento potencial y productividad) a través de menores tasas de interés, que no genera presiones inflacionarias ya que el nuevo PIB potencial lleva a una menor inflación e impide que se origine este efecto. Es relevante señalar que implícitamente y dentro del marco teórico del modelo, se asume que a lo largo del aumento del crecimiento potencial, éste excede el dinamismo de la demanda interna, factor que es determinante en la caída de la inflación y del espacio de baja de las tasas de corto plazo. La tasa de interés real en este ejercicio converge a su equilibrio de largo plazo. En este horizonte, sin embargo, o en caso de que exista una retroalimentación inmediata entre oferta y demanda, la tasa de interés real de equilibrio debería aumentar a un nivel consistente con el crecimiento potencial. Sin embargo, dado que en la práctica la inflación también cedería como resultado de una mayor productividad ante el uso más eficiente de los insumos productivos, y de que ante este escenario las primas de riesgo inflacionarias y de riesgo en las tasas de interés de mayor plazo se reducirían, el Banco Central tendría margen para acomodar su política monetaria ante estos cambios estructurales. Ello implicaría que en el corto plazo observaríamos una menor tasa de interés nominal y real, ésta última revirtiendo en el largo plazo a un equilibrio probablemente mayor.

Conclusión

Dentro de las simulaciones que permite este modelo, las dos presentadas en este artículo nos alertan sobre las consecuencias de enfrentar choques considerables de oferta que no sean enfrentados con anticipación y así evitar que se construya una espiral inflacionaria. También, nos instruye sobre los posibles beneficios de impulsar una política estratégica que desarrolle las capacidades productivas de la economía y minimice la variabilidad de los ciclos económicos.

La especificación del modelo macroeconómico produce trayectorias acordes con la teoría y proceso empírico, además de permitir soluciones consistentes, eficientes y únicas. Asimismo, capturan

apropiadamente la dinámica de la inflación, crecimiento, y política monetaria. En esta última, corroboramos que la acción del banco central se ha concentrado en influir sobre las expectativas de inflación, pero permitiendo una convergencia gradual que sea congruente con el ciclo de actividad económica.

A pesar de las posibles extensiones que sin duda mejorarían la especificación de este modelo, la estructura actual sí es capaz de capturar la dinámica de las principales variables económicas y permite elaborar sobre diversos cuestionamientos analíticos. El presente modelo servirá de herramienta tanto en la generación de escenarios stress (petróleo, desaceleración de EUA, etc.), así como de benchmark de los pronósticos macroeconómicos de BBVA Bancomer para México.

Bibliografía

Clarida, Richard (2001). " *The empirics of Monetary Policy Rules in open economies* ". NBER working paper 8603.

Hernández Z. Ociel (2006). " *Transmisión de choques macroeconómicos: modelo de pequeña escala con expectativas racionales para la economía mexicana* ". Doc. de trabajo BBVA Bancomer, No.1 Julio 2006.

McCallum B.T (1998). " *Solution to linear rational expectations models: A compact exposition* " Economic Letters 61: 143-147.

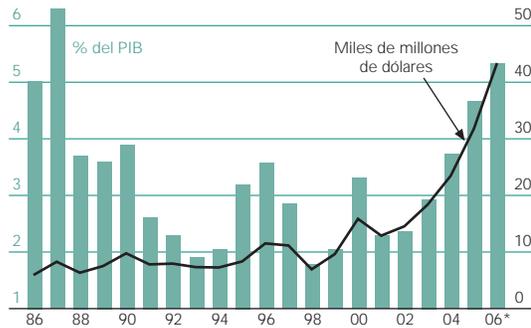
McCallum, B.T. (1999). " *Role of minimal state variable criterion in rational expectations models* ". International Tax and Public Finance 6: 621:639.

McCallum B.T. (2001). " *Should monetary policy respond strongly to output gaps?* " American Economic Review, Papers and Proceedings 91:258-262.

White, William R. (2006). " *Is prices stability enough?* ". BIS working paper 205.

Los Agridulces del Petróleo para México

Exportaciones Petroleras



* Estimado con promedio observado enero-junio
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

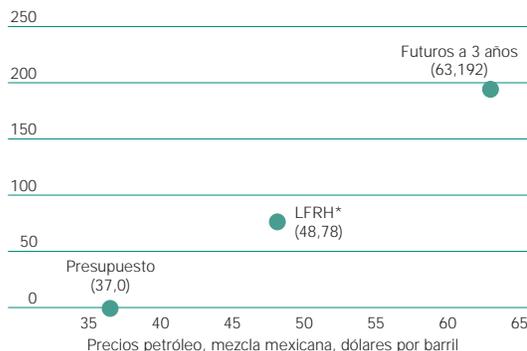
Impacto del Petróleo en Cuentas Externas

Rango precios posibles	Precio ¹	Exporta. ² mmd % PIB	Bal	Cta.corriente mmd % PIB
Histórico*	34.4	23.9 3.5	-20.2	-19.2 -2.5
Presupuesto	36.5	25.3 3.7	-18.6	-17.5 -2.3
LFRH**	48.1	33.4 4.9	-9.6	-8.5 -1.1
Ene-jul 2006***	54.4	37.7 5.5	-4.7	-3.6 -0.5
Futuros 3 años	62.9	43.6 6.4	1.9	3.0 0.4

