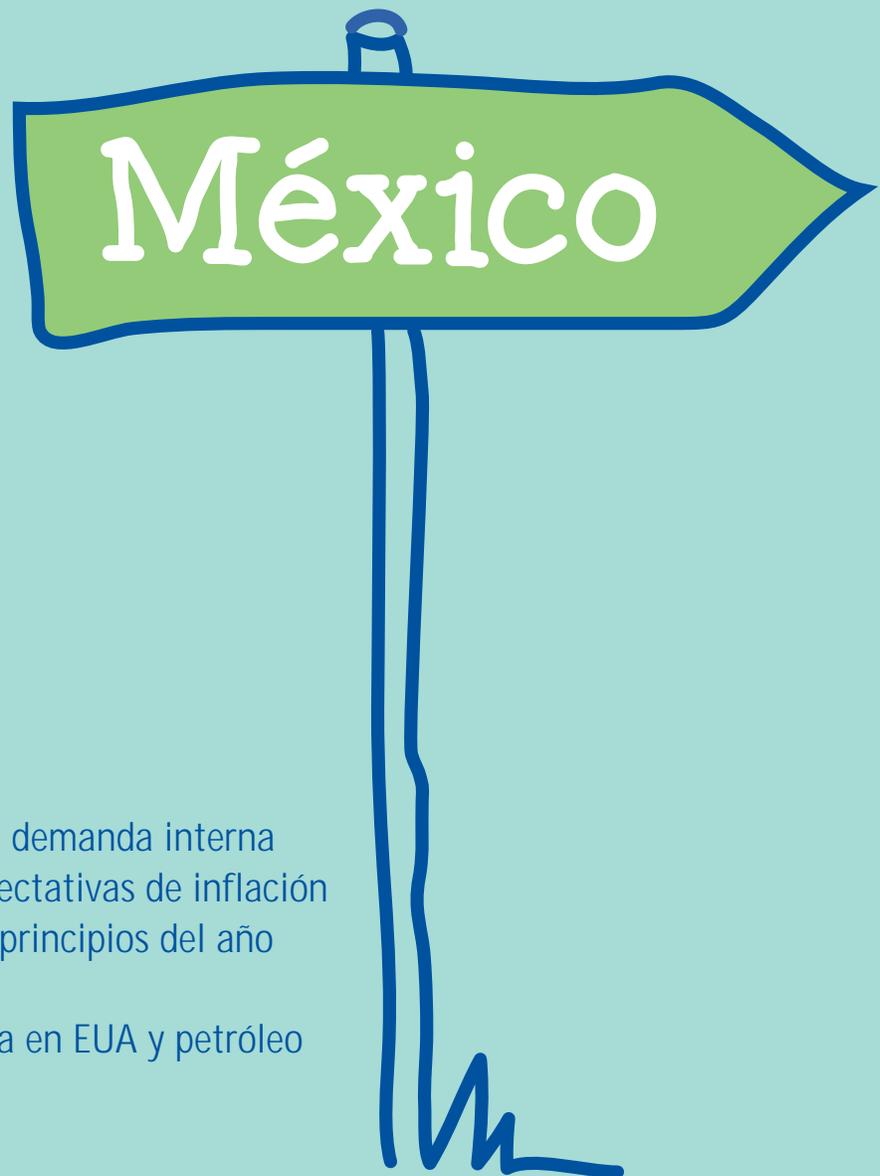


Situación

Servicio de Estudios Económicos

Cuarto Trimestre 2006



Desaceleración suave; la clave, la demanda interna
Banxico: más credibilidad en expectativas de inflación
Pausa monetaria al menos hasta principios del año
El peso se mantendrá fortalecido
Los riesgos: desaceleración brusca en EUA y petróleo

2006 ha sido un año favorable para la economía mexicana. Los dos elementos de incertidumbre que se manifestaban en el primer semestre quedaron disipados: en lo externo, la desaceleración en EUA será más suave de lo que algunos analistas anticiparon; en lo interno el proceso electoral, donde a pesar de lo cerrado de la contienda y la resolución por la vía jurídica, se empiezan a abrir (aunque lentamente) espacios para la reconciliación y los acuerdos políticos.

En materia de crecimiento, las expectativas para 2006 se han ido elevando a lo largo del año, y de haber iniciado el año en un rango cercano al 3.5% ahora se ubican por encima de 4.5%, la tasa más elevada desde el 2000. De la mano con la reactivación de la economía, el empleo también ha repuntado, se perfila una creación de un millón de plazas laborales, cifra no vista en más de una década. Clave en estos resultados ha sido la recuperación de la industria automotriz. Destaca su capacidad de adaptación a los cambios en las preferencias del consumidor y a la fuerte competencia global, damos cuenta de esta evolución en un artículo, que destaca que para llegar a estos resultados ha sido necesario un proceso de maduración de inversiones. En cuanto a la inflación, lo más destacable es el avance hacia el anclaje de las expectativas, que parecen reaccionar con menor fuerza que en el pasado a condiciones coyunturales y a la volatilidad de corto plazo, intrínseca al INPC. En su tarea de procurar la estabilidad de los precios y el control de la inflación, Banxico ha logrado avanzar en materia de comunicación e instrumentación de la política monetaria, logrando una mayor efectividad.

En lo financiero, si bien la volatilidad fue pronunciada hacia mediados del año, también fue pasajera. Los mercados financieros mantienen en lo general síntomas de fortaleza, que se podría prolongar en los próximos meses. Como muestra el peso, apreciación nominal de 0.5% en los primeros nueve meses del año vs. igual lapso en 2005, dentro de un ambiente de menor aversión al riesgo hacia mercados emergentes. Algo similar ocurre, en la parte larga de la curva y en los indicadores de riesgo país. En ese contexto favorable, destaca la colocación de un bono gubernamental a un plazo de 30 años. En tan solo 7 años se logró ampliar la curva gubernamental de 1 a 30 años., pocos países pueden dar cuenta de un proceso tan acelerado, reflejo en última instancia de la estabilidad.

Los riesgos hacia el 2007 siguen presentes y aún centrados en condiciones externas: una desaceleración en EUA más fuerte de lo previsto, que por una parte, reduzca los flujos de capital hacia emergentes, y que, por otro, pueda provocar una caída drástica en los precios de materias primas, como el petróleo. Esto podría poner a prueba la sincronía y la vinculación entre los ciclos de producción de ambas economías. En la experiencia de los últimos años, en la etapa de caída la respuesta en México ha sido más rápida respecto a EUA y más lenta en la recuperación. De ahí la importancia de fortalecer la demanda interna que suavice esos impactos y que en un frente más estructural permita avanzar en los temas pendientes, en la necesidad de elevar el crecimiento potencial. Una nueva administración, un nuevo congreso y una sociedad civil más consciente del reto, podrían apuntar, esta vez, hacia el camino que no tiene atajos, hacia la productividad como mecanismo para elevar el ingreso per cápita y reducir los índices de pobreza.

Índice

Fecha de cierre: 3 noviembre 2006

1. Entorno Internacional	
Entorno Económico y Financiero Internacional	2
Recuadro: El Peso de los Fundamentos en el Mercado Petrolero	5
2. Entorno Macroeconómico México	
¿Cómo Enfrentará México la Desaceleración de EUA?	7
Recuadro: Recuperación de las Exportaciones en el Mercado de EUA	10
Ante el Repunte de Inflación, a Vigilar Expectativas	12
Recuadro: Inflación México - EUA, ¿Choques Comunes o Traspaso?	14
3. Mercados Financieros México	
Entre Pausas Monetarias y Baja Volatilidad Financiera	15
Recuadro: Comunicación de Banco de México y Mercado Financiero	19
4. Artículos	
Sincronización Macroeconómica en este Ciclo	21
Recuadro: Sincronización México y EUA, Perspectiva Histórica	26
Reestructuración de la Industria Automotriz de EUA	27
5. Indicadores y Pronósticos	31

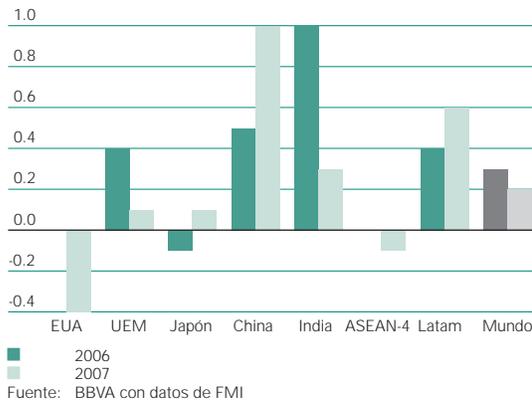
Consejo Editorial:

Adolfo Albo, Jorge Sicilia

Han elaborado esta publicación:

Editor: Jorge Sicilia	j.sicilia@bbva.bancomer.com
Editor: Adolfo Albo	a.albo@bbva.bancomer.com
Giovanni Di Placido	giovanni_diplacido@provincial.com
Octavio Gutiérrez	o.gutierrez3@bbva.bancomer.com
Alma Martínez	alma.martinez@bbva.bancomer.com
Cecilia Posadas	c.posadas@bbva.bancomer.com
Eduardo Torres	e.torres@bbva.bancomer.com
Gerardo Villoslado	jg.villoslado@bbva.bancomer.com
Diseño: Fernando Tamayo	fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

Revisión del Crecimiento Previsto por el FMI de Abril a Septiembre de 2006
Puntos porcentuales



Sigue la expansión económica y se diversifica geográficamente

La economía mundial continúa su expansión con una tasa de avance que se mantiene alrededor del 5%. Además, y a diferencia de otros ciclos, el crecimiento actual está soportado por una base geográfica cada vez más extensa. Junto con la fortaleza que muestra la recuperación de Europa, el comportamiento de los principales mercados emergentes sigue sorprendiendo favorablemente y está llevando a revisiones positivas del crecimiento esperado para finales de 2006. BBVA ha modificado al alza durante el último semestre los pronósticos para China, el Área Euro y América Latina en 1.4 puntos, 0.5 y 0.3, respectivamente; siendo la única excepción Estados Unidos, para el cual mantenemos nuestra estimación de crecimiento del PIB en 3.3%. En general, como también lo muestran los pronósticos del FMI (ver gráfico adjunto), el dinamismo mundial en los próximos trimestres se visualiza más sólido de lo que se preveía a comienzos de 2006.

Con esta amplia base geográfica respaldando el crecimiento global, nos encontramos ante la mayor fase expansiva mundial desde la década de los setenta. Factores como el desarrollo tecnológico y la globalización de la economía mundial, los mercados y los sistemas financieros, están favoreciendo el actual contexto. En este ciclo los riesgos sobre la inflación han estado acotados, a pesar de haber coexistido el incremento en el precio de materias primas con tasas de interés reales extraordinariamente bajas. Por estas razones, si colocamos en una balanza tanto la aparente reversión de la tendencia alcista de la inflación, como el giro de política monetaria en la OCDE de tasas de interés expansivas a neutrales, el riesgo de repuntes de la inflación se mantendrá relativamente bajo control.

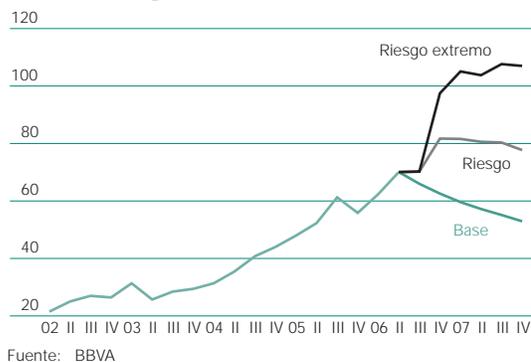
Sin embargo, la continuación de esta senda de crecimiento global depende, en gran medida, de que el crecimiento en las regiones más dinámicas sea relativamente inmune a la moderada desaceleración que ya se está manifestando en EUA. De hecho, y como detallamos a continuación, es en este país donde observamos las mayores incertidumbres en los próximos meses.

Cambian las incertidumbres para la economía mundial ...

Uno de los acontecimientos más significativos desde finales del tercer trimestre ha sido la disminución generalizada de los precios de las materias primas que, entre otras, ha afectado al gas, cobre, aluminio, zinc, níquel y petróleo. Si nos concentramos en este último bien, podemos apreciar los importantes cambios que se han producido en algunos de los factores que durante los últimos meses propiciaron su revalorización.

Por un lado, la relativamente benigna temporada de huracanes en el Golfo de México, ha eliminado la posibilidad de riesgos en el suministro del hidrocarburo en esa zona a diferencia de lo ocurrido en 2005. Por otro, los menores riesgos geopolíticos han dado a sus precios un respiro que es especialmente importante, tanto por los avances diplomáticos en las tensiones en Medio Oriente, como porque su-

BBVA: Escenarios de Petróleo
Brent, dólares por barril



ponemos que los recientes acontecimientos en Corea del Norte no tendrán impacto en el mercado. En septiembre, Israel completó la retirada de tropas de Líbano, acatando la principal resolución dictada por la ONU para resolver el conflicto. Otro riesgo político que ha influido sobre las expectativas de precios de petróleo, la disputa que enfrenta a EUA e Irán sobre la energía nuclear, también parece ceder, aunque el ensayo nuclear coreano podría encarecer la negociación.

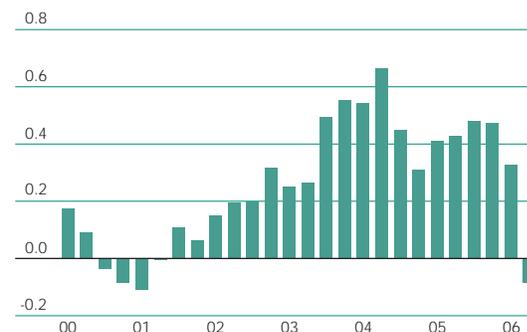
En este caso, si bien nos encontramos lejos de una solución arbitrada como la que ha puesto fin al reciente enfrentamiento entre Líbano e Israel, parece que Washington tiende cada vez más a desechar una salida militar al conflicto. Con el petróleo alrededor de los 60 dólares, el riesgo para la economía global derivado de un *shock* de precio es hoy considerablemente menor que hace unos meses. Por tanto, aumenta la probabilidad del escenario base que implicaría precios promedio de casi 66.5 dólares por barril (dpb) en 2006 y de 58.2 dpb para el Brent en 2007, equivalentes para la mezcla mexicana de 56.2 dpb y de 51.9 dpb. Este comportamiento encontraría soporte en un escenario de menor dinamismo en el crecimiento mundial. En síntesis, nuestro escenario base contempla la estabilidad de los precios del petróleo en torno a los niveles alcanzados a finales de septiembre.

Este contexto no implica la ausencia de riesgos para la economía mundial, ya que hay otros factores de incertidumbre que han cobrado protagonismo recientemente. De éstos, el ajuste del sector inmobiliario en EUA es sin duda el más importante. El escenario base supone que la economía estadounidense moderará paulatinamente su ritmo de crecimiento. Con esto, la inversión residencial tendría una aportación negativa por primera vez desde 1995, y el consumo se moderaría paulatinamente, a medida que cuente con un menor soporte derivado de las ganancias en el ingreso y en la riqueza que ha representado el aumento de los precios de la vivienda en los últimos años lo que debería llevar a una ligera moderación del ratio consumo sobre PIB.

Sin embargo, la economía norteamericana seguiría creciendo muy cerca de su nivel potencial, alcanzando una tasa de alrededor de 2.8% en 2007. Por un lado, la expansión del resto del mundo y la depreciación acumulada del dólar están permitiendo que las exportaciones netas tengan una aportación positiva al crecimiento por primera vez desde 1995. Por otro, la inversión no residencial mantiene un tono positivo, apoyada por las elevadas utilidades empresariales, los altos niveles de liquidez y por los bajos niveles de pagos de intereses en un entorno en el que las condiciones globales de financiamiento siguen siendo muy favorables.

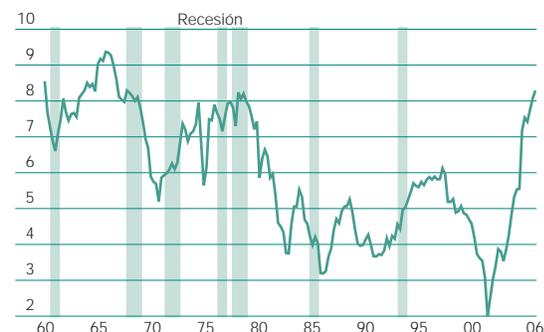
La respuesta más probable de la autoridad monetaria a esta situación económica será el mantenimiento de las tasas de interés oficiales en los niveles actuales de 5.25% durante un periodo prolongado. Hay varias razones para ello. En primer lugar, la inflación se va a moderar, pero seguirá cerca de la parte alta del rango deseado por la Reserva Federal. En segundo, la moderación de la actividad va a ser limitada —la economía cuenta con soportes internos y externos para enfrentar una desaceleración de la inversión residencial—, y en la medida en que sea moderada, será vista por la Reserva Federal como un evento favorable para contener la inflación y tal vez incrementar la tasa de ahorro privado y reducir el desequilibrio externo. En tercero, tras un

Estados Unidos: Contribución Inversión Residencial al PIB Puntos porcentuales



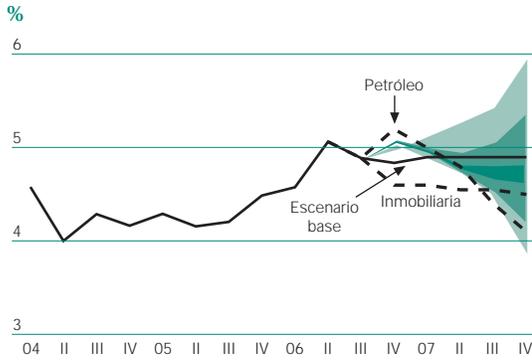
Fuente: BBVA con datos de Estadísticas Nacionales

Beneficios Empresariales % del PIB



Fuente: BBVA con datos de Estadísticas Nacionales

EUA: Tasas de Interés a 10 Años



Fuente: BBVA

periodo de notable liquidez en todo el mundo, generado por una muy laxa política monetaria en los últimos años, los bancos centrales van a ser cautelosos al momento de reducir sus tasas de interés oficiales.

Las condiciones monetarias no están en zona restrictiva en EUA y las expectativas de consumidores y empresarios parecen relativamente ancladas. En este contexto, los tasas de interés de largo plazo tienen un recorrido limitado, con un margen de incremento hasta el 5% para el bono de 10 años. En esta perspectiva, consideramos que dicha cifra es de referencia ante la actual expectativa del mercado de reducción de tasas de interés a lo largo en 2007. Por su parte, los flujos de capital siguen mostrando un notable dinamismo, y el interés comprador por activos de EUA se ha reactivado, tanto por parte de los bancos centrales, como de agentes privados, lo que también pone límites al aumento de las tasas de interés de largo plazo.

... pero su probabilidad se mantiene contenida

El escenario de riesgo que enfrenta la Reserva Federal corresponde a un mayor ajuste de la inversión residencial y del consumo privado, que desaceleraría el crecimiento hasta niveles entre el 1 y el 1.5% en los próximos dos años. En todo caso la probabilidad de este escenario es reducida. Las experiencias recientes de ajustes del sector residencial en países como Reino Unido o Australia muestran que el impacto sobre el conjunto de la economía no es elevado y tanto las ganancias en términos de ingreso o empleo en los últimos años, como la reducción estructural de los tasas de interés justifican, en gran medida, que los niveles de precios de la vivienda sean elevados y no experimenten ajustes prolongados. Ahora bien, si este escenario se materializara, la Reserva Federal podría “comprar un seguro” frente al bajo crecimiento, reduciendo sus tasas de interés oficiales hacia al menos 4.5% en 2007, lo que llevaría las tasas de interés de 10 años a niveles próximos a 4.3%.