1 Dólares por barril
2 Exportaciones de crudo, con plataforma de exportación de 1.9 millones de barriles diarios. Excluye petrolíferos
Bal Balanza comercial, miles de millones de dólares
* Promedio 1968-2006. Valuado a precios de 2006
** Ley Federal de Responsabilidad Hacendaria
*** Coninformación al 21 de julio
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Bancomer

Potencial de Ingresos Petroleros Excedentes 2006

Ingresos excedentes, miles de millones de pesos



* Estimado según fórmula establecida en Ley Federal de Responsabilidad Hacendaria
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Tras una trayectoria de alza prácticamente sin interrupción en más de cuatro años, los elevados precios del crudo han dejado de ser una novedad. Ante la frecuencia con la que se alcanzan nuevos máximos históricos, en un contexto donde las fuertes fluctuaciones de oferta y demanda se aderezan con un componente permanente de inestabilidad política en las principales regiones productoras, el escenario más probable de corto y mediano plazo seguirá siendo de cotizaciones elevadas (ver sección entorno internacional). Precios altos implican ingresos adicionales para las cuentas externas, para las finanzas públicas, recursos para los estados y soporte para el peso. Pero también implican distorsiones en los precios relativos por los importantes montos de subsidios, por ejemplo en las tarifas de luz, y los precios del gas y las gasolinas. Esto sin considerar los efectos perjudiciales sobre la actividad económica internacional, que por el momento no se han materializado pero que podrían eventualmente transmitirse al país (ver recuadro). En ese contexto, las preguntas que surgen son: ¿cuál es el balance final, positivo o negativo?, ¿Cuáles son los riesgos? En este artículo se presenta un análisis de los beneficios y los costos que representan para México la coyuntura del mercado petrolero.

Lo dulce: aumento considerable de flujos

El pronóstico oficial para el precio de la mezcla mexicana de crudo durante 2006, promedio de 36.5 dólares por barril, ha quedado ampliamente rebasado, y junto con éste, las expectativas de ingresos petroleros. En lo que va del año, hasta el mes de julio el promedio de la mezcla es de 54 dpb. En términos de las cuentas externas, cada dólar de incremento sostenido en el precio del barril de crudo equivale a cerca de 800 millones de dólares anuales en ingresos por exportaciones.

Así entonces, si la cotización se mantuviera el resto del año dentro del promedio observado entre enero y julio, los ingresos externos adicionales respecto a lo estimado en el Presupuesto ascendería a cerca de 12 mil millones de dólares, y el déficit en la cuenta corriente medido como proporción del PIB se ubicaría en torno a 0.3%. Si en cambio el precio se ubica, como lo marcan los futuros a tres años, en 63 dólares por barril, los ingresos extraordinarios sumarían 18 mil millones de dólares y la cuenta corriente terminaría el año con un superávit equivalente a 0.6% del PIB. En cualquier caso, 2006 será el año de mayores ingresos por exportaciones de petróleo en prácticamente dos décadas.

En lo que respecta a los ingresos fiscales, al cierre del primer semestre los excedentes petroleros llegaron a 38 mil millones de pesos; para el segundo semestre el monto probablemente será mayor, aunque el abanico de posibilidades es aún amplio dependiendo de la cotización del crudo en lo que resta del año (periodo mayo-octubre para efectos fiscales). Así por ejemplo, con un precio promedio en 2006 cercano a los 50 dólares por barril, los excedentes de crudo sumarían alrededor de 80 mil millones de pesos; si en cambio la cotización promediara 55 dólares los excedentes podrían alcanzar los 130 mil millones de pesos. Medidos como proporción del PIB, los escenarios descritos colocarían a los excedentes entre 1 y 1.5%. En un caso extremo, si los precios llegaran a un promedio anual próximo a 65 dólares, los excedentes podrían representar hasta 2% del PIB.

Cualquiera que sea el nivel que alcance la cotización, es evidente que los ingresos petroleros tendrán una importante contribución no sólo para fortalecer la posición financiera del sector público (incluyendo pagos anticipados de deuda) sino también para reducir el déficit en las cuentas externas, apoyar al peso, dar un impulso a la demanda agregada, e incluso reducir la prima de riesgo del país (aunque sólo temporalmente). Para el 2006 se podría observar un moderado superávit en las finanzas públicas, por primera vez en más de una década.¹

Lo amargo: ¿Cómo se gasta?

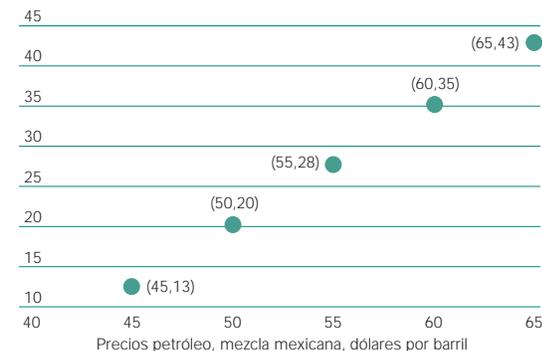
La contraparte de los beneficios petroleros es el haber privilegiado su utilización en gasto corriente más que de inversión. Los subsidios a la energía y los combustibles son una muestra. Un cálculo directo a partir de la diferencia entre el precio internacional y el doméstico revela, para el caso del gas por ejemplo, una pérdida para el erario de 2.6 mil millones de dólares en 2005, y 0.7 mil millones en los primeros cuatro meses de 2006. En la electricidad, el subsidio en ambos periodos asciende a 2 y 0.5 mil millones respectivamente. Tomados en forma conjunta, ambos subsidios representaron en 2005 alrededor de 0.6% del PIB, significativamente inferiores a lo obtenido por ingresos extraordinarios.

En las gasolinas el análisis es distinto, pues tradicionalmente los precios en México han sido mayores a los que se pagan en EUA. Puede interpretarse sin embargo como un costo de oportunidad: el monto de impuestos que dejó de recaudar el gobierno por no incrementar el precio de las gasolinas en la misma proporción que en el exterior (para dejar el diferencial constante en términos relativos), ascendió a 1 y 0.5 mil millones de dólares aproximadamente en 2005 y el periodo enero-mayo de 2006 respectivamente. La contraparte, un efecto favorable que también habría que tomar en cuenta, sería una menor inflación, al no haber trasladado al consumidor el aumento en los precios de referencia internacionales.

1 El último superávit fiscal, de acuerdo a la definición tradicional se observó en 1993 (0.6% del PIB); en esta ocasión podría representar cerca de 0.2% del PIB.

Precios del Crudo e Ingresos Excedentes a Distribuir a Entidades Federativas

Ingresos excedentes, miles de millones de pesos



* Asume que, en promedio, por cada dólar de aumento en el precio de la mezcla respecto a lo presupuestado, los recursos a las entidades aumentan en 1.5 mil millones de pesos

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Estimación Excedentes Petroleros e Impacto en Finanzas Públicas*

	Precio petróleo, dpb		Ingresos petroleros, observado			Impacto en finanzas públicas***		
	Observado	Diferencia**	mmd	% PIB	% ingresos totales	mmd	% PIB	% ingresos totales
2000	24.6	9.1	41.6	7.2	33.1	5.9	1.0	4.7
2001	18.6	0.6	41.4	6.7	30.4	-0.1	0.0	0.0
2002	21.2	5.7	42.5	6.5	29.6	3.6	0.6	2.5
2003	24.8	6.5	49.4	7.7	33.3	4.6	0.7	3.1
2004	30.9	10.9	56.5	8.3	36.0	8.1	1.2	5.2
2005	42.6	15.6	66.7	8.7	37.3	9.6	1.2	5.4
2006 ^a	54.4	17.9	73.1	8.9	40.7	12.4	1.5	6.9
2006 ^b	62.9	26.4	79.0	9.6	44.1	18.3	2.2	10.2

2006^a Con base en promedio observado enero-julio

2006^b Con base en futuros 3 años

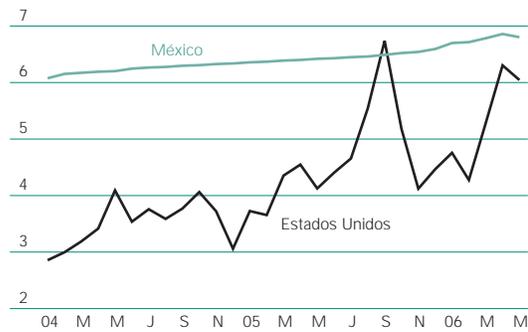
* Considera sólo petróleo crudo (excluye petrolíferos)

** Diferencia vs. presupuesto

*** Del diferencial de ingresos petroleros contra presupuesto

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Bancomer

Precio Gasolinas*
Pesos por litro



* Promedios ponderados entre alto y bajo octanaje, y para México, entre consumo por región (interior vs. frontera); para EUA toma como referencia la zona del Golfo

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Habría que considerar también que si bien las reglas para distribuir los excedentes tienen como criterio privilegiar el gasto en inversión (Pemex 50%, Fondo de Estabilización Ingresos Petroleros 25%, Inversión en Entidades 25%), en la práctica no hay un órgano de control que garantice el uso de los recursos a nivel estatal y municipal en proyectos de infraestructura. Por ejemplo, según cifras del INEGI,² entre 2001 y 2004 los ingresos brutos estatales crecieron 18.5% en términos reales; en dicho periodo, las obras públicas aumentaron 2.1% real, y el gasto corriente lo hizo en 21.4%.

¿A cuánto podrían alcanzar los recursos excedentes en las entidades federativas? En 2005, cuando los precios del crudo resultaron casi 16 dólares mayores a lo presupuestado (42.6 vs 27 dólares por barril), los recursos transferidos a las entidades por concepto de ingresos excedentes (25% del total, una vez descontados gastos no programables) sumaron 22 mil millones de pesos; es decir casi 1.5 mil millones de pesos por cada dólar en el precio del crudo por encima de lo proyectado.³

Un balance positivo... hasta ahora

Si hay que cuantificar el efecto neto, saltan a la vista los efectos favorables para la economía mexicana derivados de los altos precios del crudo: fortaleza en finanzas públicas, mayores recursos para Pemex, cuentas externas prácticamente en equilibrio, impulso al crecimiento de la economía vía mayor gasto público, y fortaleza del peso; pero también debe destacarse el costo de oportunidad de no haber dedicado una mayor proporción de estos ingresos en mejorar la capacidad productiva de Pemex, a inversión pública, o al fondo de estabilización. Lo negativo es la acumulación de riesgos de un freno en la actividad económica en EUA, así como las presiones latentes en la inflación, hasta ahora contenidas por la existencia de subsidios.