Además de circunstancias que pueden limitar los efectos del ajuste inmobiliario sobre el resto de la economía estadounidense, también aparecen dudas sobre el alcance para la economía mundial. El actual proceso de globalización ha traído en algunos casos una reorientación de los flujos comerciales. En el caso de Asia, se observa una tendencia hacia un crecimiento cada vez más endógeno, intensificando los lazos comerciales intra-regionales, y en detrimento del peso relativo de EUA en las exportaciones asiáticas. Por otro lado, la situación macroeconómica de los mercados emergentes es en general muy satisfactoria, con varios países en situación de superávit en cuenta corriente y acumulación de reservas, que conforman un perfil macroeconómico mucho menos vulnerable que el característico de las crisis financieras de la década pasada.

Europa, por su parte, alcanzaría en 2006 un crecimiento de 2.5%, superior a las expectativas que se tenían sobre esta área. Debe destacarse la recuperación de la demanda interna, apoyada por la buena situación empresarial y la recuperación de la confianza de empresarios y consumidores. En este contexto, las tasas de interés oficiales alcanzarían en esta región niveles de 4% a mediados de 2007, mientras que el euro mantendría su relativa fortaleza frente al dólar, situándose en cifras próximas a las actuales, esto es, cerca de 1.30.

Escenario Central: Crecimiento del PIB por Regiones

	2005	2006	2007p
Estados Unidos	3.5	3.3	2.8
UEM	1.4	2.5	2.2
China	9.9	10.0	9.5
Latino América	4.4	4.7	4.0
Mundo	4.9	4.9	4.6

p pronóstico
Fuente: BBVA

El Peso de los Fundamentos en el Mercado Petrolero

La aproximación que tienen los analistas del mercado petrolero tiende a ser dicotómica. Siempre hay un grupo que piensa que el precio del petróleo se irá a niveles superiores a 100 dólares y otro, entre los que nos encontramos, que defiende que el precio de equilibrio del mercado está por debajo de los 50 dólares.

El enfoque “Maltusiano”

La primera de las visiones (la más popular) se centra en el desequilibrio estructural de la oferta y la demanda. Las economías que más demandan petróleo son las emergentes, lideradas por China. Ésta ha sido la causante de un verdadero cambio estructural en el mercado energético, ya que en los últimos 20 años ha cuadruplicado su consumo de petróleo, triplicado el de gas natural y quintuplicado el de electricidad. China, conjuntamente con otros emergentes, como India, ha explicado más de la mitad del crecimiento de la demanda mundial de petróleo en los últimos años.

Por el lado de la oferta se tiene mucho pesimismo. Parece legítima la siguiente pregunta: ¿hasta cuándo durará un recurso no renovable como el petróleo? La respuesta obvia es que tarde o temprano el petróleo se agotará. Este punto de fondo es acompañado de otras evidencias de corto plazo. Muchos analistas afirman que desde 1980 no se descubren nuevos campos petrolíferos importantes, dando pie a la sospecha de que no hay mucho más por descubrir. Es decir, el nivel máximo de producción se ha alcanzado y la producción neta comenzará a declinar: el mayor crecimiento de la demanda sobre la oferta es estructural. El resultado obvio de este escenario es ciertamente una senda explosiva de precios. Es además una visión “Maltusiana” del mercado petrolero.

Una aproximación más optimista

La segunda visión reconoce buena parte de los argumentos de la primera, pero con atenuantes, tanto por el lado de la demanda como de la oferta, similares a los recogidos en el mismo “Ensayo sobre el principio de la población” de Malthus (1798).

Por el lado de la demanda, tenemos que la elasticidad del consumo de petróleo a PIB es mayor en los países desarrollados dados los elevados niveles de precios actuales ante avances tecnológicos que permiten ahorrar energía. Por el lado de los emergentes se tiene que éstos comienzan a absorber parte de los incrementos de precios con ganancias de eficiencia que se están observando en economías como China e India.

Por el lado de la oferta, no es del todo cierto que no se estén incorporando nuevas reservas y producción desde 1980. La caída de precios desde ese año hasta el último ciclo de alzas, salvando los periodos de conflicto, fue un factor que inhibió la exploración y puesta en producción de campos de mayor complejidad.

Los proyectos anteriormente se valoraban a precios inferiores a los 18 dólares, siendo económicamente explotable sólo el 20% de las potenciales nuevas reservas. Sin embargo, en la actualidad estos proyectos se valoran a 40 dólares, activándose la casi totalidad de proyectos que no eran factibles. El resultado concreto lo comenzamos a ver con la puesta en funcionamiento por parte de Canadá de un importante yacimiento de arenas petrolíferas en Alberta, que significó un incremento de las reservas probadas del mundo en un 14%, similar a lo ocurrido con el Mar del Norte en su oportunidad.

Situación similar se observa en el Mar Caspio, la Faja Petrolífera del Orinoco en Venezuela y en el mismo Mar del Norte, sin entrar a considerar las reservas “ marginales” del resto de países de la OPEP. La visión apocalíptica de que el fin del petróleo está cerca dista mucho de incorporar estos elementos tanto por el lado de la demanda como de la oferta. La idea de convergencia de precios a un nivel de equilibrio por debajo de los 50 dólares incorpora estos elementos, y la desalineación de corto plazo con respecto a este precio se fundamenta en los factores de riesgo geopolítico y en las expectativas que incorpora el predominio de la primera de las visiones.

Interpretando el mercado...

Reflejo de esta segunda visión es lo ocurrido en los últimos tres meses. La corrección a la baja en los precios ha superado el 25%, producto de a) menores expectativas de *shocks* adversos de oferta por la culminación de una benévola temporada de huracanes, en línea con lo estimado al cierre del primer trimestre, b) la apertura a un potencial proceso de negociación con Irán, c) la culminación del conflicto en el Líbano y, por último, d) una potencial menor inversión “ especulativa” después de lo ocurrido con las fuertes pérdidas del fondo de inversión Amaranth en el mercado del gas, hecho que desplazó la atención de las inversiones de este tipo en materias primas durante el último mes. Habría que añadir que el reciente ensayo nuclear de Corea del Norte no tendría impacto significativo en el mercado, aunque podría encajarse algo la negociación con Irán.

Algunos analistas afirman que el movimiento reciente de los precios del petróleo se fundamenta más en una mayor atonía de la economía global que no se ha hecho evidente en la totalidad de su magnitud aún, fundamentalmente porque el movimiento es sincronizado con el resto de las materias primas. Si bien de hecho existe la percepción de un menor dinamismo, éste es, desde nuestro punto de vista, modesto, siendo de hecho el crecimiento esperado para la economía de los Estados Unidos próximo al nivel potencial en 2007.

El comportamiento del último trimestre puede estar explicando que el componente especulativo en el mercado de materias primas es más importante de lo esperado. De hecho, se han canalizado unos 60,000 millones de dólares hacia estos mercados. El volumen de estas inversiones especulativas tiene un efecto claro: genera una demanda adicional y ficticia de materias primas que presiona al alza los precios de futuros.

Correlación 12 Meses de Variaciones Diarias entre el Precio del Petróleo y Otras Materias Primas



Fuente: BBVA

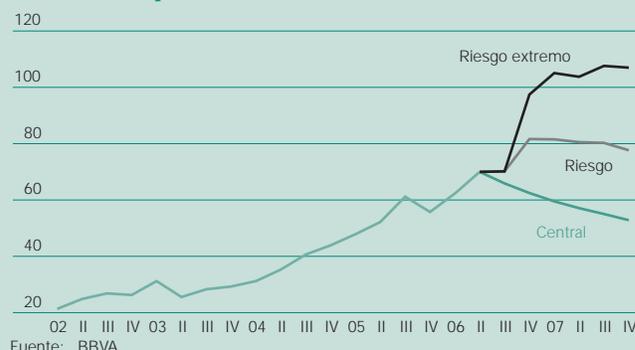
Este elemento puede ser un factor clave que explica el movimiento conjunto de las materias primas en este ciclo y explica, por ejemplo, por qué el cobre se encuentra a más del doble de su precio de equilibrio, divorciado de sus fundamentos. Además de la demanda china, el componente especulativo está jugando un rol central. Una hipótesis puede ser que el conjunto de las materias primas están siguiendo el comportamiento del petróleo a pesar de estar en mercados disímiles, siendo explicado parte de esa relación efectivamente por las inversiones especulativas.

Recorte de cuota de la OPEP

La OPEP, que en la actualidad produce casi 1.5 millones de barriles diarios por encima de su cuota, ha anunciado un posible recorte en 1 millón, con objeto de detener la caída de los precios observadas en las últimas semanas. La percepción de que el mercado tiene exceso de oferta se refleja en el comportamiento de los inventarios estadounidenses, que se encuentran por encima de los nivel máximos de los últimos cinco años, inclusive si se ajusta por demanda.

Los países que más promueven dicho recorte dentro de la organización son aquellos que se encuentran por debajo de la cuota actual, por lo que una reducción no implicará salida de producción, mientras que el resto de los países, de darse el recorte, sacrificarían crudos pesados. La incógnita para evaluar la viabilidad de que esta propuesta se concrete tiene que ver con el comportamiento de los países aliados de Estados Unidos dentro de la OPEP, dada la proximidad del proceso electoral en el Congreso.

Escenarios de Petróleo Brent, dólares por barril



Fuente: BBVA

Un elemento adicional a ser evaluado es que a partir de 2002, en la medida que mejora la oferta y se incrementan los inventarios estadounidenses, el precio reacciona al alza. Hasta entonces existía una clara correlación negativa y robusta entre precios del petróleo y stock de reservas. Hay que considerar que una variable clave son las expectativas de precio asociadas a la capacidad adicional de producción. En la medida en que ésta sea mayor, se percibe que el mercado esta más preparado para hacer frente a los factores de riesgo geopolítico, de salida eventual de parte de la producción de un país.

Giovanni Di Placido giovanni_diplacido@provincial.com

¿Cómo Enfrentará México la Desaceleración de EUA?...

Se mantendrá la fortaleza de la demanda interna en 2006

Después de despertar dudas entre algunos analistas acerca de si la incertidumbre relacionada con el proceso electoral generaría una posposición momentánea en las decisiones de consumo e inversión de los agentes, la evolución de las variables macro en lo que va del año muestra que el efecto electoral en la actividad económica fue prácticamente nulo. Por el contrario, los primeros seis meses del año sorprendieron por su fortaleza con lo que prevemos que la desaceleración en México será suave a partir del segundo semestre del año, y llevará al PIB a crecer un 4.6% en 2006 y un 3.6% en 2007, en línea con la desaceleración en EUA.

El crecimiento elevado en la primera mitad del año tuvo una contribución importante tanto de la demanda interna como de la externa. La demanda interna creció un 7.2% en el primer semestre, la tasa más elevada desde 2002. En consumo, el crecimiento se extendió a durables, no durables y a servicios. En inversión destacó la de maquinaria y equipo de origen importado, aunque el sector construcción tuvo también una dinámica muy favorable.

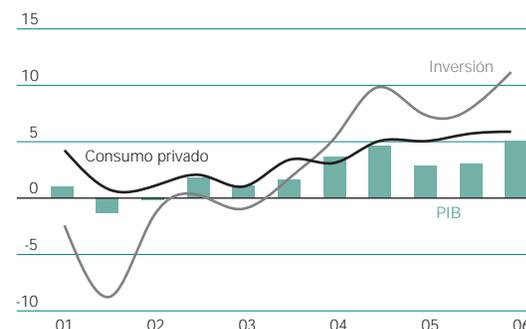
Por su parte, la demanda externa continuó jugando un papel importante en el presente ciclo en sus dos componentes: exportaciones petroleras y no petroleras. Las exportaciones totales crecieron 21.6% durante el primer semestre del año (en términos de dólares); las no petroleras lo hicieron en 17.9%, el más alto crecimiento en 6 años. Cabe destacar sin embargo que las exportaciones están fuertemente concentradas: cinco productos de exportación (sin incluir petróleo) aportan casi el 60% de las exportaciones; en el último año destaca muy particularmente el crecimiento en el sector automotriz.

Las exportaciones petroleras crecieron 44.2% anual en el primer semestre. Cabe destacar que los precios del petróleo influyeron en generar un elevado valor de estas exportaciones: mientras que en 2005 se exportaron 1,818 barriles diarios (promedio), en los primeros seis meses de 2006 el promedio diario fue de 1,908 barriles; casi 5% más, sin embargo el precio por barril fue 25% mayor (pasó de 43 dólares en 2005 a 53 en el primer semestre de 2006).

Por el lado de la oferta, el primer semestre del año se caracterizó por los buenos resultados en los tres grandes componentes del PIB: industria, servicios y agricultura tuvieron variaciones muy similares (5.4%, 5.3% y 4.8%, respectivamente, semestre vs. semestre en series desestacionalizadas) con lo que el PIB en su conjunto creció 5.1% en relación al primer semestre de 2005.

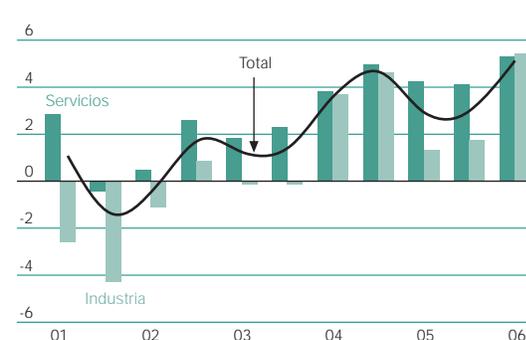
En servicios la positiva dinámica se vio influida por factores como el gasto en medios de comunicación relacionado con el proceso electoral, la expansión de servicios de telecomunicaciones y la recuperación de consumo e inversión en zonas hoteleras del sureste mexicano tras los huracanes Wilma y Stan en octubre del año pasado. Asimismo, la mejora en sectores como las manufacturas, consumo y el auge en construcción se reflejó en mayores servicios bancarios, de arrendamiento y de intermediación financiera.

PIB y Demanda Interna Variación % real anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Producto Interno Bruto Variación % anual



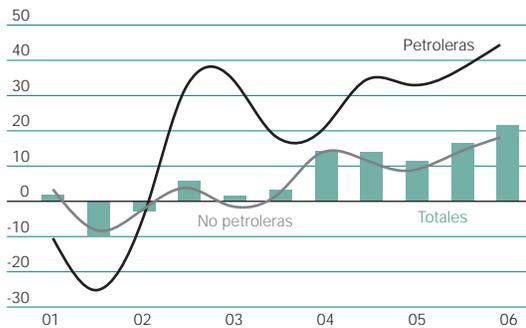
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Industria Manufacturera Variación % anual, ajustada estacionalmente

	1T05	2T05	3T05	4T05	1T06	2T06
Total	2.7	0.6	0.6	2.5	4.3	6.3
Alim., beb. y tabaco	5.4	2.2	2.3	0.1	1.0	3.0
Text. y prend. vestir	0.5	-4.1	-2.9	-2.4	-2.8	1.1
Ind. de la madera	0.1	-1.4	-0.3	4.7	3.5	1.5
Papel y editoriales	1.2	0.9	2.2	0.5	1.5	2.6
Sust. químicas	3.5	2.8	0.8	0.2	-1.1	2.1
Min. no metálicos	3.9	3.7	2.8	2.3	4.5	6.5
Metálicas básicas	1.6	1.8	-2.5	2.2	4.4	1.3
Met. maq. y equipo	0.5	-1.5	-0.1	7.4	12.6	14.8
Otras manufacturas	5.6	-3.2	-1.3	1.0	3.7	2.6

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Exportaciones
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

En la industria, pese a que la recuperación ha sido notable en los últimos tres años, ésta se encuentra focalizada en algunas ramas de la producción; en particular productos metálicos, maquinaria y equipo. En esta rama destacaron productos vinculados con la demanda externa: la industria automotriz y de autopartes, y también algunas otras como la de maquinaria y aparatos eléctricos y electrónicos, muebles metálicos y aparatos de óptica y médicos (ver recuadro "La Recuperación de las Exportaciones en el Mercado de EUA"). En contraste, industrias como la textil, madera, editorial y química han mantenido tendencias desfavorables en los últimos trimestres.

Hay que considerar que el favorable desempeño de la economía en la primera parte del año se vio favorecido por factores no recurrentes tales como la aceleración de la producción de la industria automotriz, los altos precios del petróleo y la terminación de obra pública al final de la administración; y también por los elevados ingresos por remesas.

Perspectivas: 2006 todavía un buen año; para 2007 la clave serán los servicios

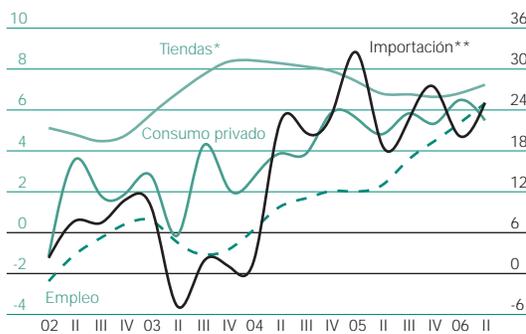
La economía global experimenta la etapa de crecimiento más alta y duradera en varias décadas: Europa y Asia mantienen ritmos de expansión altas e incluso han elevado sus expectativas a la alza, la inflación a nivel global es más estable, y hay menor volatilidad en mercados financieros que hace una década.

En medio de esta relativa bonanza mundial, EUA ha entrado en una etapa de desaceleración que indiscutiblemente tendrá efectos sobre la economía de México. Hoy por hoy el mayor riesgo que podría limitar el crecimiento de los siguientes meses y 2007 se relaciona con la magnitud de la desaceleración estadounidense. En el escenario base, el PIB de EUA crecerá este año a una tasa de 3.3% este año y 2.8% el siguiente: medio punto menos; la producción industrial pasará de 3.7% este año a 3.4% en 2007: 0.3 pp menos. En este contexto es relevante conocer hasta qué punto la demanda interna está preparada para amortiguar el impacto de la menor demanda externa (ver artículo sobre la sincronización México-EUA).

Como se mencionó anteriormente, los componentes internos de la demanda han destacado por su solidez en la primera parte de 2006, para el futuro somos optimistas y prevemos que la relativa fortaleza de la demanda interna se extienda a los restantes meses de 2006.

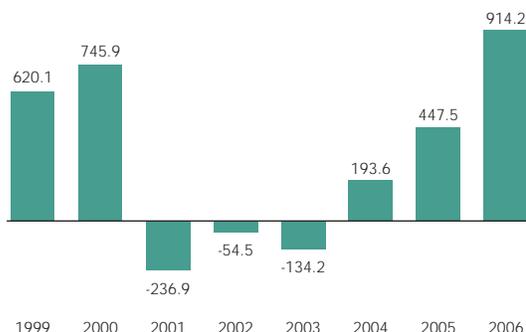
Indicadores de consumo privado refuerzan la perspectiva de que 2006 seguirá siendo un buen año para el consumo, con graduales menores tasas de crecimiento: tanto la importación de bienes de consumo, como índice de ventas al menudeo mantienen variaciones anuales elevadas en relación con el inicio de la recuperación. Elementos que apoyarán la solidez del consumo serán el envío de remesas, el crédito al consumo y la creación de empleos. En cuanto al envío de remesas, hasta agosto se habían captado más de 15,500 millones de dólares y para todo el año podrían superar los 21 mil millones, con lo que el monto de remesas se ha quintuplicado en los últimos diez años. El crecimiento del crédito al consumo crece en términos reales en el orden de 45% anual. Finalmente cabe destacar el ritmo de creación de empleos que ha sido especialmente positivo en los últimos periodos: se ha logrado la más alta creación de empleo

Indicadores de Consumo Privado
Variación % anual, ajustada estacionalmente



* Tiendas de autoservicio y departamentales
** Importación de bienes de consumo
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Trabajadores Asegurados al IMSS
Enero-agosto, variación anual, miles de trabajadores



Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS

(adscrito al IMSS) desde 1998: de agosto 2005 a agosto 2006 más de 900 mil puestos de trabajo. Esta tendencia tenderá a moderarse por efecto estacional hacia finales del año.