Haciendo un balance, si se suman los ingresos brutos (hasta 2% del PIB) y se deducen los costos por subsidios (hasta 1% del PIB), el resultado es un monto de excedentes petroleros equivalente a 1% del PIB, lo cual podría permitir para el 2006 un superávit en las finanzas públicas, así como un impulso a la actividad económica.

Por una visión de largo plazo

Es previsible que la volatilidad en el mercado petrolero continúe en el corto y mediano plazo, y que los precios se mantengan en niveles elevados. Es importante sin embargo, no perder la brújula, y que en la administración de estos ingresos extraordinarios se privilegie la visión de largo plazo. Los ingresos petroleros, y especialmente sus excedentes, deberían ser destinados principalmente a inversión o ahorro, son extraordinarios en su origen por tanto también deberían de serlo en su aplicación, de destinan a proyectos de infraestructura y a la modernización de Pemex, por encima del gasto corriente, que sea redituable en el futuro, con un retorno mayor o bien incluso evaluar la posibilidad de pagar deuda pública.⁴

2 Finanzas públicas estatales y municipales de México 2001-2004. Edición 2006.
 3 A partir de ello, puede establecerse que un rango de precios de 45 a 65 dólares por barril implica recursos adicionales de entre 15 y 45 mil millones de pesos para los estados, como se puede observar es un amplio abanico.
 4 El 22 de junio se anunció la sustitución de deuda externa por interna, en un monto equivalente a siete mil millones de dólares, ante lo elevado de las Reservas Internacionales.

Elevados Precios del Petróleo: ¿Riesgo de Recesión?...

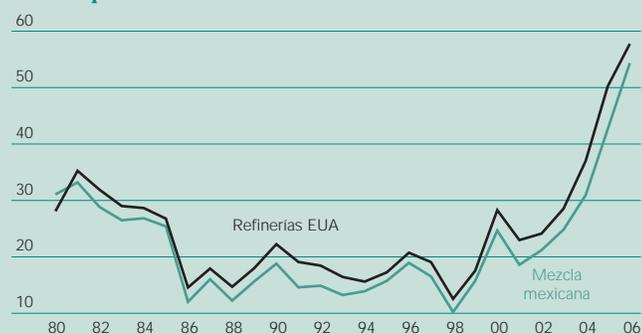
Los elevados niveles del precio del crudo y la escasa probabilidad de que registren un descenso significativo en el corto y mediano plazo, genera temores de una recesión económica en los países industrializados. Lo cierto es que, a más de tres años del inicio de la escalada de precios (inicios de 2003), dichos temores no se han materializado. A diferencia de lo ocurrido en los 80's y en crisis anteriores los países industrializados han tenido la suficiente flexibilidad para absorber el encarecimiento del precio de las materias primas. En ese contexto, la experiencia histórica ofrece algunas conclusiones que son útiles para tener en cuenta en la situación actual. Este apartado aborda el tema analizando los últimos episodios de choques petroleros (a partir de los años setenta), como referencia los impactos en EUA y en consecuencia sobre México.

¿Qué tan elevado es el precio actualmente?

En términos generales, considerando los precios nominales o corrientes, el petróleo se encuentra en sus niveles máximos históricos, aunque en términos reales aún está por debajo de la cotización más elevada: medido a precios de 2006, el costo del crudo en refinerías de EUA alcanzó 78 dólares por barril en 1981; alrededor de este nivel debería llegar el precio de la mezcla mexicana para situarse en máximos en términos reales.¹

Precios del Petróleo

Dólares por barril



¿Riesgos de recesión?

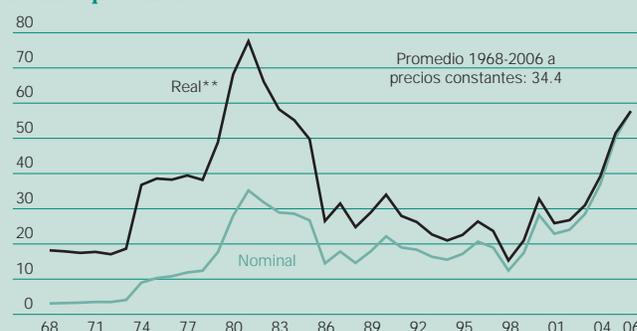
¿Implican los niveles actuales del petróleo un riesgo de recesión mundial? No necesariamente. A partir de los años setenta es posible identificar cuatro choques petroleros con fuerte impacto sobre la actividad económica

1 Históricamente el costo del crudo en refinerías de EUA ha mantenido un nivel prácticamente igual al de la mezcla mexicana; además por ser una referencia internacional puede deflactarse con los precios de ese país.

en EUA. El primero, con el embargo petrolero derivado de la guerra árabe-israelí en 1973-1974; el segundo con la revolución iraní en 1979; el tercero con la Guerra del Golfo en 1990-1991; y el último, no asociado a un episodio bélico, con los desequilibrios generados por el fuerte incremento en la demanda en Asia y la escasa capacidad de producción a corto plazo.