En los siguientes meses y 2007 la tendencia del sector externo repercutirá en la industria: sus efectos ya han comenzado a transmitir con moderaciones en el componente de manufacturas, que ha tenido crecimientos nulos o levemente negativos en los últimos meses. Los cinco productos que participan con el 72% de las exportaciones de manufacturas han comenzado a moderar su crecimiento; (máquinas y material eléctrico, combustibles minerales, vehículos terrestres, aparatos mecánicos y calderas e instrumentos y aparatos de óptica y médicos). En los siguientes meses, veremos la continuación de esta moderación a lo que habrá que sumar el efecto estadístico en los primeros trimestres de 2007 derivado de una base de comparación mayor.

En este sentido, cabe señalar que la dinámica observada en importaciones y exportaciones parece anunciar un desfase que continuará en 2007 donde las importaciones se desaceleran a un menor ritmo que las exportaciones y la contribución de la demanda externa neta será negativa y se ampliará.

El componente clave en 2007 serán los servicios, que aportan cerca del 70% del PIB. La moderación en industria tenderá a disminuir el crecimiento en el componente de servicios. El sector servicios, mucho más estable que industria, y que fue el soporte del crecimiento por el lado de la oferta en 2001 y los primeros años de 2002, contendrá también la moderación en 2007. Históricamente, la relación entre industria y servicios es estrecha¹, variaciones en industria implican efectos en servicios que se manifiestan en el mismo periodo y hasta con cuatro trimestres de rezago. Estimamos la elasticidad del componente de servicios ante variaciones en la industria entre 0.15 y 0.35, por lo que pensamos que el componente de servicios siga en expansión en 2007 aunque a menor ritmo que este año. Serán variables a monitorear en los siguientes meses el componente de empleo en servicios (sector que aporta cerca del 45% de los asegurados) así como los servicios turísticos.

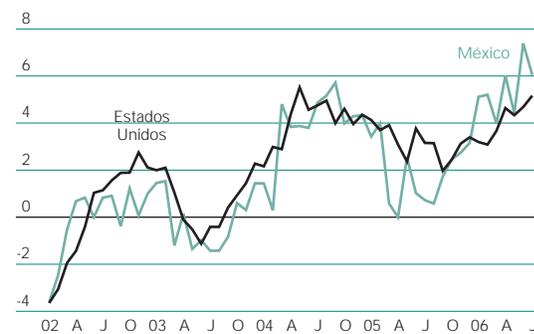
El escenario de riesgo al cual le asignamos una baja probabilidad plantea una desaceleración en EUA más pronunciada de lo anticipado actualmente. En este caso, la moderación además de tener efectos sobre la economía real, implicaría "efectos de segunda ronda" en mercados financieros derivados de la previsible mayor aversión al riesgo de los inversionistas que se podrían traducir en reasignación de flujos de capital a economías emergentes como México, así como el impacto en las cuentas externas y fiscales de menores precios de materias primas.

Por último no hay que descartar efectos favorables en la percepción de los agentes en relación a la aprobación de reformas estructurales aunque sean parciales en los primeros años del siguiente sexenio, lo que sin duda tendrá efecto en las actividades productivas del país, tanto en términos de mayor confianza como de mayores flujos de inversión, que se trasladaría a menores tasas de interés y un tipo de cambio más apreciado.

1 Coeficiente de correlación entre 2002-2006: 0.86.

Producción Industrial

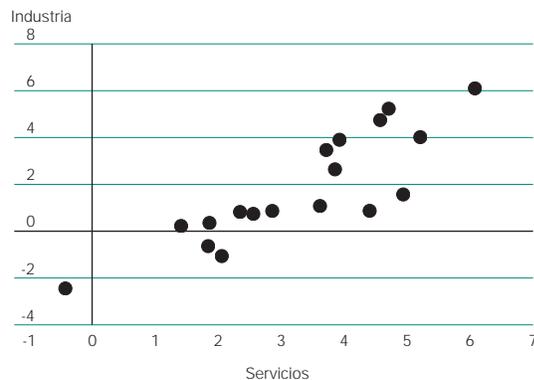
Variación % real anual



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

PIB Industria y Servicios

Variación % anual, 1T02-2T06



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Cuadro Macroeconómico de México

Variación % anual, series ajustadas por estacionalidad

	2004	2005	2006e	2007e
PIB	4.2	3.0	4.6	3.6
Demanda total	6.2	4.6	7.1	5.6
Interna	4.3	5.4	6.7	5.5
Consumo	3.6	4.8	6.0	4.9
Privado	4.1	5.4	6.0	5.0
Público	-0.4	0.3	6.5	4.0
Inversión	7.5	7.6	9.7	8.0
Privada	8.8	9.6	9.7	7.9
Pública	2.5	-0.4	9.3	8.5
Externa	11.7	6.8	11.5	7.5
Importación b. y servs.	11.6	8.6	13.0	10.0

e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

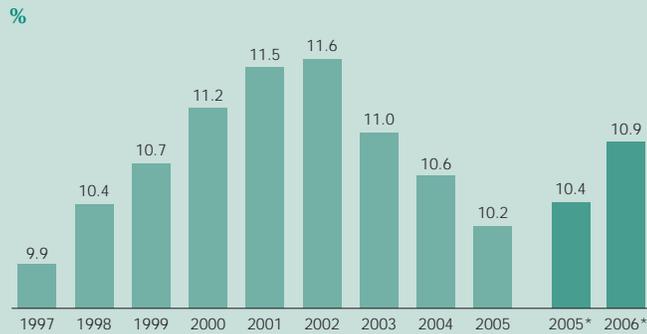
La Recuperación de las Exportaciones en el Mercado de EUA: ¿Un Fenómeno Duradero?

La entrada de China a la OMC

En diciembre de 2001, China ingresó a la Organización Mundial de Comercio (OMC) y con ello logró la eliminación de una buena parte de las barreras comerciales. En tan solo cuatro años, fue notorio su avance: en 2005 alcanzó una cuota en las exportaciones mundiales de poco más del 7%: más de 3 pp que cuatro años antes.¹ En este mismo período, México no solamente no avanzó, sino que perdió participación en las exportaciones mundiales de un poco más de medio punto porcentual. En 2005 nuestro país contribuyó con el 2% de las exportaciones globales.

La incorporación de una de las encomias más grandes del mundo al comercio global significó un cambio de tendencia en las exportaciones de México a su principal socio comercial: Estados Unidos. Tras la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), el comercio entre México y EUA se intensificó para llegar a niveles históricos: las exportaciones a EUA se triplicaron en los primeros 10 años de acuerdo, ubicando a México como el segundo socio comercial de EUA, después de Canadá, llegando a aportar 11.6% de las importaciones de ese país. A partir de 2003 sin embargo, las exportaciones mexicanas comenzaron a perder cuota en forma acelerada, entre 2002 y 2005 retrocedieron 1.4 pp.

Participación de las Exportaciones Mexicanas en el Mercado Estadounidense



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

1 En exportaciones manufactureras, la ganancia en cuota de mercado es mayor: 3.6 pp, con 8.2% de las exportaciones manufactureras mundiales.

Incipiente reversión en 2006

En los últimos meses de 2005 y más concretamente en 2006, se ha observado una modesta mejora en la participación de las exportaciones mexicanas en EUA de 0.5 pp, lejos aún de los máximos históricos. De esta ganancia, 0.19 pp provienen de las manufacturas de bienes duraderos, 0.37 pp de bienes no manufacturados (principalmente petróleo) mientras que 0.06 pp se han perdido en manufacturas no duraderas. Conviene destacar que durante el primer semestre de 2006 en relación al mismo periodo de 2005 solamente tres de los 15 principales exportadores a EUA (que contribuyen con 75% del total de sus importaciones) ganaron cuota de mercado. Estos fueron México con 0.50 pp, China con 0.40 pp y Arabia Saudita con 0.23 pp. En el caso de México y Arabia, los altos precios internacionales del petróleo jugaron un papel muy relevante; sin embargo México, a diferencia de Arabia Saudita también mejoró en su cuota de mercado en bienes manufacturados.²

Participación en EUA

Variación % anual, primer semestre 2006

	Total	Manufacturas		No manufacturas
		Durables	No durables	
México	0.50	0.19	-0.06	0.37
China	0.40	0.58	-0.21	0.03
Arabia Saudita	0.23	0.00	-0.04	0.27

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Oficina de Comercio e Industria de EUA

Después del petróleo, la ganancia en mercado de México es principalmente atribuible a manufacturas de bienes duraderos. En este grupo, cuatro industrias concentran la mayor parte de ganancia: equipo de transporte (donde sobresale automóviles), computadoras y equipo de cómputo, equipo eléctrico y componentes, y maquinaria no eléctrica. Estas ramas agrupan más del 70% de las exportaciones manufactureras de México a EUA.

Mención especial merece el caso de la industria automotriz que observó una dinámica de recuperación extraordinaria en su componente de exportación a partir de la segunda mitad del año pasado. En esta industria, la reestructura comercial en EUA ha incentivado mayores

2 Los ganadores en la importación de bienes no duraderos (ordenados según el volumen de sus importaciones en EUA) han sido el Reino Unido con 0.36 pp, Países Bajos con 0.55 pp, la Federación Rusa con 0.52 pp y Venezuela con 0.25 pp.

inversiones para el lanzamiento de nuevos modelos, que han logrado aceptación en los mercados internacionales, principalmente en Norteamérica (ver artículo “Reestructuración de la Industria Automotriz de EUA”).

Productos Mexicanos en EUA*

Participación %, enero-junio

	2005	2006	Diferencia
Total	10.4	10.9	0.50
No manufacturas	2.2	2.6	0.37
Petróleo	11.0	12.2	1.20
Manufacturas	8.2	8.3	0.13
Durables	6.8	7.0	0.19
Equipo de transporte	15.0	16.8	1.75
Vehículos	12.4	14.9	2.41
Equipo eléctrico y componentes	24.5	25.9	1.38
Maquinaria no eléctrica	7.2	7.7	0.47
Computadoras y equipos	12.8	13.0	0.22
No durables	1.4	1.3	-0.06
Vestido y textiles	9.0	7.9	-1.06
Plásticos	7.1	7.1	-0.08

* Para los grandes componentes de manufacturas y el total de no manufacturas, % en el total de importaciones; % en cada rama en los componentes

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Oficina de Comercio e Industria de EUA

Entre las industrias que han perdido mercado y de hecho se han caracterizado por su tendencia negativa en su participación en EUA destacan la industria textil, la mueblería y plásticos, y equipo médico.

La recuperación, esfuerzo individual

La reciente recuperación en el mercado estadounidense, debe ser valorada como un esfuerzo individual donde las industrias han sabido aprovechar ventajas comparativas frente al resto de los jugadores, difícilmente como un incremento generalizado de la competitividad del país. Hay señales de que la falta de reformas estructurales en México ha mermado la competitividad frente a otras economías: de los 50 países con mayores exportaciones a EUA, 80% tuvieron mejor desempeño en variación anual que México en sus exportaciones a ese país en 2003 y 62% en 2005. La cuota de mercado de muchos de esos países creció en EUA en los mismos años: la mitad de las economías con más participación ganó mercado en 2003 y 44% en 2005; en ambos años México perdió participación.

En términos cualitativos México ha perdido posiciones frente a otras economías en áreas como calidad regulatoria, estado de derecho, seguridad pública, control anticorrupción y efectividad gubernamental. Es claro que mientras no se resuelvan factores estructurales que incluyan el alivio a necesidades sociales básicas además de la flexibilización de los mercados en un contexto de fortalecimiento de las instituciones y elevación de la productividad y competitividad, difícilmente se podrá mantener el paso en la carrera global de comercio.³

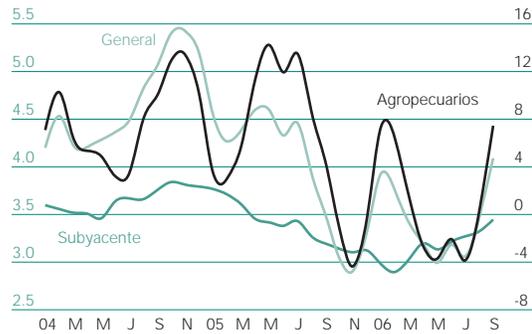
Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.bancomer.com

3 Revisar “Serie Propuestas”; número 33 de enero de 2006: “Diez acciones para Impulsar la Productividad y el Bienestar”; en donde se analizan reformas de segunda generación que elevarían el crecimiento potencial de la economía.

Inflación

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

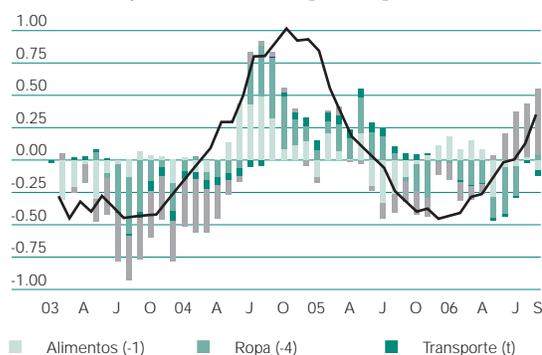
Inflación 2005 - 2006

	Var. % anual		Difer.*	Contrib.*
	Dic'05	Sep'06		
INPC	3.3	4.1	0.8	0.8
Subyacente	3.1	3.4	0.3	0.2
Mercancías	2.8	2.9	0.1	0.0
Servicios	3.5	4.0	0.6	0.2
No subyacente	3.8	5.4	1.7	0.5
Agropecuarios	-0.2	7.5	7.6	0.6
Admin. y concert.	4.8	4.3	-0.4	-0.1
Educación	6.6	5.7	-0.9	0.0

* Puntos porcentuales
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Traspaso de Inflación EUA hacia México: Componente Cíclico

Variación % y contribución en puntos porcentuales



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

Este artículo analiza la evolución de los principales componentes de la inflación a lo largo del presente año, el impacto que han tenido los componentes volátiles, y sus perspectivas.

En lo general, el balance de la inflación en lo que va del año muestra resultados favorables, pues más allá de la volatilidad de corto plazo, los distintos subíndices que integran el INPC se han mantenido en un rango de variación estrecho y, por segundo año consecutivo, dentro del intervalo establecido por el Banco de México. Ello, a pesar del repunte de la actividad, especialmente de los componentes internos de la demanda el consumo y la inversión (con tasas de crecimiento de 6.5 y 11.5% en el primer semestre del año, la tasa más alta desde 2000). A diferencia de otros ciclos de expansión, en éste las presiones de demanda han estado contenidas. También destaca el resultado por presentarse en un contexto de presiones alcistas de inflación en regiones con las que México mantiene un fuerte vínculo comercial (subyacente en EUA, de 2.2% en diciembre, a 2.8% en agosto).

Entre los factores que explican la estabilidad de la inflación en 2006 están el alineamiento de los precios públicos (contribución de 0.1 puntos a la reducción de la inflación en septiembre vs. cierre 2005, con tasas de 4.8 a 4.3%); reducciones en precios del sector agropecuario durante el primer semestre (var. % mensual promedio de -0.5% en el periodo enero-junio); la globalización o el "efecto China" (el subíndice de mercancías sin alimentos, a tasas de entre 1.5 y 2% desde 2002, vs. promedio de 3.6% para la subyacente), y; la fortaleza del peso (promedio de 10.9 pesos por dólar en el periodo enero-septiembre, apreciación nominal de 0.5% vs. 2005).

A partir del tercer trimestre de 2006, un repunte en los volátiles (hasta cierto punto anticipado) llevó al INPC a niveles por arriba del límite superior del intervalo establecido por Banxico (4.4% a la primera quincena de octubre). Más aún, puede anticiparse que la inflación continuará elevada hasta el primer semestre de 2007 debido a diversos factores:

Primero, un efecto aritmético derivado de estacionalidad y base de comparación, entre los que podrían señalarse el retiro del subsidio a la electricidad en octubre y noviembre; la temporada navideña; la revisión de precios en el sector privado al final y públicos al comienzo de cada año, y el alza en los subíndices de servicios en los primeros meses del año (50% de la inflación en servicios se acumula en el periodo enero-abril). Segundo, el impacto de los huracanes que en septiembre afectaron a los estados en la región del Pacífico, importantes productores agrícolas. Tercero, precios de materias primas aún elevadas; el alza en los materiales de construcción fue el factor que más presionó a la subyacente en el primer semestre. Por último, la rigidez a la baja en los componentes de la subyacente que han repuntado en los meses recientes y que en parte reflejan efectos rezagados de la inflación en EUA (la evidencia sugiere que la inflación de ese país anticipa algunos componentes de la inflación subyacente en México con un rezago de hasta cuatro meses).

Perspectiva de estabilidad en la subyacente

Descontados los efectos anteriores, los riesgos para la inflación subyacente hacia el cierre de 2006 y durante 2007 están acotados. Por una parte, el crecimiento de la actividad económica no se ha tradu-

cido en presiones significativas de inflación, lo cual, como se señala en el informe de política monetaria de Banxico de septiembre de 2006, podría explicarse, primero, por un crecimiento "balanceado", o impulsado tanto por las exportaciones como por el mercado interno; segundo, por holgura en la capacidad productiva (el volumen de producción manufacturera alcanzó apenas a mediados del presente año los niveles de 2000), y; por último, una recuperación sostenida de la inversión a partir de 2004.

En cualquier caso, no habrá tiempo para esperar a confirmar si las presiones de demanda llegan a materializarse, pues al parecer el ciclo económico alcanzó ya su nivel máximo y las señales de desaceleración han comenzado a hacerse notar tanto en México como en EUA. Luego de un primer semestre con un crecimiento promedio cercano al 5% en México, la economía mexicana se moderará gradualmente en la segunda mitad, para promediar en el año un crecimiento próximo al 4.6%; para 2007 el crecimiento podría ubicarse en torno al 3.6%. Una parte importante de esta desaceleración estará asociada a la evolución de EUA, que estimamos pase de un crecimiento de 3.3% en 2006, a 2.8% en 2007.

La desaceleración en EUA implicará menores presiones sobre los precios: el componente subyacente podría pasar de 2.5% promedio en el presente año, a 2.3% en el siguiente. Para el tipo de cambio la expectativa es que la cotización se mantenga estable (en términos nominales), en promedio de 11 pesos por dólar durante 2007. Estos dos factores acotan los riesgos tanto de traspaso del tipo de cambio como de "inflación importada".

Por último, los precios de las materias primas comienzan a ceder, y con éstos, las presiones en algunos componentes de la subyacente. En particular servicios de vivienda, fuertemente ligado a los precios de materiales de construcción.

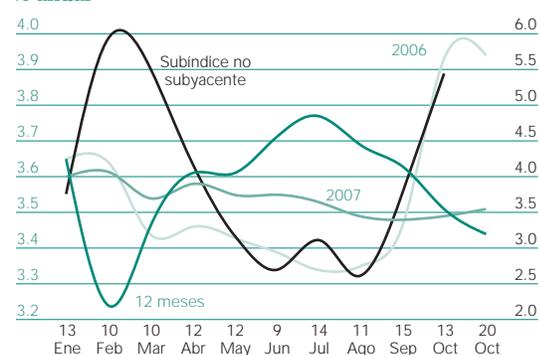
Bajo este escenario, esperamos que la inflación subyacente pase de niveles de 3.4% al cierre de 2006, hacia 3.2% al final de 2007. Para la inflación general anticipamos niveles de 3.8 y 3.5% respectivamente, con ciertas presiones en el primer semestre.