Petróleo*

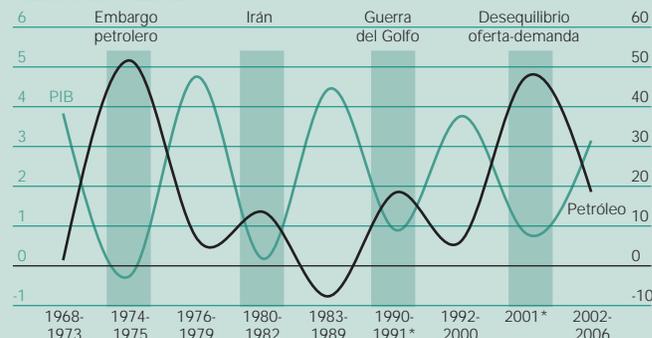
Dólares por barril



* Costo de adquisición en refinerías
A precios de 2006
** Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Choques Petroleros y Ciclos Económicos EUA

Variación % anual



Nota: El incremento en los precios del crudo antecede a la recesión en al menos un año
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

La caída en la actividad estuvo relacionada con las características del choque petrolero (magnitud, duración e intensidad) y la capacidad de las economías para absorberlas. En tres de las cuatro recesiones la inflación en EUA alcanzó niveles de entre 5 y 11%. En el periodo reciente (2002-2006), los incrementos en el precio han sido del orden de 18% pero el crecimiento de la economía se ha mantenido por encima del 3% y la inflación en cambio, por debajo de ese nivel, en promedio en 2.5%, aunque en los 12 últimos meses se ha incrementado, para llegar a 4.3% en junio y la subyacente en 2.6%. Así, el riesgo de recesión tiene que ver con la magnitud del traspaso de los incrementos en los precios del crudo a

la inflación general y la necesidad de implementar una política monetaria restrictiva, cosa que hasta el momento no ha ocurrido. Han logrado amortiguar este impacto: el aumento de la productividad, los elevados márgenes de las empresas norteamericanas y la globalización que intensifica la competencia e incentiva determinación de precios con criterios internacionales.

Cronología de los Choques Petroleros

	Petróleo ¹		PIB EUA ³	Inflación anual ⁴
	Dpb ²	Var. % anual		
1974-1975	37.7	50.8	-0.3	8.8
1980-1982	70.6	12.8	0.1	10.3
1990-1991*	34.0	17.3	0.9	4.8
2001*	26.9	46.5	0.8	3.1
Prom. 1968-2006	34.4	5.9	3.1	4.7

- 1 Costo de adquisición en refinerías
 - 2 Dólares por barril a precios de 2006
 - 3 Variación % anual
 - 4 Considera el aumento en la inflación el año previo a la recesión
 - * El incremento en el precio del crudo antecede a la recesión cuando menos un año
- Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

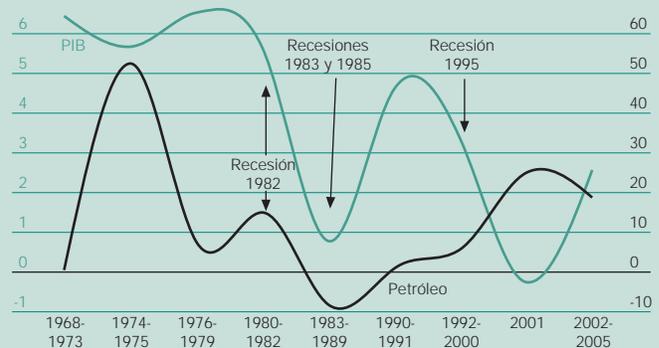
¿Un símil con México?

Siendo México un exportador de crudo cabe la pregunta de si los choques petroleros le resultaron, al contrario de lo ocurrido en EUA, favorables para el crecimiento. La relación no es clara dadas las crisis económicas que se presentaron: 1982 por ejemplo, un año de precios altos, se combinó con una recesión; por su parte, el periodo 1990-1991, también de cotizaciones elevadas, se combinó con la salida del periodo de bajo crecimiento de los años ochenta. En cambio, el más reciente choque de precios, por la subida de precios del periodo 1999-2000, tuvo un impacto negativo sobre la economía, donde claramente predominó la importancia de la integración industrial con EUA. En síntesis el aumento en los ingresos petroleros en los periodos de precios altos en los ochenta y noventa no fue suficiente para corregir los desequilibrios que condujeron a crisis económicas en esos años; por otra parte, una vez iniciado el Tratado

de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), se intensifica la relación comercial y financiera con EUA, con lo que el vínculo de los precios del petróleo con un menor crecimiento de ese país gana en importancia.

Choques Petroleros y PIB México

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Bloomberg

Los niveles actuales, ¿Un riesgo?

Las proyecciones para el segundo semestre de 2006 y durante 2007 son, de acuerdo al escenario base del Grupo BBVA, que los precios comiencen a moderarse gradualmente, de modo que en promedio, el incremento en la cotización durante 2006 sea cercano al 11% y una caída en 2007 próxima al 7% (ver sección Entorno Internacional). En el caso extremo, en un escenario de un nuevo conflicto bélico de gran alcance en Oriente Medio, las variaciones podrían ser de 50% en el presente año y de 15% en el siguiente. Evidentemente, los riesgos de una fase de bajo crecimiento, para EUA y México, vendrían asociados a este segundo escenario.²

Eduardo Torres

e.torres@bbva.bancomer.com

2 Ejercicios nos muestran que en ese escenario la economía de EUA tendría una moderación de la actividad hacia el 1.7% del PIB y un aumento ligero en la inflación hacia el 2.4% anual promedio. Esto se traduciría en México con una moderación de la actividad hacia el 1.9% y un aumento de la inflación moderado hacia el 4%.

Indicadores y Pronósticos

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	III'05	IV'05	I'06	II'06	III'06	IV'06	I'07	II'07	2005	2006	2007
Actividad Económica											
PIB (variación % real anual)	3.4	3.1	3.7	3.5	3.0	3.2	2.9	2.9	3.2	3.3	3.2
Gasto personal en consumo	3.8	2.9	3.4	3.0	2.7	3.8	2.9	3.2	3.5	3.2	3.1
Inversión fija bruta	7.4	6.8	6.9	4.1	4.0	3.8	3.7	3.5	7.5	4.7	3.9
No residencial	6.4	5.6	7.4	6.8	8.1	7.7	7.4	7.2	6.8	7.5	7.4
Estructuras	-1.6	1.8	2.6	6.3	5.7	4.4	4.5	4.5	1.1	4.7	4.5
Equipo y software	9.3	7.0	9.2	6.9	7.0	7.1	6.5	6.6	8.9	7.5	7.4
Residencial	9.1	9.0	6.1	-0.2	-2.3	-2.4	-2.8	-3.6	8.6	0.2	-3.3
Exportaciones totales	6.8	6.7	9.0	7.4	7.4	7.2	7.6	7.2	6.8	7.8	7.0
Importaciones totales	4.9	5.2	6.4	6.1	5.9	5.8	4.3	4.4	6.1	6.1	4.0
Consumo del gobierno	1.0	1.2	2.0	1.9	1.8	1.8	1.5	1.5	0.9	1.9	1.5
Contribución al Crecimiento (pp)											
Gasto personal en consumo	2.7	2.1	2.4	2.1	1.9	2.7	2.1	2.3	2.5	2.3	2.2
Inversión privada	0.6	1.0	1.0	1.3	0.9	0.4	0.4	0.3	0.9	0.9	0.6
Exportaciones netas	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	0.1	-0.3	-0.2	0.1
Consumo del gobierno	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
Precios y Costos (variación % anual, promedio)											
CPI	3.8	3.7	3.7	4.1	3.7	3.5	3.4	2.2	3.4	3.8	2.3
Subyacente	2.1	2.1	2.1	2.5	2.9	2.6	2.6	2.2	2.2	2.5	2.3
PCE	3.1	3.0	3.0	3.3	2.9	2.9	2.7	1.9	2.8	3.0	1.9
Subyacente	1.9	2.0	1.9	2.2	2.3	2.2	2.1	1.9	2.0	2.1	1.9
Deflactor del PIB	3.1	3.1	3.1	3.3	3.1	3.1	3.0	2.5	3.0	3.1	2.5
Productividad	3.1	2.5	2.5	2.8	2.8	2.8	2.5	2.5	2.7	2.7	2.5
Compensación real por hora	1.7	-0.8	-0.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7	1.2	1.8
Costo laboral unitario	2.4	0.3	2.4	0.3	0.3	1.4	1.4	1.4	2.3	1.1	1.3
Otros Indicadores											
Producción industrial (variación % real anual)	2.8	3.0	3.3	4.6	4.2	3.9	4.0	3.1	3.2	4.0	3.3
Capacidad utilizada (%)	79.9	80.5	81.1	82.0	81.9	82.2	82.3	82.5	80.1	81.8	82.6
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	18.0	15.9	16.9	16.4	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9	16.8	16.9
Inicio de casas (miles, anualizado)	2,101	2,060	2,123	1,878	1,868	1,869	1,869	1,871	2,073	1,935	1,890
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	155	179	176	108	160	160	140	140	165	151	140
Tasa de desempleo (promedio, %)	5.0	4.9	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6	4.7	5.1	4.6	4.7
Tasa de ahorro personal	-1.6	-0.5	-1.4	-1.3	-1.4	-1.3	-0.6	-0.4	-0.5	-1.3	-0.2
Balanza comercial (mmd)	-183	-223	-209	-217	-213	-225	-216	-219	-724	-799	-802
Balanza cuenta corriente (mmd)	-734	-892	-849	-869	-851	-902	-864	-874	-805	-868	-863
% PIB	-5.8	-7.0	-6.5	-6.6	-6.4	-6.7	-6.3	-6.3	-6.4	-6.5	-6.2
Balance fiscal (mmd, año fiscal)	—	—	—	—	—	—	—	—	-318	-350	-279
% PIB	—	—	—	—	—	—	—	—	-2.6	-2.6	-2.0
Brent (dólares por barril, promedio)	65.5	61.1	66.4	65.6	60.8	59.4	58.1	57.2	58.3	63.1	56.7
Mercados Financieros (fdp)											
Fed funds (%)	3.75	4.25	4.75	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	4.25	5.25	5.25
Libor 3 meses (%)	4.07	4.54	5.00	5.37	5.37	5.37	5.37	5.37	4.54	5.37	5.37
Nota del Tesoro 10 años (%)	4.32	4.39	4.85	4.90	5.00	5.20	5.18	5.15	4.39	5.20	5.10
Dólar/euro	1.20	1.18	1.21	1.21	1.22	1.23	1.24	1.25	1.18	1.23	1.26