Expectativas, factor clave

Entre los riesgos para la convergencia de la inflación hacia el 3% está el que se repita un episodio como el de 2004, cuando la volatilidad de corto plazo (agrícolas) se trasladó a las expectativas de mediano plazo, a lo cual se sumó algo de inflación importada. La historia de 2006 parece ser distinta: en esta ocasión, el incremento en precios agrícolas durante el tercer trimestre ha tenido impacto en las expectativas sólo de corto plazo. Por su parte, mientras que en 2004 el componente de inflación importada pudo reflejar un choque de demanda vinculado al ciclo económico en EUA (impacto en alimentos y ropa), en 2006 dicho componente reflejó el alza en materias primas (acero y otros materiales de construcción) con un impacto transitorio y similar en ambos países.

En síntesis, si bien la inflación se mantendrá cercana al límite superior de la meta de Banxico hasta mediados de 2007, el riesgo de una aceleración en la subyacente es limitado. La perspectiva es que sea ésta la que contribuya a la convergencia de la inflación hacia finales del siguiente año.

Expectativas de Inflación* y Precios Volátiles



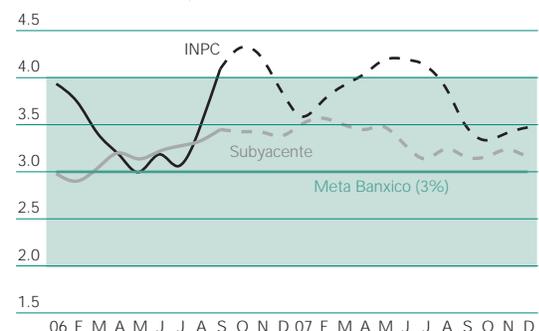
* Encuesta Infosel
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Subíndice de Vivienda*



* Renta de vivienda, vivienda imputada y productos para el mantenimiento de la vivienda
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y BLS

Inflación Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación México - EUA: ¿Choques Comunes o Traspaso?

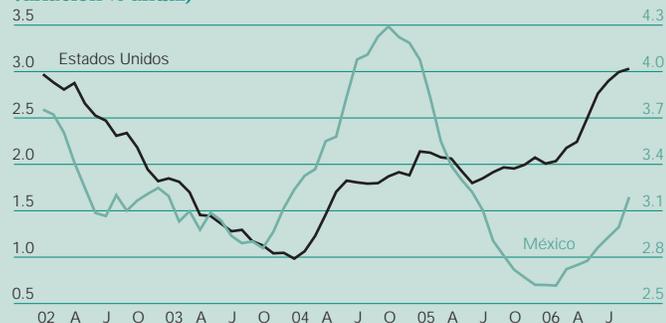
En el proceso hacia la estabilidad de precios en México la apertura de la economía ha tenido un papel preponderante en trasladar bajadas en los precios internacionales a los domésticos. Este apartado analiza las fuentes de vinculación entre los precios de México y los de EUA, con estimaciones sobre la magnitud y velocidad con la cual se relacionan.

Apertura, el primer eslabón

El control de la inflación no ha sido producto sólo de la apertura comercial, también han influido la disciplina fiscal, la autonomía del banco central, la liberalización del tipo de cambio y la desregulación de los mercados. Sin embargo, a partir del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), la integración productiva y la eliminación de barreras arancelarias han tenido un impacto elevado en el proceso de formación de precios en México.

Índice Compuesto Inflación Subyacente*

Variación % anual



* Construido con subíndices de precios comparables en: alimentos, transporte, ropa y vivienda; representa 43% del INPC en México

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Al desagregarse el INPC en México en sus principales componentes, puede observarse que hasta un 50% (70% de la subyacente) tiene una vinculación potencial con los precios internacionales y su evolución sigue, en lo general, la misma trayectoria que en EUA. La vinculación ocurre principalmente en alimentos, ropa, automóviles, servicios de vivienda (por la alta ponderación que tiene en ambos países el componente de renta imputada, y dentro de éste, materiales de construcción, como aproximación al costo de edificación) y artículos diversos como aparatos eléctricos y electrónicos, entre otros. El análisis estadístico apoya la idea de que en algunos casos las variaciones en los precios de EUA pueden verse como indicador anticipado de inflación en México, con un adelanto máximo de cuatro meses. La prueba de causalidad de Granger muestra que, para el periodo 2001-2006, los precios en EUA se adelantan a los de México un mes en alimentos y vivienda, y hasta cuatro meses en ropa;

en el caso de automóviles los movimientos en precios podrían ser simultáneos.

Pruebas de Causalidad de Granger*

		México			
		Alimentos	Ropa	Transporte	Vivienda
Estados Unidos	Alimentos (t-1)	15.87 (0.00)			
	Ropa (t-4)		7.28 (0.00)		
	Transporte (t)			5.57 (0.01)	
	Vivienda (t-1)				7.72 (0.01)

* Coeficientes denotan valor de estadístico-t sobre la hipótesis nula (Estados Unidos no causa México); valor en paréntesis denota probabilidad al 95% de confianza
Fuente: BBVA Bancomer

¿Traspaso o globalización?

Dos pueden ser las razones para la vinculación entre los precios de México y los de EUA. La primera sería considerar que México se integra a aquella economía y, al ser pequeña en términos relativos, es precio aceptante; además, de la vinculación de precios por el comercio intraindustrial. La segunda es la vinculación por condiciones comunes a ambos países: intensificación de la globalización y reducción de los precios de la tecnología, así como la entrada de los productos de China, y en algunos casos de India (ropa y textiles); además de los choques comunes de materias primas (acero y otros materiales de construcción), que ha tenido un impacto similar en ambos países (ver en artículo, gráfica de precios de vivienda en México vs. EUA).

Conclusiones: tan cerca y tan lejos

A partir de la integración comercial con EUA y la apertura propia de la economía, los choques de inflación en ese país, y en general, los precios internacionales son cada vez más importantes para México. La entrada de nuevos participantes al comercio mundial y el abaratamiento de los precios de la tecnología y de otros productos han sido choques favorables para la inflación, aunque este tema también ayuda a recordar que en México aún hay mucho por avanzar en materia de competitividad y flexibilidad de los mercados, necesarios para reflejar mejor y más rápido los cambios en ese entorno, donde desde luego se incluye el contexto externo. Un ejemplo es el caso de la electrónica (computadoras, televisores y equipos de video), donde los precios en México apenas reflejan la marcada tendencia de baja que registra este sector a nivel mundial: en EUA los precios han caído en promedio 14% durante 2004-2006, en tanto que en México la reducción ha sido de 3.5%.

Eduardo Torres

e.torres@bbva.bancomer.com

Mercados Financieros: Entre Pausas Monetarias y Baja Volatilidad Financiera

Previo al último incremento de la tasa de fondos federales en EUA (5.25% el 29-jun), dudas sobre el crecimiento de esa economía y la persistencia de las presiones inflacionarias, imprimieron una mayor incertidumbre sobre el rumbo que tomaría la política monetaria en ese país. Como consecuencia, la volatilidad financiera global se incrementó significativamente: de mayo a junio, los mercados de capitales globales aumentaron su riesgo al doble de lo registrado desde 2004 y las divisas principales en el mundo aumentaron su volatilidad. En este contexto y junto al proceso electoral interno, la evolución de los mercados en México fue similar: incrementos en las primas de riesgo en mayo y junio desembocaron en pérdidas en el mercado de capitales de hasta 19.4% con respecto al máximo registro en los primeros cuatro meses del año y en una depreciación del peso frente al dólar de hasta 10% en dicho periodo.

Sin embargo, esta historia se revirtió en la medida en que nueva información (relativa a precios y actividad) apuntalaba las perspectivas de una eventual pausa monetaria en EUA. Estas perspectivas junto a la posibilidad de una reducción en la tasa de fondos federales en 2007 frenaron el periodo de volatilidad financiera e hicieron que convergiera nuevamente a niveles mínimos.

Un contexto de baja volatilidad global, ¿continuará?

En un entorno de sólidos fundamentos económicos, las presiones inflacionarias de corto plazo y los eventos políticos internos han tenido un impacto reducido en los mercados comparado con las dudas respecto a las acciones de política monetaria de la Fed. Para 2007, la atención de los mercados en México seguirá centrándose en EUA y, particularmente, en la disponibilidad de flujos internacionales.

En la medida en que el ciclo monetario en EUA (iniciado en 2004 hasta junio de 2006) fue descontado por el mercado, la volatilidad anualizada de los mercados de capitales globales (MSCI¹) se mantuvo en un promedio de 8%, mientras que el mismo índice para mercados de capitales en Latam y México promediaron ambos 20%. Sin embargo, durante mayo y junio, la volatilidad global se duplicó al registrar 16% (Latam y México, 45 y 50% respectivamente) al originarse mayor incertidumbre sobre próximas posturas monetarias de la Fed. Al concretarse la pausa monetaria (junio 2006), la variabilidad del índice global del MSCI regresó a niveles inferiores del 8% (los menores en diez años). De forma similar, los mercados de capitales en Latinoamérica redujeron su variabilidad tras iniciada la pausa (ver gráfica).

En los mercados cambiarios la historia ha sido similar. Sin embargo, en este renglón destaca el peso mexicano al presentar en las últimas semanas una variabilidad menor a las de divisas de elevada liquidez (euro, libra, yen, franco). Es importante hacer notar que, en México, la volatilidad de los mercados financieros en su conjunto ha alcanzado niveles mínimos para los últimos dos años (Índice General de Volatilidad Financiera de México, ver gráfica).²

1 Índice Morgan Stanley Capital International.

2 El índice general de volatilidad financiera de México se calcula considerando la variabilidad observada en el mercado cambiario, mercado de capitales (MSCI), swap spreads y spreads soberanos. Incrementos (disminuciones) en su nivel señalan una mayor (menor) volatilidad en el conjunto de los mercados.

MSCI: Volatilidad Anualizada



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

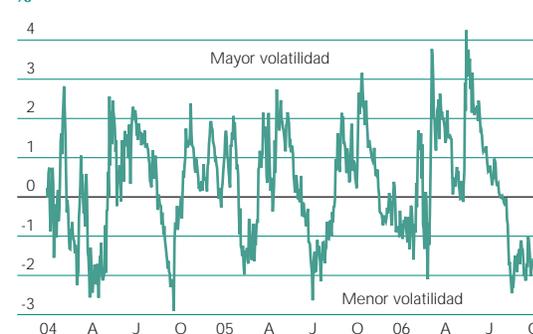
Volatilidad Cambiaria

Divisa vs. dólar, 3 meses, promedios

	Actual	2006	2005	2004
Peso mexicano	7.0	8.5	7.3	9.0
Euro	6.9	8.3	9.0	10.5
Libra esterlina	6.8	7.9	8.2	9.5
Yen japonés	7.5	8.7	8.5	9.5
Real brasileño	10.7	15.1	14.3	12.8
Dólar canadiense	7.4	7.7	8.4	8.7
Franco suizo	7.8	9.1	9.8	11.1

Fuente: BBVA Bancomer

México: Índice de Volatilidad Financiera



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Volatilidad Anualizada del Peso y Expectativa de Política Monetaria en EUA



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

Pendiente de la Curva Mexicana



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Tasa Real de Tres Meses* EUA, UEM y Japón, %



* Promedio ponderado según tamaño de cada economía
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Nuestra perspectiva es que la Fed mantendrá su tasa de referencia en 5.25% durante 2006 y 2007 frente a un escenario de moderada desaceleración —por una baja inversión residencial y una menor riqueza inmobiliaria— que serviría para contener las presiones inflacionarias en EUA. Cuando ésta se disipe, la tasa de la Fed bajaría 75 puntos básicos en 2008. Así, es previsible que las volatilidades financieras sigan contenidas hasta que se empiecen a descontar reducciones más pronunciadas de la tasa de fondos federales hacia finales de 2007. Lo anterior contribuye a que el Banco de México goce de los elementos de liquidez internacional que le den holgura suficiente para mantener su actual postura monetaria en espera de valorar el rumbo de la inflación doméstica.

Sólo un escenario alternativo de bajas tempranas en la Fed durante 2007 —inducidas por una economía estadounidense con mayor desaceleración— detonaría fases de mayor volatilidad (y, por ende, de mayores primas de riesgo), pero no mayores a las observadas en mayo y junio de este año.

Banxico vigilante en 2006 y parte de 2007: escenario base

En materia de política monetaria, Banxico mantiene el fondeo bancario en 7% abril de 2006. La intención del instituto central es extender su postura monetaria hasta que exista evidencia de que la inflación general empiece a converger a la meta (3%), lo cual pudiera ocurrir hacia mediados de 2007. Los elementos que apuntan a que no observaremos un relajamiento en las condiciones monetarias en los próximos meses se pueden identificar en los comunicados de la Junta de Gobierno de Banxico.

La Junta incrementa su rango previsto de inflación general para 2006 hasta 4.0% (vs. 3.5% estimado previo) ante las presiones de oferta observadas en algunos mercados como el jitomate, pollo, azúcar y tortillas. En cuanto a la inflación subyacente, la ubica entre 3.0-3.5% en este año. Adicionalmente, espera que para finales 2007 la inflación general y subyacente pudieran situarse en 3.5 y 3.0%, respectivamente. Es decir, Banxico prevé que las presiones de oferta serán transitorias, pero se muestra cauteloso al incorporar los precios agropecuarios dentro de su balance de riesgos sobre inflación junto a la elevada inflación de servicios y las expectativas inflacionarias desviadas de la meta. En este contexto, la Junta de Gobierno elimina de su comunicado la frase de “no existe espacio disponible para un relajamiento” y la sustituye por “reitera su intención de propiciar la convergencia de la inflación a su meta”. Este cambio da mayor flexibilidad para un movimiento futuro en la política monetaria y no implica por sí misma una indicación de una próxima acción monetaria.

Si bien la perspectiva de una moderación de la economía tenderá a aliviar las presiones inflacionarias en el país,³ el relajamiento de las condiciones monetarias sólo se producirá cuando exista evidencia clara de que la inflación subyacente converge hacia el 3%, lo que será de un bajo traspaso de los choques temporales de oferta a la formación de precios en la economía.

3 Nuestros estimados base para el sector real de la economía son: crecimiento de 4.6 y 3.6% para 2006 y 2007 con una inflación al cierre de 3.8 y 3.5% respectivamente.

En este sentido, consideramos pudiera haber oportunidad de graduales disminuciones en el fondeo hasta mediados de 2007 de forma tal que pudiera cerrar ese año en 6.5%. Los factores que contribuirían a dicha baja son una inflación esperada que se mantenga controlada y un sesgo a la baja en actividad económica. Esto se podría ver apoyado por la potencial gestación de reformas estructurales.

Contexto económico en 2006-07: ¿similar a 2004-05?

Uno de los principales riesgos para este escenario consiste en regresar a la dinámica inflacionaria de 2004, en donde los incrementos de precios agropecuarios influyeron en la subyacente, en un entorno de depreciación cambiaria y un crecimiento de la demanda interna mayor al esperado. En esta ocasión, no sólo la actividad se está moderando en un contexto de fortaleza cambiaria que limitará los traslados a la inflación subyacente; además, las expectativas de inflación a largo plazo están contenidas, la política monetaria está en un rango neutral y los fondos federales entrarán en una larga fase de estabilidad.

Por todo ello, consideramos que actualmente los riesgos sobre inflación son menores en relación con el pasado episodio de repunte de la inflación subyacente lo cual favorece a un mayor anclaje de las expectativas y al manejo de la comunicación de Banxico (véase recuadro). Si en este periodo de alza de inflación de los componentes más volátiles, la subyacente y las expectativas de inflación se mantienen controladas, se abrirá la puerta a una tasa más baja en la medida en que será necesario una menor tasa real para contener posibles brotes inflacionarios.

Curva de rendimientos y paridad, ¿buenas noticias?

Bajo un contexto global de reducida volatilidad frente a la pausa monetaria en EUA, la liquidez no ha disminuido de forma importante en los mercados internacionales. Esta circunstancia, junto a la pausa monetaria de Banxico, hizo que el mercado financiero mexicano se comportara de forma relativamente estable. El EMBI+ de México se ha reducido desde 140 pb (fin de 2T06) hacia 100 pb. Este comportamiento ha sido relativamente generalizado en los mercados emergentes debido a la relativa estabilidad de flujos financieros. Por tal motivo y de mantenerse la tasa de fondos federales en 5.25%, es razonable asumir el mantenimiento de la liquidez internacional y de primas de riesgo soberano para Latam similares a las actuales.

Además, desde que inició el 3T06, la tasa de largo plazo (M10) ha disminuido aproximadamente 80 pb para situarse próxima a 8.0%, lo anterior gracias a un importante apetito doméstico por el largo plazo y al mantenimiento de las posiciones de inversionistas extranjeros. Bajo el contexto internacional y monetario actual, es previsible que el M10 cierre en 8 y 7.5% el 2006 y 2007.

Finalmente, en materia cambiaria, las divisas más importantes han sufrido en los últimos tres meses una depreciación promedio de 2.7% con respecto al dólar mientras que el peso mexicano lo ha hecho en 0.3%. Bajo un entorno externo todavía favorable en materia de flujos y un marco doméstico positivo, que ha permitido mantener primas de riesgo acotadas, estimamos como escenario base una relativa fortaleza del peso al cierre de este año (10.9 ppd) y principios del 2007 que estaría reflejando el mantenimiento del diferencial de tasas de interés

EMBI+ México y Spread Corporativo BAA en Estados Unidos



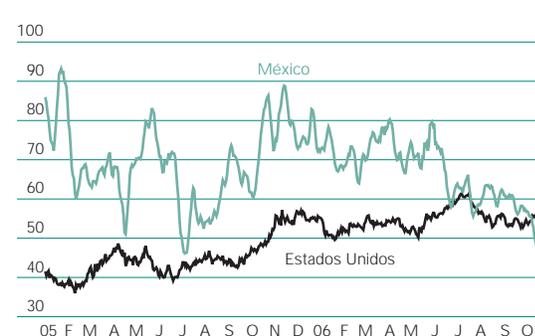
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Diferencial 10 años México-EUA Esperado por el Mercado en 1 año vista



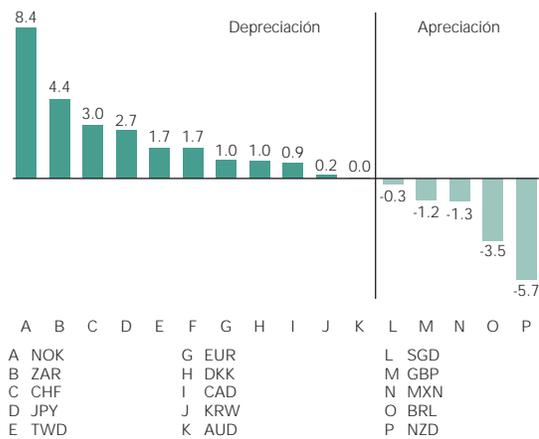
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal

Swap Spread 10 Años



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

Apreciación / Depreciación de la Divisa con Respecto al Dólar En 3 meses, %



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Mercados Financieros Fin de periodo

	Base	Desaceleración en EUA	Renovación de flujos
Tipo de cambio, pesos por dólar			
2006	10.9 (10.9)	11.1	10.8
2007	11.3 (11.0)	11.7	10.6
Fondeo bancario, %			
2006	7.0 (7.1)	7.0	7.0
2007	6.5 (6.8)	6.0	6.5
Bono M10, %			
2006	8.0 (8.4)	8.0	8.0
2007	7.5 (7.7)	7.3	7.0
EMBI+ LatAm, pb			
2006	225	225	225
2007	250	300	225

Nota: Promedio anual entre paréntesis
Fuente: BBVA Bancomer

Señal para 2007

Bajo ninguno de nuestros escenarios posibles (base, optimista y pesimista) se prevén ajustes abruptos y permanentes para las variables financieras. El 2007, en general, se perfila como un año relativamente estable con periodos de moderados incrementos en su volatilidad hacia la segunda parte, derivados de una reducción de 50 pbs de la tasa de fondeo bancario y de la moderación de factores internacionales favorables para el mercado financiero mexicano.

entre México y EUA. A mediados de 2007, podría haber episodios de volatilidad previa a la reducción del fondeo; no obstante, prevemos que ésta sea temporal y reducida, dado que la reducción en la tasa de fondeo obedecería a un entorno relativamente positivo en materia de inflación. De esta forma, en el segundo semestre de 2007 el tipo de cambio retomaría niveles superiores a 11 ppd y cerraría el año en 11.3 ppd.