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

Indicadores y Pronósticos México

	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	4.2	3.0	4.3	3.6	2.2	3.4	2.7	4.2	5.2	3.9	3.8
Por habitante en dólares*	6,520	6,355	6,727	7,415	7,574	6,994	7,410	7,398	7,858	7,562	7,564	7,284	7,885
Miles de millones de dólares	649	639	676	769	798	713	760	764	841	831	813	790	878
Inflación (% fdp)													
General	5.7	4.0	5.2	3.3	3.4	4.4	4.3	3.5	3.3	3.4	3.2	3.5	3.4
Subyacente	3.8	3.7	3.8	3.1	3.2	3.6	3.4	3.2	3.1	3.0	3.2	3.4	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	7.3	7.0	7.0	7.0
Cetes 28 días	7.0	6.0	8.6	8.0	7.1	9.6	9.6	9.0	8.0	7.3	7.0	7.0	7.1
TIIIE 28 días	8.5	6.3	9.0	8.6	7.4	9.9	10.0	9.5	8.6	7.6	7.3	7.3	7.4
Bono 10 años (% fdp)	10.1	8.3	9.7	8.5	8.2	10.5	9.6	8.5	8.5	8.7	9.7	8.5	8.2
Tipo de cambio													
Pesos por dólar, fdp	10.3	11.2	11.3	10.7	11.0	11.3	10.8	10.8	10.7	11.0	11.4	11.2	11.0
Finanzas Públicas													
Balance fiscal (% del PIB)	-1.2	-0.6	-0.3	-0.1	0.2	nd	nd	nd	-0.1	nd	nd	nd	0.2
RFSP (% del PIB)	3.3	3.1	2.7	2.1	1.5	nd	nd	nd	2.1	nd	nd	nd	0.5
Sector Externo**													
Balanza comercial (mmd)	-7.6	-5.8	-8.8	-7.6	-3.4	-10.2	-9.7	-9.5	-7.6	-5.0	-4.4	-4.2	-3.4
Cuenta corriente (mmd)	-13.5	-8.6	-6.6	-4.8	-2.3	-7.8	-8.0	-7.2	-4.8	-1.2	-0.6	-1.2	-2.3
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.1	-1.4	-1.0	-0.6	-0.3	-1.1	-1.1	-1.0	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3
Petróleo (mezcla mexicana, dpb, fdp)	21.5	25.7	28.6	44.9	57.6	38.4	44.1	51.5	44.9	51.4	55.5	60.5	57.6
Agregados Monet. y Act. Bancaria (var. % anual)													
Captación bancaria tradicional	-5.5	7.5	6.3	4.5	7.8	3.1	2.3	4.0	4.5	6.0	7.4	7.3	7.8
Créd. vigente banca comercial***	8.5	8.6	26.1	27.1	24.9	29.6	30.0	29.3	27.1	30.1	30.9	28.7	24.9
Demanda Agregada (var. % anual, desestacionalizada)													
Total	1.0	1.2	6.2	4.6	6.8	4.3	4.1	4.9	4.9	7.7	7.7	6.6	5.4
Demanda interna													
Consumo	1.3	2.1	3.6	4.8	5.7	4.9	4.3	5.1	5.0	6.6	6.4	5.0	4.8
Privado	1.5	2.2	4.1	5.4	5.7	5.6	4.8	5.8	5.3	6.5	6.4	5.0	4.8
Público	-0.2	1.0	-0.4	0.3	5.7	-1.0	0.2	-0.2	2.4	7.0	6.0	5.0	5.0
Inversión	-0.7	0.4	7.5	7.6	9.5	6.6	8.4	7.0	8.4	12.9	10.3	8.5	6.7
Privada	-4.1	-1.6	8.8	9.6	9.5	4.8	7.7	6.5	20.7	11.2	10.5	9.0	7.5
Pública	16.8	8.5	2.5	-0.4	9.6	17.2	12.1	9.4	-19.7	22.1	9.5	5.8	4.1
Demanda externa													
Importaciones	1.4	2.7	11.7	6.8	11.3	8.0	4.4	5.8	9.2	11.1	13.0	11.5	9.5
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)													
Agropecuario	7.9	0.7	3.4	-1.5	1.6	-0.8	-3.4	6.2	-6.1	1.7	4.1	0.3	1.0
Industrial	-4.8	0.6	-1.3	1.6	4.7	1.5	1.1	0.9	2.7	4.7	5.8	5.3	3.3
Minería	0.2	0.7	3.4	1.2	3.7	-0.3	0.6	1.4	2.7	4.5	3.4	3.6	3.3
Manufacturas	-5.6	0.2	-2.7	1.2	4.8	2.4	0.4	0.4	2.3	4.5	5.6	5.7	3.4
Construcción	-5.3	2.0	3.0	3.3	5.0	4.7	2.5	2.2	4.4	6.2	6.6	4.7	2.7
Electricidad, gas y agua	1.9	2.4	0.4	1.4	3.6	0.2	2.9	2.0	0.5	4.1	4.4	2.4	3.6
Servicios													
Comercio, restaurantes y hoteles	-4.3	2.2	1.2	7.1	8.4	4.3	3.2	3.2	2.5	4.5	5.6	3.9	2.6
Transporte y comunicaciones	1.9	2.4	5.2	3.1	4.1	9.1	7.4	7.0	7.0	8.1	8.8	8.7	7.2
Financieras, seguros e inmuebles	4.7	4.0	3.8	5.8	5.1	4.4	5.3	6.2	6.0	5.7	5.3	4.8	4.8
Comunales y personales	-0.1	1.3	-0.3	2.1	2.4	1.5	2.0	2.8	2.9	2.6	2.0	2.4	2.8