Escenarios alternos: el malo y el bueno

En la actualidad, el principal riesgo para los mercados financieros mexicanos lo constituye el grado de desaceleración de EUA. Si bien, por el momento avizoramos un ajuste gradual en su crecimiento, un mayor ajuste en el sector inmobiliario pudiera inyectar mayor aversión al riesgo entre inversionistas que se manifestaría en menores niveles de liquidez internacional y en mayor volatilidad en los mercados.

Bajo este escenario (de baja probabilidad), estimamos que la economía estadounidense se moderaría hacia el 1.5% en 2007, con una inflación promedio de 1.5% y unos fondos federales terminando en 4.5%. En este caso, el fondeo bancario cerraría el año en 6%. En este escenario, es previsible que la curva de rendimientos se incrementara de forma tal que la posibilidad de reducciones en la tasa del M10 sería limitada. En cuanto al comportamiento del peso, observaríamos una mayor depreciación al incorporarse mayores primas de riesgo (cierre 2007 de 12.1 ppd).

Otro escenario alternativo que podría aumentar su probabilidad en los próximos meses sería el de una renovación de flujos hacia la economía mexicana. Estos mayores flujos de capital serían atraídos por una mayor confianza, ante la posibilidad de avance de reformas estructurales y frente a una economía de EUA creciendo en torno a su potencial. Incluso se podría llegar a considerar un aumento en la calificación del riesgo soberano dado la adecuada administración de la deuda pública y las perspectivas de un avance en el PIB potencial de México siempre que aumente la eficiencia en la recaudación fiscal. Bajo este panorama, el fondeo bancario disminuiría por expansiones en la oferta potencial de la economía más que por disminución en la demanda agregada como sería el caso en escenarios base y pesimista, si bien el margen de bajada dependerá del alcance de las reformas. En este entorno de mayor oferta potencial, la tasa del M10 y la paridad incorporarían menores primas de riesgo de forma tal que estos pudieran cerrar 2007 en 7% y 10.6 ppd, respectivamente.

Comunicación de Banco de México y Mercado Financiero

A 10 años de la autonomía del Banco de México, se aprecian periodos en los cuales las autoridades monetarias han enfatizado el uso de determinados instrumentos de política como el "corto", los depósitos de regulación y la comunicación de condiciones monetarias. Dichos instrumentos han sido interpretados por los participantes del mercado de distintas formas y valorados en función a la claridad de los mensajes, la duración de los movimientos (v.gr. frecuencia del ciclo monetario) y los efectos sobre inflación esperada.

En un principio, el énfasis de Banxico se centraba en aumentar su posición acreedora dentro del sistema financiero a través de establecer "cortos" o faltantes en los saldos de las cuentas corrientes de los bancos —complementado con otros instrumentos como depósitos obligatorios con Banxico— con el objeto de incidir sobre las condiciones de liquidez en la economía y dejar, así, que el mercado determinara la tasa de interés de "equilibrio" en el corto plazo congruente con el estado de la economía. Bajo este esquema, la estrategia de comunicación consistía principalmente en anuncios quincenales de política monetaria (monto del "corto") y un amplio comunicado de prensa mensual sobre la visión de Banxico. Los detractores de este esquema argumentaban que los efectos del "corto" sobre la tasa de interés tendían a diluirse rápidamente conforme la base monetaria iba expandiéndose, y que las asimetrías en la lectura de las intenciones monetarias de Banxico por parte del mercado (ante la falta de una postura definida) generaba una mayor incertidumbre —y por tanto mayor volatilidad— sobre la determinación de la tasa de corto plazo. De esta forma, la eficiencia del mecanismo para influir expectativas pudiera verse acotada.

A partir del 26 de marzo de 2004 se empezó a observar un proceso de alzas y bajas discretas de la tasa de fondeo bancaria que —además de reducir la volatilidad— ha reflejado una señal directa de Banxico sobre el rumbo que debieran seguir las "condiciones monetarias internas" en congruencia a su meta inflacionaria. Esta indicación fue introducida, junto a un balance sucinto de riesgos de inflación con objetivos claros, en los comunicados mensuales de Banxico al hacer explícito no sólo la dirección del ajuste monetario, sino también la magnitud y perspectivas del mismo (v.gr. vincular las condiciones a los movimientos de la Fed, indicar la magnitud máxima del relajamiento y exponer si existe espacio para posteriores bajas).¹ Ante ello, es conveniente explorar la forma en que esta transmisión de la intención monetaria ha sido procesada y asimilada por el mercado y qué posibles implicaciones pudiera tener sobre el canal de expectativas en el país.

¿Es marzo-04 un parteaguas en la implementación de política monetaria?

Si consideramos que el mercado forma sus expectativas sobre la próxima dirección de la política monetaria analizando la comunicación de Banxico, pero también tomando como referencia instrumentos como, por ejemplo, reglas de comportamiento (v.gr. Regla de Taylor) y procesando información sobre Índices de Condiciones Monetarias para valorar el grado de restricción prevaleciente en cada momento; entonces, pudiéramos evaluar si después de marzo de 2004, la habilidad del mercado para predecir la tendencia monetaria con estos instrumentos ha aumentado. De ser éste el caso, nos pudiera insinuar avances de la comunicación en términos de su influencia sobre la formación de expectativas en el mercado financiero y, con ello, sugerir posibles ganancias en la reputación del instituto central.

Para evaluar lo anterior estimamos la probabilidad de ocurrir algún evento monetario en el mes t , m_t , dado la dirección *a priori* de cambio en la Regla de Taylor seleccionada, R_{t-1} , y un Índice de Condiciones Monetarias, ICM_{t-1} .² De esta forma m_t toma el valor de 1 si se observa algún evento (endurecimiento y/o relajamiento); y de 0 el caso contrario (nótese que este valor es independiente a si estas señales son realizadas con "cortos" o movimiento dirigido en las condiciones monetarias).

$$P(m_t = 1 | X_{t-1}, \beta) = 1 - \Theta(-\beta'X_{t-1})$$

$$R_t = \alpha_0 + \alpha_1 \pi_t^{\text{gap}} + \alpha_2 \gamma_{t-1}^{\text{gap}} + \alpha_3 \xi_{t-1}^{\text{gap}} + \rho R_{t-1} + v_t;$$

$$ICM_t = \kappa_1 r_t + \kappa_2 \xi_1^{\text{real}}$$

$P(\bullet)$ es la probabilidad de ocurrencia del evento m dado variables exógenas descritas: Θ es la función de distribución normal acumulada, β los estimados Probit y X el vector de variables exógenas (ΔR_{t-1} , ICM_{t-1}). Donde π^{gap} es el diferencial entre inflación observada menos objetivo Banxico, γ^{gap} es la brecha de producción (crecimiento observado menos potencial), ξ^{real} es la apreciación real del tipo de cambio y r es la tasa de interés real.

Estimados PROBIT

Coeficientes	Mov. de restricción		Mov. de relajamiento	
	A	B	A	B
C	2.15 ns (2.24)	17.00 * (5.87)	-12.55 * (3.57)	-103.81 ** (55.93)
ΔR_{t-1}	0.60 ** (0.33)	2.64 ** (1.41)	-1.19 * (0.42)	1.02 ns (3.44)
ICM_{t-1}	-0.02 ns (0.02)	-0.18 * (0.06)	0.11 * (0.03)	1.01 ** (0.54)
Avg. Log-Likelihood	-0.583	-0.264	-0.353	-0.128
McFadden R ²	0.07	0.61	0.37	0.79
Obs. Total	57	30	57	30
Obs. $m=1$	18	12	14	9

A Marzo 1999 a Marzo 2004 B Marzo 2004 a Agosto 2006
Notas: Significancia de parámetros * al 99%, ** al 95% y *** al 90%. Errores estándar ()

Interpretación de resultados:

En todos los estimados posteriores a marzo 2004 se registra un mayor "Cuasi R²" y menores errores en el ajuste de la ecuación. Para el caso de movimientos restrictivos, se observa un aumento en la confiabilidad de los estimadores; lo cual no sucede para los eventos de relajamiento. La elevada significancia de parámetros en el modelo de relajamiento antes de marzo 2004 pudiera reflejar la naturaleza de los efectos transitorios del "corto" sobre las tasas de interés.
Fuente: BBVA Bancomer

La evidencia del modelo es sugerente sobre los efectos positivos de la comunicación sobre las expectativas de los analistas. Antes de observarse las indicaciones directas sobre la tasa de fondeo (muestra jul-99 a mar-04) se registraron 109 anuncios de política monetaria haciendo que de 57 meses se observaran 18 con señales de mayor restricción (elevación “corto”) y 14 de relajamiento. Posteriormente, se han efectuado 51 reuniones en 30 meses: 12 con señales de restricción (ya sea corto o señalamiento de condiciones monetarias internas) y 9 con relajamiento. Con base al modelo binario y considerando aquellos eventos cuya probabilidad de ocurrencia era mayor a 50% (nivel de “cut-off” previamente seleccionado, el cual no sesga los resultados), observamos que posterior a marzo de 2004 un mayor número de éstos fueron predichos por los instrumentos arriba descritos (Taylor e ICM, ver tabla): 91.7% de los eventos restrictivos fueron acertados (vs. 16.7% antes de marzo), 88.9% de los eventos de relajamiento (vs. 50% antes), y 85.7% de la ocurrencia de cualquier noticia monetaria (vs. 75% antes).

Rumbo Monetario Según Señales Contenidas en Regla de Taylor e ICM
Frecuencia de predicciones (cut-off, c=0.5)

Eventos	Señal			
	Restricción	Relajamiento	Cualquier mov.	Sin mov.
De 1988 a Marzo 2004				
Totales	18	14	32	25
Predichos	3	7	24	10
% de acierto	16.7	50.0	75.0	40.0
Después de Marzo 2004				
Totales	12	9	21	9
Predichos	11	8	18	1
% de acierto	91.7	88.9	85.7	11.1
De 1988 a la fecha				
Totales	29	23	52	34
Predichos	16	11	49	4
% de acierto	55.2	47.8	94.2	11.8

Fuente: BBVA Bancomer

Conclusiones

Si bien es recomendable contar con una mayor muestra, la evidencia recolectada sugiere que posterior a que se introdujeran señalamientos directos sobre las condiciones monetarias —junto al balance sucinto de riesgos sobre inflación— los participantes en el mercado han estado en posición de tener una mayor precisión en la evaluación de las condiciones monetarias internas así como de las intenciones futuras de Banxico. Esto puede ser resultado no sólo de una transmisión más clara de la intención monetaria, sino también de un proceso de aprendizaje del mercado para leer estos mensajes. Independientemente de lo anterior, la adopción de una comunicación que se traduce en una dirección más clara y puntual del fondeo bancario, puede contribuir a que el instituto central tenga mayor incidencia sobre las conjeturas dentro del mercado financiero. De confirmarse, lo anterior pudiera reflejar un avance en la credibilidad en el rumbo monetario que lo situaría en una posición favorable para influir sobre tasas de interés de mayor plazo como se ha destacado en estudios enfocados en otros bancos centrales.

De forma paralela, los resultados también señalan la importancia de que el Banco Central siga avanzando en términos de la claridad en el uso de sus instrumentos y en la comunicación de sus intenciones (v.gr. difusión de minutas de reuniones de la Junta de Gobierno). Lo anterior consolidaría los avances en materia de credibilidad y permitiría al instituto central incidir más eficientemente en el canal de expectativas de transmisión de la política monetaria. Lo anterior es particularmente importante para afianzar su política de inflación por objetivos.

Octavio Gutiérrez o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

- 1 Es conveniente aclarar que el Banco de México mantiene latentes los demás instrumentos (v.gr. “corto” y depósito obligatorio) los cuales pueden ser reactivados en un futuro.
- 2 Se consideraron diferentes especificaciones de Regla de Taylor y de ICM en donde los resultados cualitativos de la probabilidad binaria se mantienen. Es importante notar que el coeficiente de la Regla de Taylor para inflación se mantiene relativamente constante para submuestras del periodo.

México y Estados Unidos: Sincronización Macroeconómica en este Ciclo

Adolfo Albo
Cecilia Posadas

a.albo@bbva.bancomer.com
c.posadas@bbva.bancomer.com

El principal riesgo: Estados Unidos

Uno de los principales riesgos que enfrenta la economía mexicana es una desaceleración brusca en el crecimiento de Estados Unidos. Un ajuste severo, además de tener efectos sobre el sector real de la economía, podría tener implicaciones "de segunda ronda" relacionados con menores flujos de capital a economías emergentes como resultado de la mayor aversión al riesgo de los inversionistas y podría eventualmente reducir la demanda de materias primas y con ello generar un menor precio por esos productos. En este contexto este artículo analiza la posible magnitud y la velocidad de transmisión de variaciones en la economía norteamericana sobre México a través del canal comercial para el PIB y sus componentes por el lado de la demanda: consumo, inversión y exportaciones.

Para analizar la sincronización se usan datos desde 1930 con periodicidad anual y a partir de 1993 datos trimestrales. Se emplean correlaciones de las tasas de crecimiento anual de las variables y diversos filtros para extraer el componente cíclico de las series.¹

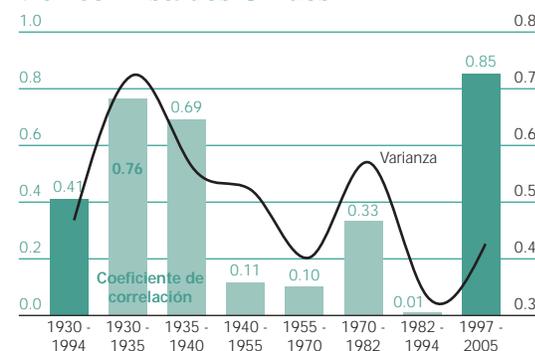
El desarrollo del artículo es el siguiente: primero se hace una breve revisión histórica con base en comparaciones de correlación lineal de las variaciones en PIB de ambas economías. En la segunda sección se analiza la correlación en el periodo posterior a la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). La tercera sección analiza la magnitud y velocidad de transmisión en ese periodo así como los canales de transmisión por el lado de la demanda. La última parte ofrece algunas conclusiones.

Movimientos correlacionados pero sin causalidad

A lo largo de la mayor parte del siglo XX, las economías de México y Estados Unidos experimentaron algunas etapas de crecimiento similar en dirección y magnitud; sin embargo estas etapas fueron en general de poca duración y no siempre asociadas a una clara relación de causalidad. La magnitud de los co-movimientos entre ambas economías cambió a partir de la apertura de México al comercio exterior desde finales de los ochenta y en especial tras la entrada en vigor del TLCAN. En este sentido, es a partir de ese tratado que inclusive ambas economías presentan una correlación lineal relativamente estable y alta. En esta etapa además, a diferencia de episodios anteriores, hay evidencia clara de causalidad unidireccional del componente cíclico del PIB estadounidense al mexicano, es decir que movimientos en EUA preceden e impulsan a movimientos en México y no al revés.²

Entre 1930 y 2005, la correlación lineal en tasas de crecimiento anuales es de 0.40; dividiendo la muestra (antes del TLCAN) en periodos relacionados con la conducción económica en México, la correlación lineal de tasas de crecimiento fluctuó entre 0.76 entre 1930 y 1935, hasta 0.01 entre 1982 y 1994; la varianza de dicha correlación lineal

Correlación en Crecimiento y su Varianza México - Estados Unidos

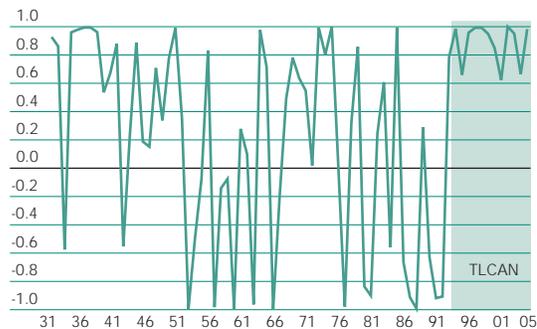


Fuente: BBVA Bancomer

1 Filtros Holdrick-Prescott y Baxter-King variando los supuestos de duración del ciclo.
2 En periodos anteriores, la evidencia no es contundente, ya que carece de robustez ante distintos rezagos.

PIB, Componente Cíclico

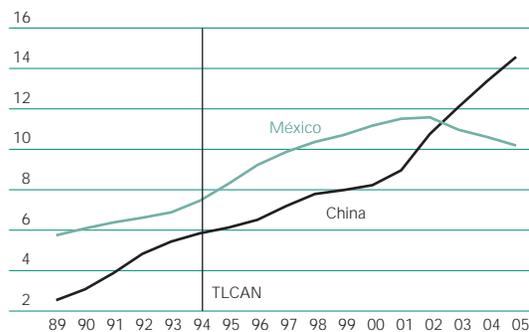
Correlación móvil, 3 años



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Importaciones Estadounidenses

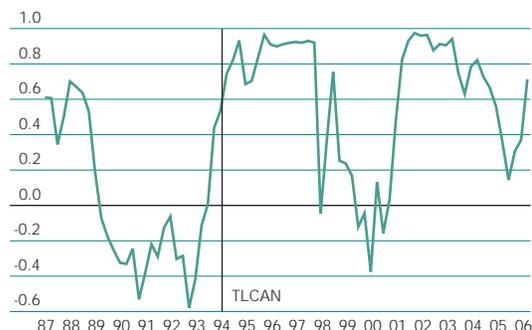
% del total



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

PIB

Correlación móvil, 2 años



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

es, en general, alta, aunque con tendencia decreciente. A partir de 1997, la correlación no sólo es sensiblemente más elevada que antes (0.85) sino que además tiene relativamente poca varianza.³

La escasa correlación previa a la apertura comercial está directamente relacionada con la orientación de la política económica mexicana entre 1940 y hasta finales de los 70's, donde primero a través del llamado " *modelo de sustitución de importaciones*" y luego con el " *desarrollo estabilizador*", las políticas proteccionistas se orientaron al desarrollo del mercado interno. En 1986, México firma el Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (GATT, hoy denominado Organización Mundial de Comercio) y se abre unilateralmente al comercio, lo que indujo flujos de exportaciones e inversión mayores y más diversificadas.

En los ochenta y pese a la apertura comercial que significó el GATT, los desequilibrios internos acumulados y la estructura del acuerdo limitaron el alcance de los mismos. Específicamente, el que la economía mexicana estuviera prácticamente cerrada al intercambio comercial distorsionó el desempeño del aparato productivo nacional y limitó su productividad además de crear ineficiencias. Así, el verdadero cambio de estructura del comercio se vivió a raíz de la entrada en vigor del TLCAN en 1994.

Periodo post-TLCAN: una clara y elevada causalidad

El TLCAN tuvo un impacto extraordinario en la estructura comercial de México. El análisis del efecto del TLCAN con Estados Unidos y Canadá es un tema ampliamente discutido y sin pretender profundizar en el mismo, es sólo pertinente comentar algunos aspectos generales: las exportaciones mexicanas a Estados Unidos se cuadruplicaron entre 1993 y 2005 y las importaciones de ese país a México se duplicaron. En este periodo, las exportaciones mexicanas a Estados Unidos alcanzaron un máximo en 2000 cuando dicho mercado era receptor del 88.7% de las mismas. A partir de ese año, México exporta menos a Estados Unidos y fue desplazado por productos chinos. Así, a julio de 2006, Estados Unidos recibió el 84.5% del total de las exportaciones mexicanas.