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
Buenos Aires www.bancofrances.com.ar		
Panorama Macro Financiero de Argentina 2006/2007	Clientes de Mercados Globales y Distribución	Buenos Aires, Abril 2006
Conferencia: Panorama Macro Financiero de Argentina 2006/2007	FORUM Executive Information	Buenos Aires, Abril 2006
Perspectivas Económicas 2006-2007	Clientes Banca Corporativa	Buenos Aires, Junio 2006
Argentina: Escenarios de Riesgo en Cuenta Corriente 2006-2008	Banco Central de la República Argentina	Buenos Aires, Junio 2006
Consistencia de la Política Monetaria, Cambiaria y Fiscal	Consejo Profesores de Ciencias Económicas	Buenos Aires, Junio 2006
Política Económica Argentina y el Sector Agroindustrial	Universidad Nacional del Sur	Bahía Blanca, Junio 2006
Caracas www.provincial.com		
Flujos de Fondos, Tasas y Tipo de Cambio en el Mercado Global	Cámara Venezolana Americana	Caracas, Abril 06
Entorno Macroeconómico 2006-2008	Banca de Empresas e Instituciones	Caracas, Mayo 06
Venezuela: Economic Outlook 2006-2008	Banca Mayorista Global	Caracas, Junio 06
Lima www.bbvabancocontinental.com		
América Latina en el Escenario Internacional	Universidad del Rosario de Colombia	Lima, Abril 2006
Escenario Económico	Continental Bolsa	Lima, Abril 2006
Reflections on the Recent Growth in Bank Lending in Latin America	BALAS - USIL	Lima, Mayo 2006
Perú: Escenario Económico y Financiero	Reunión Económica para Ejecutivos	Lima, Mayo 2006
Situación Económica	BID	Lima, Junio 2006
Madrid www.bbva.com		
Estudio del Comportamiento de los Créditos al Consumo hasta 2010	Seminario Créditos al Consumo IIR	Madrid, Abril 2006
Latinoamérica y Otras Economías Emergentes	Cámara de Comercio de Bilbao	Bilbao, Mayo 2006
Una Valoración del Boom de los Precios de las Materias Primas	Economía Andaluza en un Mundo en Cambios	Sevilla, Mayo 2006
Sector Automoción: Moderación del Gasto	Previsión del Mdo. Español de Automoción	Madrid, Mayo 2006
Current Account Desequilibrio: Get Used to or to Be Corrected?	ICCBE Milán	Milán, Junio 2006
¿Un Milagro en Equilibrio?	Jornadas de Banca Corporativa Ibérica	Sevilla, Junio 2006
Los Nuevos Países Emergentes	Jornadas de Banca Corporativa Ibérica	Sevilla, Junio 2006
México www.bancomer.com		
¿Son Sostenibles los Bajos Niveles de Inflación en México?	Instituto Mexicano de Contadores Públicos	México D.F., Abril 2006
Estimación del PIB Estatal: Limitantes y Retos	Gobierno de Jalisco	Guadalajara, Jal. Abril 2006
Mexico: Economic and Political Outlook	Clientes	México, D.F., Mayo 2006
México: Desarrollando el Potencial Turístico	Congreso Nal. Turismo, Universidad de Gto.	Guanajuato, Mayo 2006
México: Con Buenos Fundamentos ante el Proceso Electoral	Clientes	México, D.F., Mayo 2006
Aversión al Riesgo Internacional y Elecciones	ISSSTE León	Monterrey, N.L. Junio 2006
Reflexiones sobre México (2006-2030)	Congreso Universitario, ITESM	México, D.F., Mayo 2006
10 Acciones para Mejorar la Competitividad de México	Consejo de Inversión, IMSS	México, D.F., Junio 2006
Una Mirada a la Economía, a las Reformas y al Sector Vivienda	Curso de Verano, Consejos Regionales	México, D.F., Junio 2006
BBVA USA www.bancomer.com		
World Economic Outlook and its Risks	Jornadas de BBVA Hong Kong	Hong Kong, Abril, 2006
Monitor Hispano	Comité de Dirección BBVA USA	Houston, Texas, Junio 2006
Santiago de Chile www.bhif.cl		
Camino Despejado en 2006. ¿Nubarrones en el Futuro?	Clientes BBVA	Iquique, Abril 2006
Chile: Escenario Macroeconómico	Banca Corporativa BBVA	Santiago, Abril 2006
Panorama Económico 2006-08	Trainees BBVA	Santiago, Mayo 2006
El Cobre la Lleva	Prensa	Santiago, Mayo 2006
Diagnóstico y Propuestas de Ajuste al Sistema Previsional Chileno	Cons. Asesor Presidencial Reforma Pensiones	Santiago, Mayo 2006
A 25 Años de la Reforma del Sistema de Pensiones	Centros de Alumnos UC, U. de Chile	Santiago, Mayo - Junio 2006

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: Giovanni di Placido

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela:

Europa: Sonsoles Castillo

España y Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Servicio de Estudios Económicos Norteamérica

Jorge Sicilia

j.sicilia@bbva.bancomer.com

México

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

Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.bancomer.com

Eduardo Torres

e.torres@bbva.bancomer.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

n.karp@bbva.bancomer.com

Javier Amador

j.amador@bbva.bancomer.com

Marcial Nava

jm.nava@bbva.bancomer.com

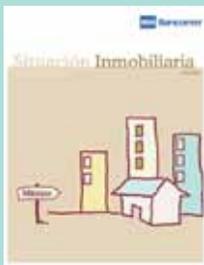
Fernando Tamayo

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.