Entre 1997 y el segundo trimestre de 2006, en un análisis de correlaciones móviles de dos años entre las tasas de crecimiento anual de los dos países, destaca por una parte, la muy alta correlación entre la entrada en vigor del TLCAN y 1998, relacionada con una estrategia de desarrollo basada en el sector externo y posteriormente, entre 2002 y 2004, tras la recuperación del efecto negativo por el contagio de las crisis rusa y brasileña. Y por otra parte, dos periodos de menores movimientos conjuntos y de hecho descendentes: el primero entre 1998 y 2000 cuando Estados Unidos mantuvo un ritmo de crecimiento cercano al 5% mientras que México entró en una etapa de desaceleración de forma que la correlación llegó a ser negativa. En el periodo post-TLCAN, el momento de mayor integración medida en términos de correlación lineal se vivió a finales de 2002.

Con variables desde 2001 al segundo trimestre del presente año, se puede contar prácticamente con un ciclo completo tanto en México

3 Para un análisis gráfico ver recuadro de sub-periodos anteriores a la entrada del TLCAN.

como en Estados Unidos, de modo que del análisis de la duración y amplitud de los ciclos, se desprende que la amplitud es similar en ambos países, sin embargo las fluctuaciones en el producto mexicano son más pronunciadas; los periodos de contracción suelen ser más severos en México. Unos años después de la entrada en vigor del TLCAN, se experimentó una etapa de desaceleración que para México inició a principios de 2000 y se prolongó hasta el tercer trimestre de 2001. Por su parte, la contracción estadounidense no fue tan marcada: en aquel país el ritmo de crecimiento del periodo anterior al inicio de la recesión⁴ fue retomado 6 trimestres después; mientras que en el caso de México, un ritmo similar se alcanzó sólo 16 meses después; en el último trimestre de 2004.

Magnitud y velocidad de transmisión

Con el fin de analizar la magnitud y velocidad con las que variaciones internas provenientes de Estados Unidos influyen sobre el crecimiento, se hizo un análisis de regresión para periodos móviles de 40 observaciones con dos ejercicios: para el total (PIB) desde 1930 a 2005 con datos anuales y por componentes desde 1997 hasta el 2T06.⁵

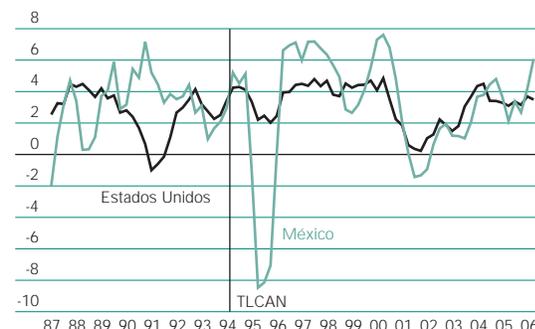
Se confirma que en las últimas décadas del siglo XX y los primeros años del presente siglo, la magnitud de la relación de los choques en la economía estadounidense sobre la mexicana fue significativamente mayor que en periodos anteriores. La velocidad de transmisión medida en términos del tiempo necesario para que los choques estadounidenses impacten a la economía mexicana, ha cambiado drásticamente: de un efecto prácticamente nulo hasta antes de 1994, a una elasticidad positiva y significativa en los periodos que incluyen fechas posteriores.⁶

El análisis del periodo post-TLCAN (con datos trimestrales), muestra que desde 1997, tanto la magnitud como la persistencia de los choques internos (del Producto mexicano rezagado sobre la misma serie contemporánea) han perdido relevancia: de una elasticidad máxima de 1.3 entre el 3T97 y 3T02, hasta un efecto casi nulo desde 2001 hasta el presente.

En cuanto al efecto de variaciones en el crecimiento estadounidense, junto con la mayor correlación en los primeros años del TLCAN, el periodo 2002 a 2004 y desde mediados del año pasado, hay una mayor velocidad de transmisión de los choques.⁷ El mayor efecto se vive en el presente ciclo (1T01-2T06) con una elasticidad de entre 0.80 y 1.4; es decir, que ante un incremento de un punto porcentual en crecimiento estadounidense en un trimestre, la transmisión a la economía mexicana implica, en promedio, un incremento cercano a un punto porcentual un trimestre después. La magnitud del efecto puede depender de la etapa cíclica por la que atraviese la economía:

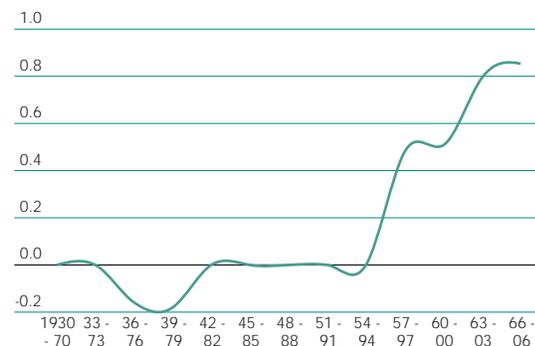
4 El inicio oficial de la recesión fue fechado por el NBER en el primer trimestre de 2001.
 5 Las ecuaciones son del tipo: $\Delta X_{it} = \alpha_1 + \sum_{i=1}^5 \beta_i \Delta X_{it-1} + \sum_{i=0}^5 \gamma_i \Delta US_{it-1}$, donde ΔX es la variación anual en el producto mexicano y ΔUS en el estadounidense.
 6 Los coeficientes de regresión móviles de la gráfica histórica, son los obtenidos para un nivel de confianza de 80%, lo que se eligió con fines ilustrativos. Para un nivel de confianza de 95%, sólo son estadísticamente significativos los dos últimos periodos.
 7 Cabe señalar que en el ejercicio presentado sólo se consideró variaciones en el PIB estadounidense como variable independiente y pese a que las pruebas de especificación fueron contrastadas exitosamente, la inclusión de otras variables podría modificar la magnitud de las elasticidades, por lo que estos resultados deben interpretarse con cautela.

PIB Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Efecto Contemporáneo de Variaciones en la Economía Estadounidense sobre México



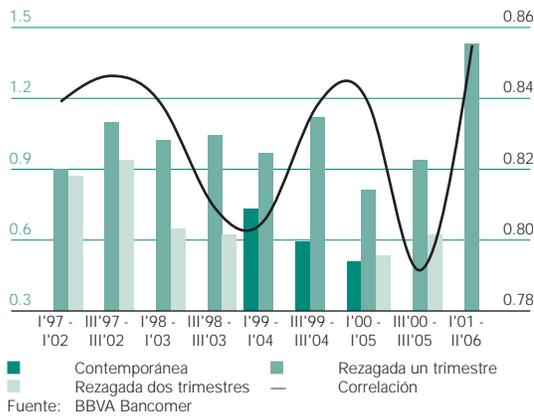
Fuente: BBVA Bancomer

Coefficientes de Correlación con PIB EUA

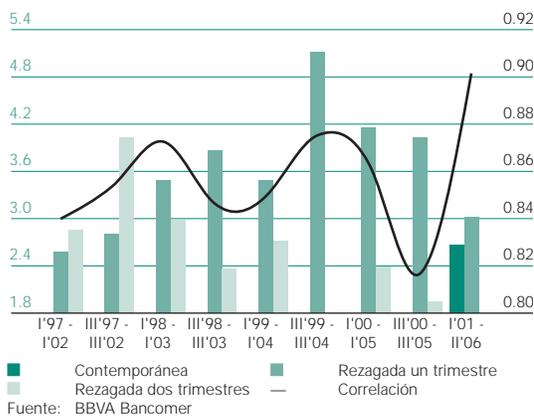
México	PIB	Exportac.	Inversión	Consumo
1T94-3T98	0.92	-0.78	0.90	0.91
4T98-4T00	-0.05	-0.25	-0.18	-0.20
1T01-2T03	0.89	0.90	0.82	0.40
3T03-1T06	0.71	0.65	0.69	0.45
1997-2006	0.81	0.84	0.77	0.57

Fuente: BBVA Bancomer

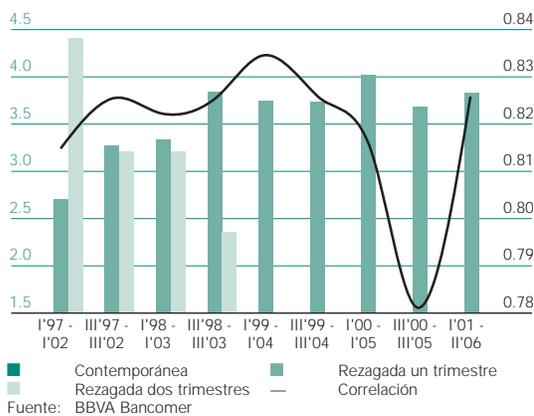
Efecto Sobre el PIB Mexicano de Variaciones en el Crecimiento de EUA



Efecto Sobre las Exportaciones Mexicanas de Variaciones en el Crecimiento de EUA



Efecto Sobre la Formación de Capital Mexicana de Variaciones en el Crecimiento de EUA



en un contexto de moderación o incluso recesivo el efecto puede ser más pronunciado que en etapas de auge y expansión. Este efecto explica parcialmente porqué pese a que la duración de los ciclos es similar en ambos países, en México las fluctuaciones suelen ser más pronunciadas; tarda más tiempo en que la recuperación de una desaceleración se generalice a los sectores de la producción.

Canales de transmisión

A continuación se realizó un ejercicio similar de regresiones móviles a partir de 1997 con base en los componentes del PIB por el lado de la demanda, con lo que se cuantifica el efecto que variaciones en el Producto estadounidense tienen en cada componente. El canal de transmisión de las variaciones tiene lugar en primera instancia a través del intercambio comercial (exportaciones) y posteriormente en los dos principales componentes de la demanda interna: inversión y consumo privado.

Con este ejercicio se encuentra que en todos los componentes del PIB por el lado de la demanda, el efecto de cambios en el Producto estadounidense se traslada en promedio con un trimestre de rezago: en el caso del Producto y la inversión, el efecto de cambios en PIB de EUA se traslada con un trimestre de rezago, en el caso de las exportaciones y el consumo privado, variaciones en el PIB estadounidense impactan esas variables de manera contemporánea.

En el caso de las exportaciones en las que en el presente ciclo (a partir del 1T01) el efecto ha dejado de ser sólo rezagado y es también contemporáneo y con un trimestre de rezago, las exportaciones mexicanas varían alrededor de 2.5 pp por cada punto de variación en PIB estadounidense.

La menor (mayor) actividad se refleja en variaciones en el crecimiento de nuevas inversiones, donde el efecto es un trimestre después al cambio en Producto estadounidense y de mayor magnitud (3.8 pp). Cabe mencionar que la correlación entre el PIB estadounidense y la inversión fija en México es alta en el periodo post-TLCAN (1997-2006): de 0.73 y concentrada en el segmento de comerciables a través de la inversión en maquinaria y equipo (coef. de correl. 0.81), y no en construcción (coef. de correl. 0.27). Esta alta correlación y elasticidad ante variaciones en el Producto estadounidense se impulsó con el TLCAN debido a la mayor relación financiera y la apertura de la cuenta de capital: condiciones financieras en EUA repercuten en filiales mexicanas además de posibles efectos en el mercado de capitales.

El fuerte efecto de variaciones en PIB estadounidense sobre la inversión en México sugiere la presencia de un canal de transmisión financiero importante, que cobraría mayor relevancia ante posibles efectos de segunda ronda en el caso de un escenario de riesgo donde la desaceleración en EUA fuese mayor a la esperada.

Por el lado del consumo la correlación con el PIB de EUA es considerablemente menor (0.47 desde 1997). A su interior destaca el componente de servicios sobre bienes, con correlación de 0.62 en todo el periodo y caracterizada por su gran estabilidad. Por otro lado, la correlación entre el consumo de bienes tanto duraderos como no duraderos en México respecto a variaciones en el Producto estadouni-

dense son bajas (0.13 y 0.30, respectivamente). Esta baja correlación en bienes sugiere que este tipo de consumo responde mayoritariamente a choques idiosincrásicos en la economía mexicana, en cambio, el componente de servicios se relaciona con aquellos vinculados al comercio exterior (fletes, arrendadoras, seguros, etc.).

Conclusiones

Tras la entrada en vigor del TLCAN y específicamente después de la crisis de Balanza de Pagos de México en 1995, las economías de México y EUA están más sincronizadas, esto a pesar de los choques idiosincrásicos que han afectado a México como el efecto contagio a partir de las crisis asiática y brasileña y la entrada de China a la OMC. A partir de 1997 la amplitud y duración de los ciclos en México y EUA son similares aunque las fluctuaciones del PIB en México son más pronunciadas.

En el periodo post-TLCAN la magnitud y persistencia del efecto de choques a EUA en México es mayor que antes: el efecto de variaciones en el Producto estadounidense se transmiten en el mismo periodo y con uno y dos trimestres de rezago en México; en el presente ciclo (a partir de 2001) el impacto de variaciones norteamericanas tiene lugar en mayor magnitud y en menor tiempo que antes: el efecto es contemporáneo en el comercio exterior y con un trimestre de rezago en el producto. Y la magnitud del efecto se ha mantenido cercana a uno e incluso un poco mayor en el presente ciclo.

Los canales de transmisión son primeramente a través del intercambio comercial y específicamente a través de las exportaciones manufactureras, la variación en flujo de comercio se traduce también en diferentes asignaciones de recursos para la inversión privada y finalmente estos menores flujos impactan al consumo privado bien sea por el distinto ingreso real, y por el cambio en el comercio exterior.

Ante un contexto de desaceleración en Norteamérica, la repercusión en México será en primera instancia sobre la economía real. En un escenario donde el ajuste no fuese gradual, habría adicionalmente efectos financieros a través de menores flujos de capital a economías emergentes, derivados de mayor aversión al riesgo. Asimismo habría que considerar efectos negativos derivados del menor precio de materias primas a raíz de la menor demanda por estos generada en EUA.

Referencias

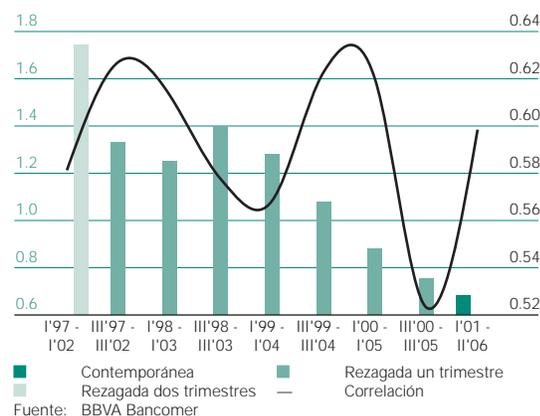
Sincronización Macroeconómica entre México y sus Socios Comerciales del TLCAN; Cuevas, Messmacher y Werner. Banco de México. Documento de Investigación No. 2003-01 Enero 2003.

Integración Comercial y Sincronización entre los Ciclos Económicos de México y los Estados Unidos; Torres y Vela. Banco de México. Documento de Investigación No. 2002-06 Mayo 2002.

México: The remaking of an economy; Nora Lustig, 2nd Edition. Brookings Institution Press.

The impact of US Economic Growth on the Rest of the World: How much does it matter? Arora, Vivek and Athanasios Vamvakidis, 2001, IMF WP/01/119, August.

Efecto Sobre el Consumo Privado Mexicano de Variaciones en el Crecimiento de EUA



Efecto de Variaciones en el PIB Estadounidense Sobre Variaciones en Componentes de la Demanda Mexicana

Var. anual	PIB	Exportac.	Inversión	Consumo
Correlación*	0.86	0.90	0.83	0.60
Coeficientes de regresión 1T01 - 2T06				
YVEU		2.66		0.68
YVEU(-1)	1.43	3.02	3.83	
YVEU(-2)				
YVEU(-3)				0.88
R ²	0.81	0.92	0.74	0.63

* Coeficiente de correlación sobre variaciones anuales con PIB EUA
 Nota: Se reportan sólo los coeficientes que son estadísticamente significativos
 Fuente: BBVA Bancomer

Sincronización México y Estados Unidos: Perspectiva Histórica

Los periodos en los que se analiza el movimiento conjunto entre el PIB de México y Estados Unidos son:

Relación Macro México - Estados Unidos

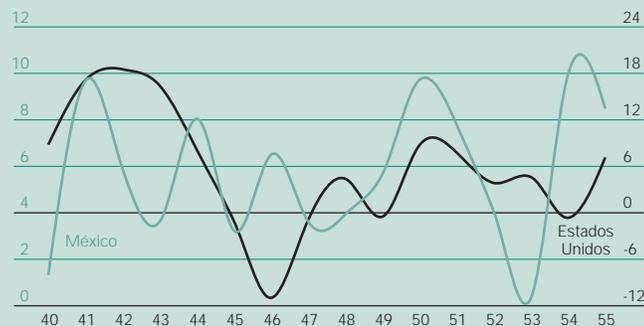
	Correlación crecimiento	Crecimiento promedio		Varianza correlación
		México	EUA	
1930 - 2005	0.40	4.52	3.55	0.48
1930 - 1993	0.42	4.70	3.53	0.46
1930 - 1935	0.76	1.23	-1.60	0.72
1935 - 1940	0.69	4.54	6.74	0.56
1940 - 1955	0.11	5.73	5.69	0.52
1955 - 1970	0.10	6.51	3.86	0.40
1970 - 1982	0.33	6.28	2.53	0.57
1982 - 1994	0.01	1.92	3.09	0.33
1997 - 2005	0.85	3.48	3.29	0.43

Nota: Las gráficas se refieren a la variación % anual del PIB para ambos países

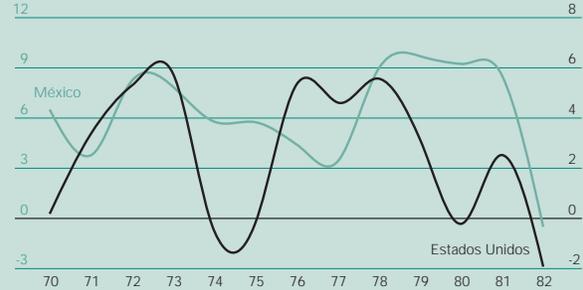
Etapa posterior a la gran depresión 1930-1935: Periodo entre las guerras mundiales, caracterizada por políticas expansivas



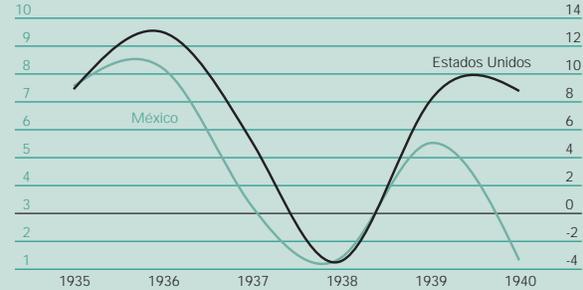
Inicio del modelo de sustitución de importaciones 1940-1955: Reorganización industrial, obras de infraestructura promovidas por el gobierno. Impulso del mercado interno



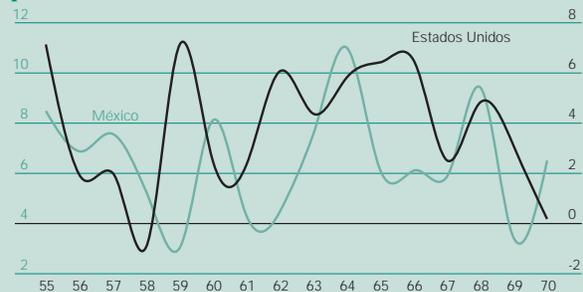
Se acumulan desequilibrios: crisis de deuda externa 1970-1982: Alto gasto público monetizado, hiperinflación con frecuentes devaluaciones. Alto crecimiento del PIB



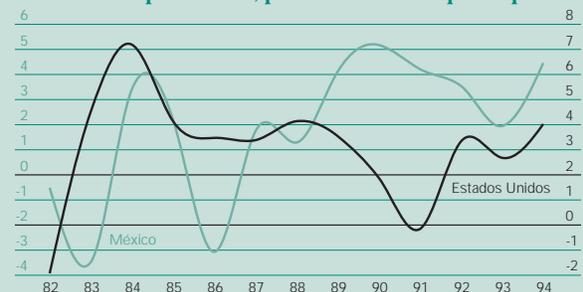
La era de Lázaro Cárdenas (LC) 1935-1940: LC inicia reformas: nacionaliza el petróleo y ferrocarriles e inicia el reparto agrario



Desarrollo Estabilizador 1955-1970: Alto crecimiento con baja inflación, pero acumula debilidades estructurales



Programas de estabilización 1982-1994: Auge petrolero e inicia apertura comercial; disminución de aranceles a importaciones; privatización de empresas paraestatales; etc.



Reestructuración de la Industria Automotriz de EUA; Implicaciones para México

Alma Martínez

alma.martinez@bbva.bancomer.com

Tendencias globales de la industria

En las últimas dos décadas la industria automotriz mundial ha experimentado diversas transformaciones entre las cuales destacan: la regionalización de las redes de producción dirigidas por las grandes firmas, la organización hacia la producción de módulos de ensamble en la manufactura del automóvil, la subcontratación de segmentos cada vez más amplios del proceso de manufactura (*outsourcing*) y el lanzamiento de vehículos propulsados por motores híbridos.

Estos cambios han repercutido en México, que cada vez va asumiendo un papel más relevante en la manufactura de automóviles en la región de América del Norte. En la actualidad, la industria automotriz mexicana se conforma por poco más de 1,000 establecimientos de los cuales, 14 se dedican al ensamble de vehículos y el resto a la producción de autopartes; esta última incluye cerca de 300 establecimientos dedicados a la maquiladora y del total más de 600 empresas cuentan con IED. Emplea a poco más de 500 mil personas, 10% de ellas en la automotriz terminal y el resto en la de autopartes. En adición, tiene una participación relevante (24%) dentro en las exportaciones manufactureras totales y de la producción manufacturera (17.4%).

La industria automotriz de México muestra un fuerte dominio de las "Tres Grandes" armadoras norteamericanas, aunque también se ha diversificado. A partir de 1994 y hasta ahora, el complejo mexicano es una parte importante del conjunto en América del Norte, el cual está formado por centenares de plantas que producen los más diversos componentes en una amplia gama de líneas y modelos destinados a satisfacer la enorme y sofisticada demanda del mercado norteamericano. La zona del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) produjo 24.4% de total mundial de vehículos ligeros en 2005.

Las armadoras norteamericanas siguen padeciendo en su propio mercado

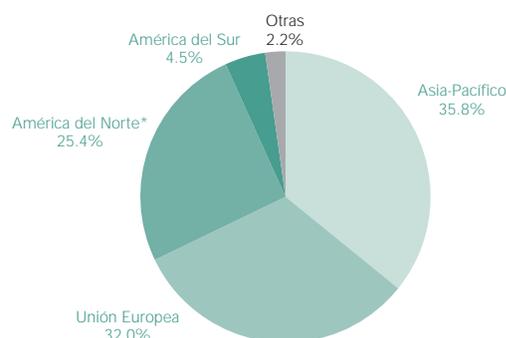
Tanto GM como Ford siguen batallando por sobrevivir con intensos programas de reestructuración que les evite perder mayor cuota de mercado, sin poderlo lograr aún. Al 3T06, las ventas totales de vehículos ligeros (autos y camiones ligeros) en EUA disminuyeron 3.7%, de ellas declinaron Ford y GM 10.2% mientras que los fabricantes asiáticos las aumentaron 5%. Para los primeros, significó una pérdida de mercado de más de 2.2 pp con respecto a 2005 que fue capitalizada por los fabricantes asiáticos.

A medida que la cuota de mercado de Ford y GM ha ido disminuyendo, más rápidamente han ido creciendo los costos laborales (liquidaciones voluntarias, fondos de pensiones y seguro médico) y operativos (cierre de plantas y eliminación de modelos). En tanto, los fabricantes extranjeros establecidos en EUA no enfrentan elevados gastos en salud y en jubilaciones, debido a que tienen una mano de obra más joven y pocas pensiones que pagar en el mediano plazo, otorgándoles una gran ventaja en costos.

Por lo que se refiere a los productores de autopartes de EUA, la reestructuración que hoy realizan Ford y GM, ha causado impactos de gran envergadura cuyo efecto más notorio son los resultados netos y de operación con pérdidas para las compañías más importantes y,

Producción Mundial de Vehículos Ligeros por Región

62.5 millones de unidades en 2005



Fuente: BBVA Bancomer con datos de csmauto.com

Principales Tendencias de la Industria Automotriz Mundial

Concentración de armadoras en el mundo. La estructura de la industria automotriz mundial ha experimentado cambios, principalmente a través de su consolidación, quedando en la actualidad sólo nueve participantes (producen alrededor de 50 millones de unidades anuales) y representan 82% de la producción mundial.

Bajo crecimiento relativo de la producción en la zona de América del Norte. Según estimados de CSMauto los mercados emergentes de Asia experimentarán incrementos importantes. Asimismo, prevé que China aumentará 13.4% su producción promedio en 2005-2010, en cambio la zona TLCAN avanzará 1.4% promedio en igual lapso.

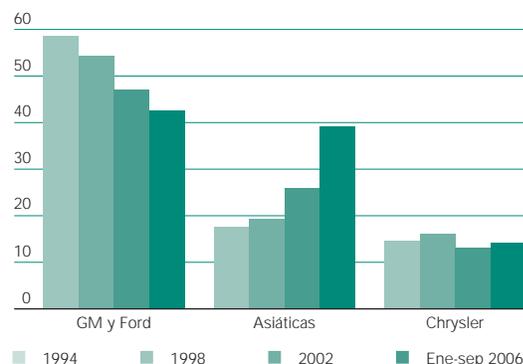
Pérdida de participación de las armadoras estadounidenses. Ford y GM han perdido 16 puntos porcentuales de participación en el mercado de EUA entre 1994-2006, en tanto, las empresas asiáticas ganaron 21.6 puntos porcentuales en el mismo lapso. Este es un problema para las empresas de autopartes establecidas en México que tradicionalmente han estado vinculadas a las empresas estadounidenses.

Crecientes responsabilidades de los proveedores. El mayor poder de negociación de los ensambladores se ha reflejado en un aumento en la responsabilidad de los proveedores y en una elevada presión por reducir precios de los componentes.

Fuente: BBVA Bancomer

Participación por Empresa en EUA

Porcentaje



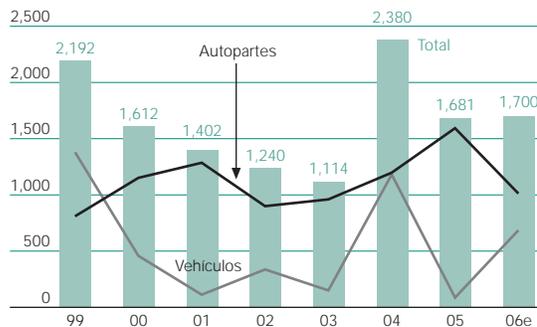
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Depto de Comercio EUA y OAAI

Princ. Fabricantes de Autopartes de EUA
Millones de dólares

Compañía	2005			2004		
	VT	UN	MN	VT	UN	MN
Johnson Controls	28,020	909	3.2	26,434	819	3.1
Delphi	27,201	-6,369	-23.4	28,633		
Goodyear T&R	19,723	228	1.2	18,433	115	0.6
Lear Corp.	17,089	-1,382	-8.1	16,920	423	2.5
Visteon	16,976	-270	-1.6	18,655		
TRW Auto. Hold.	12,643	204	1.6	12,041	29	0.2
Navistar Interntl.	11,696	294	2.5	9,747	247	2.5
Dana	10,092	-1,379	-13.7	10,970	82	0.7
ArvinMeritor	9,816	12	0.1	9,089		
Federal-Mogul	6,286	-334	-5.3	6,163		
Autoliv	6,205	293	4.7	6,144	326	5.3
Tenneco	4,441	58	1.3	4,230	15	0.4
BorgWarner	4,294	240	5.6	3,520	218	6.2
Tower Automotive	3,444	-832	-24.2	3,189		
American A&M	3,387	56	1.7	3,603	160	4.4
Exide Tech.	2,691	1,282	47.6	2,492		
Fleetwood Ent.	2,624	-162	-6.2	2,598		
Thor Industries	2,558	122	4.8	2,186	106	4.9
Carlisle	2,551	106	4.2	2,453	79	3.2
Hayes Lemmerz	2,405	-131	-5.4	2,248		
Dura Auto. Sys.	2,344	2	0.1	2,494	13	0.5
Metaldyne	2,180	-21	-1.0	2,000		
Cooper T&R	2,155	-9	-0.4	3,918	180	4.6
Modine Manuf.	1,544	62	4.0	1,197	41	3.4
Total 2005	202,365	-7,021	-3.5	199,353		
Subtotal*	128,742	-196	-0.15	124,288	2,852	2.3

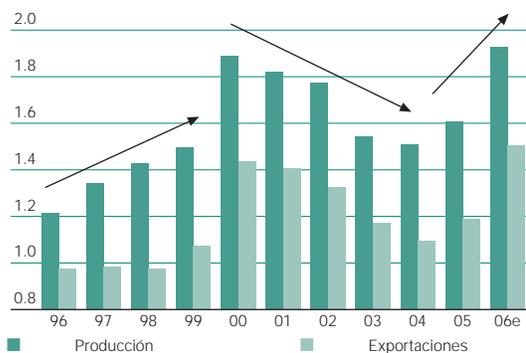
VT = Ventas Totales; UN = Utilidades Netas; MN = Margen Neto, %
* Subtotal compañías cuyas utilidades netas 2004 se reportan
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Fortune 500

IED en México: Industria Automotriz
Millones de dólares



e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Secretaría de Economía

Prod. y Exportaciones de Vehículos Ligeros
Millones de unidades



e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de AMIA

para otras, las declaraciones de bancarrota. En 2005, Visteon, Delphi y Lear Corp. acumularon pérdidas por 8,021 millones de dólares (mdd). Cabe decir que las primeras son las mayores proveedoras originales de Ford y GM respectivamente. Asimismo, más de la mitad de las más importantes firmas de autopartes de EUA tuvieron pérdidas y el resto promediaron una tasa de beneficio muy pequeña.

Para revertir la situación, las productoras de autopartes siguen dos estrategias principales. Una, la reubicación de la producción en países de bajo costo, como podía ser México, a pesar de los impactos que ello tenga en las economías locales. La segunda, revisión de sus prácticas de negocios, lo que incluye productos, relación con los clientes e intentos por integrarse a la red de abastecedores de otras compañías ensambladoras. Las compañías de autopartes se han visto agobiadas por los costos laborables, que ante la inflexibilidad para disminuirlos en EUA, su mejor alternativa ha sido trasladar plantas a otras latitudes. Los países de destino observan las siguientes características: cuentan con una industria automotriz instalada, economía vinculada con el comercio exterior, ventajas en el costo relativo de la mano de obra, entre otras.

Flexibilidad y capacidad de adaptación de la industria automotriz de México

En la actualidad la industria automotriz establecida en el país transita por una nueva etapa de expansión luego de casi cuatro años en donde la automotriz terminal experimentó descensos pronunciados. La etapa que inicia y que es probable se consolide en los próximos años, ha tenido como sustento la maduración de proyectos de inversión de las ensambladoras asentadas en el país. Éstos se han caracterizado por promover la producción en exclusiva para el mundo de nuevos modelos más sofisticados y con mayor contenido de autopartes. En el caso de Ford están el Fusion, Zephyr y Milan en la categoría de medianos de lujo. GM fabrica el HHR en esta categoría y Chrysler con la Mega-Cab en el de Pick-up de lujo. VW participa con el Jetta A5/Bora en el segmento de mediano compacto, Toyota con la Pick-up de lujo Tacoma y Nissan con el compacto Tiida/Versa. Asimismo, las firmas ensambladoras norteamericanas han realizado cuantiosas inversiones para enfrentar la reestructuración, racionalización e integración automotriz de la zona del TLCAN.

Los flujos de inversión son determinantes al permitir el avance en aspectos como el desarrollo de tecnología, maquinaria y equipo, desarrollo y mejora de procesos, mayor capacidad de producción, así como capacitación de recursos humanos. El automotriz en los últimos seis años ha mantenido su atractivo como el principal sector de destino dentro de la actividad manufacturera. Al interior de la automotriz, la IED se ha orientado a la producción de autopartes, mientras el ensamble de vehículos ligeros ha mostrado montos más modestos reflejando, por un lado la búsqueda de modernizar (producción flexible) y optimizar la capacidad instalada ya existente de la industria terminal, y por el otro, la consolidación de la estrategia de cadena de suministros para enfrentar los elevados costos que enfrentan las firmas norteamericanas.

La nueva fase de expansión de la producción de vehículos ligeros, fuertemente impulsada por la exportación. En la actual fase, los nuevos modelos producidos y las inversiones realizadas —sobre todo de Ford y VW— han impulsado la producción de vehículos ligeros. De hecho se estima que la industria mostrará en 2006 su mejor desempeño de los últimos seis años. Las unidades ensambladas pudieran

alcanzar un volumen superior al de 2000 cuando se produjeron 1,889 mil unidades. Por firma, la situación es similar, aunque GM, Ford y Toyota superarán sus niveles con respecto a 2000. Esta perspectiva se apoya en la evolución que muestran sus ventas externas las cuales se estima lograrán una expansión anual de 30%.

Se consolida el crecimiento de la producción y la exportación de autopartes. La actual tendencia a delegar en los productores de autopartes la fabricación de componentes complejos integrados por múltiples partes (módulos de ensamble) ha favorecido a México. La instalación en el país de fabricantes de autopartes con estas capacidades, se ha reflejado en el continuo incremento de las exportaciones hacia EUA en los últimos cinco años. Para otras firmas establecidas en EUA de origen japonés, la proveeduría de México de partes automotrices ha avanzado, aunque en niveles modestos. Por ejemplo, en el caso de Toyota las compras a nuestro país sumaron 800 mdd en 2002 cifra que podría incrementarse a 1,400 mdd para 2006.

Una oportunidad para México: consolidarse como un productor regional relevante

La maduración de las inversiones para 2006 (37 mdd de Toyota, 32 mdd de Honda, 1,000 mdd de DaimlerChrysler y 650 mdd de GM) dan pie a un optimismo moderado con respecto a la producción de vehículos ligeros y autopartes para 2007. Asimismo, dada la similar productividad de la mano de obra entre México y EUA, los costos laborales sustancialmente menores en México (3.5 dólares la hora vs. 27 en EUA), la mano de obra experimentada y con larga tradición en producción de vehículos y suministros para el mercado de EUA, son ventajas relevantes para que los productores puedan considerar a México como una opción para abatir costos y enfrentar la competencia que libran las firmas norteamericanas en el mundo. En el margen también le favorece su localización geográfica.

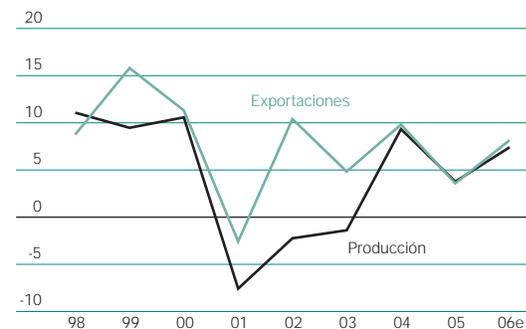
En este sentido, de las previsiones de PricewaterhouseCoopers (PwC) sobre la capacidad instalada global destacan los siguientes aspectos. La zona de América del Norte se mantendrá con una capacidad de 18.8 millones de unidades hasta 2010. Por país, aunque EUA es el que experimentará el mayor ajuste por lo cierres de plantas anunciados por Ford y GM, ésta se moderará por los incrementos de capacidad de las plantas japonesas y coreanas, principalmente. México será el único, que incrementará su capacidad de producción en 25%, reforzando las buenas perspectivas de inversión y producción en el mediano plazo.

En cuanto a la industria de autopartes de EUA, es factible una tendencia hacia la consolidación y reubicación de proveedores. También, que sus beneficios se vean limitados por las demandas de los fabricantes de los vehículos para reducir cada vez más el precio de las autopartes en un contexto de precio de materias primas en aumento. Esta situación abre una ventana de oportunidad para México.

En síntesis, la situación por la que atraviesa la industria automotriz en el mundo, en particular la de EUA, ofrece a México la oportunidad de consolidarse como una potencia exportadora en la zona de América del Norte. No obstante, para que el país la capitalice, necesitará mayores avances en productividad pues se enfrenta a una industria automotriz mundial con enormes retos. En otras palabras, México puede enfrentar con éxito a la competencia en un mundo global si hace los cambios estructurales necesarios.

Producción y Exportaciones de Autopartes*

Variación % anual



* Exportaciones de México a EUA
e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Productividad Laboral

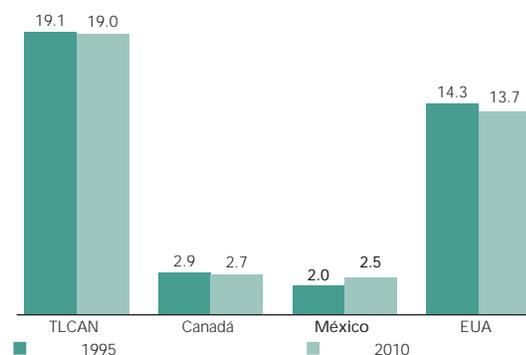
Índice 1997 = 100



Fuente: BBVA Bancomer

Capacidad de Prod. América del Norte

Unidades anuales



Fuente: PWC Global Automotive Outlook 2006, Q4 Release

Industria Automotriz en México
 Numeralia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Oferta											
Importancia económica ¹ , % del PIB	2.5	2.7	2.8	3.1	3.0	3.0	2.8	2.8	2.9	3.4	est
Terminal	1.3	1.4	1.4	1.7	1.6	1.7	1.5	1.5	1.6	2.0	est
Autopartes	1.2	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	est
Personal ocupado, miles	369	410	434	473	448	438	433	437	463	503	jul
Terminal	49	54	57	60	57	52	46	43	46	52	jul
Autopartes	320	356	377	414	390	386	388	394	418	451	jul
Producción, índice de volumen (1993=100)											
Terminal	135.5	147.6	162.0	202.8	196.1	206.3	190.7	194.1	185.1	254.1	jul
Variación % anual real		8.9	9.8	25.2	-3.3	5.2	-7.6	1.8	-2.8	37.3	jul
Autopartes	133.5	148.3	162.3	179.5	165.9	162.2	159.9	174.8	176.8	189.7	jul
Variación % anual real		11.1	9.5	10.6	-7.6	-2.2	-1.4	9.3	2.6	7.3	jul
Prod. automotriz terminal, miles unidades	1,363	1,465	1,551	1,936	1,856	1,823	1,589	1,570	1,673	1,542	sep
Autos y camiones ligeros	1,339	1,428	1,494	1,889	1,818	1,774	1,541	1,507	1,606	1,475	sep
Camiones pesados ²	24	38	57	46	38	48	48	63	67	67	sep
Demanda											
Prod. mercado interno, miles unidades											
Autos y camiones ligeros	354	449	416	456	435	455	370	406	414	315	sep
Camiones pesados	18	23	24	29	27	25	23	25	29	31	sep
Ventas mercado interno³, miles unidades											
Autos y camiones ligeros	482	643	667	854	919	978	978	1,096	1,132	800	sep
Camiones pesados	18	24	26	35	30	26	25	28	35	35	sep
Producción de exportación, miles unidades											
Autos y camiones ligeros	984	979	1,077	1,433	1,382	1,319	1,170	1,102	1,186	876	sep
Ventas de exportación, miles unidades											
Autos y camiones ligeros	983	972	1,074	1,434	1,404	1,326	1,170	1,094	1,186	1,138	sep
Camiones pesados	5	14	34	17	11	24	25	38	37	37	sep
Vocación exportadora⁴											
Autos y camiones ligeros	73.5%	68.6%	72.1%	75.8%	76.0%	74.4%	76.0%	73.1%	74.3%	78.7%	sep
Camiones pesados	23.0%	38.5%	58.7%	36.5%	29.0%	48.9%	51.7%	59.9%	56.6%	55.0%	sep
Export. automotriz, millones de dólares											
Terminal	744,598	23,094	28,300	32,744	32,045	33,026	32,665	36,132	40,066	31,600	ago
Autos y camiones ligeros	14,033	15,178	18,863	22,065	21,885	21,498	20,362	20,845	22,622	18,459	ago
Camiones pesados	9,888	11,148	12,587	16,649	15,171	13,828	12,329	11,616	13,191	11,222	ago
Autopartes	4,145	4,029	6,276	5,416	6,714	7,671	8,033	9,229	9,432	7,237	ago
Transformación	730,565	7,917	9,437	10,679	10,161	11,527	12,304	15,287	17,443	13,141	ago
Maquila	4,009	4,804	5,633	6,109	5,972	6,713	7,160	8,717	10,226	7,543	ago
	726,556	3,113	3,803	4,570	4,189	4,815	5,143	6,570	7,217	5,598	ago
Export. automotriz, % de export. manif.											
Terminal	22.2	21.9	23.3	22.6	22.8	23.3	23.2	22.4	22.9	23.9	ago
Autos y camiones ligeros	14.9	14.4	15.5	15.2	15.5	15.2	14.5	13.2	12.9	14.0	ago
Camiones pesados	10.5	10.6	10.4	11.5	10.8	9.8	8.8	7.4	7.5	8.5	ago
Autopartes	4.4	3.8	5.2	3.7	4.8	5.4	5.7	5.9	5.4	5.5	ago
Transformación	7.3	7.5	7.8	7.4	7.2	8.1	8.7	9.2	10.0	10.0	ago
Maquila	4.3	4.6	4.6	4.2	4.2	4.7	5.1	5.5	5.8	5.7	ago
	3.0	3.0	3.1	3.2	3.0	3.4	3.7	4.2	4.1	4.2	ago
Import. automotriz de EUA, mills. de dls.											
Terminal	25,424	27,670	32,556	39,665	39,482	40,972	40,436	42,172	42,708	32,137	ago
Autopartes ⁵	12,110	13,190	15,788	21,002	21,302	20,903	19,397	19,068	18,777	15,194	ago
	13,314	14,480	16,768	18,663	18,180	20,069	21,039	23,104	23,931	16,943	ago
Export. automotriz a EUA/Export. manif. %	nd	nd	34.6	37.6	32.5	28.3	28.0	29.2	30.4	25.7	ago

1 PIB automotriz / PIB total a valores básicos a precios constantes

2 Incluye chasises y excluye producción AMIA

3 Incluye importados

4 Exportaciones / producción (unidades)

5 Incluye exportaciones de otras industrias como vidrio, telas y partes eléctricas y electrónicas

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI, Banco de México, AMIA, ANPACT y U.S. Census Bureau

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	I'06	II'06	III'06	IV'06	I'07	II'07	III'07	IV'07	2005	2006	2007
Actividad Económica											
PIB (variación % real anual)	3.7	3.5	2.9	3.1	2.6	2.7	3.0	3.0	3.2	3.3	2.8
Gasto personal en consumo	3.4	3.0	2.8	3.2	2.6	2.6	2.3	2.3	3.5	3.1	2.5
Inversión fija bruta	6.9	3.9	1.9	2.0	0.9	2.3	3.5	3.6	7.5	3.6	2.6
No residencial	7.4	7.2	7.9	7.7	6.0	6.4	5.6	5.6	6.8	7.6	5.9
Estructuras	2.6	8.0	13.7	12.4	11.6	7.9	4.9	2.6	1.1	9.2	6.6
Equipo y software	9.2	6.8	5.7	5.1	3.0	5.0	5.0	6.4	8.9	6.7	4.9
Residencial	6.1	-1.5	-7.7	-8.0	-8.4	-6.1	-1.8	-1.2	8.6	-2.9	-4.5
Exportaciones totales	9.0	8.2	9.0	8.9	7.3	7.5	7.4	6.7	6.8	8.8	7.2
Importaciones totales	6.4	6.4	7.8	5.0	3.3	3.3	1.7	1.5	6.1	6.4	2.5
Consumo del gobierno	2.0	2.0	1.6	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	0.9	1.9	1.8
Contribución al Crecimiento (pp)											
Gasto personal en consumo	2.4	2.1	2.0	2.3	1.9	1.8	1.7	1.6	2.5	2.2	1.7
Inversión privada	1.0	1.2	0.9	0.3	0.2	0.3	0.5	0.6	0.9	0.9	0.4
Exportaciones netas	-0.1	-0.2	-0.3	0.1	0.3	0.3	0.6	0.5	-0.3	-0.1	0.4
Consumo del gobierno	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
Precios y Costos (variación % anual, promedio)											
CPI	3.6	4.0	3.3	2.2	2.4	1.7	1.7	2.5	3.4	3.3	2.1
Subyacente	2.1	2.5	2.8	2.8	2.7	2.3	2.1	2.1	2.2	2.5	2.3
PCE	3.0	3.3	2.9	2.1	2.1	1.5	1.4	1.9	2.9	2.8	1.7
Subyacente	2.0	2.2	2.4	2.3	2.3	2.1	2.0	1.9	2.1	2.3	2.1
Deflactor del PIB	3.1	3.3	2.9	2.3	2.2	2.2	2.2	2.0	3.0	2.9	2.1
Productividad	2.8	2.5	1.3	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.2	2.0
Compensación real por hora	2.6	3.5	3.2	3.2	2.6	2.6	2.6	2.6	1.0	3.1	2.6
Costo laboral unitario	3.6	5.1	5.2	3.2	2.7	2.7	2.7	2.7	2.0	4.3	2.7
Otros Indicadores											
Producción industrial (variación % real anual)	3.3	4.6	5.1	3.9	4.0	3.1	2.3	3.1	3.2	4.2	3.1
Capacidad utilizada (%)	81.1	82.0	82.3	82.5	82.6	82.8	83.0	83.1	80.1	82.0	82.9
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	16.9	16.4	16.6	16.4	16.6	16.6	16.5	16.6	16.9	16.6	16.5
Inicio de casas (miles, anualizado)	2,123	1,873	1,735	1,742	1,723	1,681	1,662	1,657	2,073	1,868	1,681
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	176	115	121	160	140	140	140	140	165	143	140
Tasa de desempleo (promedio, %)	4.7	4.6	4.7	4.6	4.7	4.7	4.8	4.8	5.1	4.7	4.7
Tasa de ahorro personal	-1.4	-1.3	-1.4	-1.3	-0.6	-0.4	-0.1	0.2	-0.5	-1.3	-0.2
Balanza comercial (mmd)	-213	-218.4	-215.0	-214	-210	-209	-194	-194	-724	-789	-749
Balanza cuenta corriente (mmd)	-849	-871.8	-860	-856	-840	-837	-777	-775	-805	-859	-807
% PIB	-6.5	-6.6	-6.5	-6.4	-6.2	-6.1	-5.6	-5.5	-6.4	-6.5	-5.9
Balance fiscal (mmd, año fiscal)	—	—	—	-260	—	—	—	-286	-318	-275	-301
% PIB	—	—	—	-2.1	—	—	—	-2.2	-2.6	-2.1	-2.2
Brent (dólares por barril, promedio)	66.4	74.6	72.0	59.5	58.1	57.2	56.3	55.1	58.3	68.1	56.7
Mercados Financieros (fdp)											
Fed funds (%)	4.75	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	4.25	5.25	5.25
Libor 3 meses (%)	5.00	5.48	5.37	5.33	5.27	5.22	5.17	5.12	4.54	5.33	5.12
Nota del Tesoro 10 años (%)	4.85	5.14	4.63	4.84	4.90	4.90	4.90	4.90	4.39	4.84	4.90
Dólar/euro	1.21	1.28	1.27	1.27	1.28	1.29	1.29	1.30	1.18	1.27	1.30

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

Indicadores y Pronósticos México

	2003	2004	2005	2006	2007	I'06	II'06	III'06	IV'06	I'07	II'07	III'07	IV'07
Actividad Económica													
PIB (series desestacionalizadas)													
Variación % real anual	1.4	4.2	3.0	4.6	3.6	4.2	6.1	4.5	3.8	2.9	2.9	3.5	4.9
Por habitante en dólares*	6,356	6,729	7,497	8,138	8,604	6,990	7,420	7,435	8,168	7,995	8,074	7,701	8,389
Miles de millones de dólares	639	683	769	843	900	832	849	812	879	863	931	868	937
Inflación (% fdp)													
General	4.0	5.2	3.3	3.8	3.5	4.4	3.2	4.1	3.8	3.9	4.2	3.5	3.5
Subyacente	3.7	3.8	3.1	3.4	3.2	3.6	3.2	3.4	3.4	3.5	3.3	3.2	3.2
Mercados Financieros													
Tasas de interés (% fdp)													
Fondeo bancario	6.1	8.8	8.3	7.0	6.5	7.3	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	6.8	6.5
Cetes 28 días	6.0	8.6	8.0	7.0	6.5	7.3	7.0	7.1	7.0	7.2	6.8	6.5	6.5
TIIIE 28 días	6.3	9.0	8.6	7.3	6.7	7.6	7.3	7.3	7.3	7.3	7.1	6.7	6.7
Bono 10 años (% fdp)	8.3	9.7	8.5	8.0	7.5	8.7	9.7	8.2	8.0	7.8	7.7	7.7	7.5
Tipo de cambio													
Pesos por dólar, fdp	11.2	11.3	10.7	10.9	11.3	11.0	11.4	11.0	10.9	10.8	10.9	11.1	11.3
Finanzas Públicas													
Balance fiscal (% del PIB)	-0.6	-0.2	-0.1	0.2	0.0	nd	nd	nd	0.2	nd	nd	nd	0.0
RFSP (% del PIB)	3.0	2.7	2.1	1.5	1.4	nd	nd	nd	1.5	nd	nd	nd	1.4
Sector Externo**													
Balanza comercial (mmd)	-5.8	-8.8	-7.6	-5.1	-11.6	-5.0	-4.5	-5.3	-5.1	-6.4	-7.9	-8.4	-11.6
Cuenta corriente (mmd)	-8.6	-6.6	-4.6	-3.8	-11.1	-1.1	-0.6	-2.7	-3.8	-7.1	-10.3	-10.1	-11.1
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.4	-1.0	-0.6	-0.3	-1.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.7	-1.1	-1.3	-1.3
Petróleo (mezcla mexicana, dpb, fdp)	25.7	28.6	44.9	57.6	49.4	51.4	55.5	60.5	57.6	54.4	52.3	51.5	49.4
Agregados Monet. y Act. Bancaria (var. % anual)													
Captación bancaria tradicional	6.9	3.1	3.2	7.4	6.0	6.7	6.8	6.4	7.4	6.1	7.1	6.1	6.0
Créd. vigente banca comercial***	5.5	27.7	26.6	21.7	17.5	27.9	28.4	26.5	21.7	20.0	16.1	15.7	17.5
Demanda Agregada (var. % anual, desestacionalizada)													
Total	1.2	6.2	4.6	7.1	4.7	7.7	8.1	6.9	5.8	4.3	4.1	4.7	5.9
Demanda interna													
Consumo	2.1	3.6	4.8	6.0	4.4	6.6	5.8	5.6	6.0	4.6	4.6	3.9	4.3
Privado	2.2	4.1	5.4	6.0	4.8	6.5	5.5	5.7	6.1	5.2	5.2	4.2	4.6
Público	1.0	-0.4	0.3	6.5	0.7	7.3	8.7	5.0	5.1	0.0	0.0	1.0	1.8
Inversión	0.4	7.5	7.6	9.7	6.1	12.9	9.6	8.7	7.6	6.2	6.3	6.0	5.9
Privada	-1.6	8.8	9.6	9.7	6.1	11.1	11.9	8.5	7.4	6.2	6.3	6.0	5.9
Pública	8.5	2.5	-0.4	9.3	6.2	22.1	-1.6	9.6	8.5	6.3	6.4	6.1	6.0
Demanda externa													
Importaciones	0.7	11.7	6.8	11.5	8.2	11.1	13.2	12.1	9.6	7.5	7.3	8.4	9.7
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)													
Agropecuario	3.1	3.5	-1.5	4.9	5.5	2.3	7.5	4.1	5.4	1.4	1.0	8.8	9.9
Industrial													
Minería	3.7	3.4	1.2	2.9	2.3	4.1	1.3	3.9	3.2	0.2	3.6	3.0	2.4
Manufacturas	-1.3	4.0	1.2	5.0	3.4	4.6	6.2	5.6	3.6	2.9	2.6	2.9	5.0
Construcción	3.3	6.1	3.3	6.4	4.1	6.2	7.2	4.5	2.3	2.1	2.7	4.1	4.2
Electricidad, gas y agua	1.5	2.8	1.4	4.3	2.0	3.0	4.1	3.7	3.7	1.1	-0.7	1.5	2.5
Servicios													
Comercio, restaurantes y hoteles	2.1	4.4	4.2	4.7	3.9	4.8	5.5	4.8	4.0	3.6	3.7	3.7	4.5
Transporte y comunicaciones	1.5	5.5	3.1	4.1	3.6	3.7	4.9	4.8	3.3	2.9	3.9	3.2	3.4
Financieras, seguros e inmuebles	5.0	9.2	7.1	8.4	6.4	8.1	9.1	8.6	7.2	6.4	6.1	5.8	6.4
Comunales y personales	3.9	3.9	5.8	5.1	4.5	5.7	5.5	4.8	4.8	4.7	4.2	4.5	4.5
	-0.6	0.6	2.1	2.5	2.0	2.7	3.4	2.4	1.5	1.5	1.1	1.6	3.2

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

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Bogotá www.bbva.com.co		
Coyuntura Macroeconómica y Financiera	Sun Brokers	Bogotá, Julio 2006
Coyuntura Macroeconómica y Financiera	Cemex	Bogotá, Agosto 2006
Coyuntura Macroeconómica y Financiera	Secretaría de Hacienda Distrital	Bogotá, Septiembre 2006
Buenos Aires www.bancofrances.com.ar		
Perspectivas Económicas 2006-2007	Cientes Sector Comercio Exterior	Mar del Plata, Julio 2006
Perspectivas Económicas 2006-2007	Cientes Sector Comercio Exterior	Buenos Aires, Agosto 2006
Perspectivas Económicas 2006-2007	PSA Citroën Peugeot	Buenos Aires, Agosto 2006
Persp. Macroeconómicas y Sec. Construc. e Inmobiliario 2006-2008	Inversores Inmobiliarios	Buenos Aires, Septiembre 2006
Caracas www.provincial.com		
Previsiones Macroeconómicas 2007	Good Year	Valencia, Agosto 2006
Coyuntura y Previsiones Macro 2007	Kimberly Clark	Caracas, Agosto 2006
Previsiones 2007 y Análisis Sector Alimentos	Kraft	Caracas, Agosto 2006
Lima www.bbvacontinental.com		
Cinco Preguntas para el Próximo Quinquenio	Reunión Coyuntura - Clientes BBVA	Lima, Julio 2006
FDI: 5 Aspectos que Pueden Ayudar	Bloomberg	Lima, Julio 2006
Peru: Economic Outlook	Wells Fargo	Lima, Agosto 2006
Peru: Situación Económica	IFC	Lima, Agosto 2006
Los Primeros 30 Días	Reunión Coyuntura - Clientes BBVA	Lima, Septiembre 2006
Contexto Económico y Mercado Laboral	Universidad Católica del Perú	Lima, Septiembre 2006
Madrid www.bbva.com		
Situación y Perspectivas de la Economía Española	Universidad Internacional Menéndez Pelayo	Santander, Julio 2006
Presentación Situación Inmobiliaria	Prensa	Madrid, Julio 2006
Perspectiva para la Economía Global	Prensa	Barcelona, Julio 2006
Presentación EuropaWatch y Situación España	Prensa	Madrid, Julio 2006
China: Tendencias, Claves y Soluciones	Bolsa de Valencia	Valencia, Septiembre 2006
México www.bancomer.com		
Método de Componentes Principales para Análisis Regional	INEGI	México D.F., Agosto 2006
Estimación del PIB a Nivel Estatal	Asoc. Mex. de Secretarios de Desarrollo Eco.	Mazatlán, Sin., Agosto 2006
Escenarios Macroeconómicos después de las Elecciones	Banca Corporativa - Kellogg's	Querétaro, Oro., Julio 2006
México: Fortaleza Económica en la Coyuntura Política	Banca Corporativa -Novo-Nordik	México D.F., Julio 2006
La Economía Mexicana en el Primer Semestre de 2006	Banca Patrimonial - ASPA	México D.F., Julio 2006
Panorama Económico para el Cuarto Trimestre de 2006	Consejo Regional Metropolitano Sur	México D.F., Septiembre 2006
La Economía al Cierre de 2006	Consejo Regional Metropolitano Norte	México D.F., Septiembre 2006
México a Dos Meses de las Elecciones	Consejo Regional Monterrey	Monterrey N.L., Sept. 2006
¿Se Mantendrá el Crecimiento Económico en los Próximos Meses?	Consejo Regional Guadalajara	Guadalajara, Jal., Sept. 2006
México: Se Modera el Crecimiento en el Segundo Semestre	Banca Patrimonial - Clientes Metro Sur	México D.F., Septiembre 2006
Papel de la Banca en el Bienestar y el Crecimiento Económico	Universidad Iberoamericana	México D.F., Septiembre 2006
¿Estamos en Camino de un Aumento de la Calificación Soberana?	Tesorería y Mercados	México D.F., Septiembre 2006
Una mirada a México en el 2007	Banca de Empresas y Gobierno	México D.F., Octubre 2006
Construyendo una agenda eco. mínima para los próximos 6 años	El Semanario	México D.F., Octubre 2006
¿Cómo actuará Banxico ante el repunte infla. y la desacele. en EUA?	Consejo Nacional de Presidentes Regionales	México D.F., Noviembre 2006
BBVA USA www.lnb.com		
Economic Slowdown and Inflationary Risks	Comité de Dirección BBVA USA	Houston, Julio 2006
The Economy is in Transition	Comité de Dirección LNB	Laredo, Agosto 2006
US & Mexico: Economic Trends & Perspectives	Clientes Banca Comercial LNB	Laredo, Septiembre 2006
US-Mexico Trade Relations	Western Hemispheric Trade Center	Laredo, Septiembre 2006
El Mercado Inmobiliario en Estados Unidos	Mercados Globales y Distribución	Sumiya, Septiembre 2006
Santiago de Chile www.bhif.cl		
A 25 años de la Reforma del Sistema Previsional Chileno	Gerentes RR.HH. Empresas Clientes BBVA	Santiago, Julio 2006
Competitividad y Crecimiento en América Latina.	CIEPLAN	Santiago, Julio 2006
¿Se enfría la Economía?	Agentes banca de personas BBVA	Santiago, Agosto 2006
¿Se enfría la Economía Chilena?	Conferencia Prensa Situación Chile 3er. Trim.	Santiago, Agosto 2006
Situación Económica y Perspectivas para los Exportadores	Clientes Banca Empresas	Santiago, Agosto 2006
Perspectivas Económicas 2006-07 y Sector Exportador	Seminario BBVA	Concepción, Agosto 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:

Perú: David Tuesta

Venezuela: Alejandro Punte

Europa y 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

Gerardo Villoslado

jg.villoslado@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

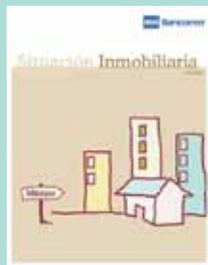
Fernando Tamayo

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.