

Informe Económico

Estudios Económicos

Septiembre 2004



Informe Económico

Septiembre 2004

Editorial/Editorial

- Programa Económico para 2005 3
Economic Program for 2005

Entorno/Environment

- Abandona la Economía de EUA el Letargo 5
The U.S. Economy Leaves Lethargy Behind

- EUA: Propuestas Económicas de los Candidatos 8
U.S.: Economic Proposals of the Candidates

- Efectos de los Elevados Precios del Petróleo 11
Mexican Economy: Effects of High Oil Prices

- La Inflación Anual Alcanza Nivel de 4.7% 14
Annual Inflation Reaches 4.7% Level

- ¿Qué Ocurrirá con las Tasas de Interés? 16
What Will Happen to the Interest Rates?

- IV Informe de Gobierno 18
The Fourth State-of-the-Nation Address

Panorama Bancario/Banking Outlook

- Determinantes de la Captación a Plazo 21
Time Deposits Determinant Factors

- Evolución Favorable del Crédito al Consumo 24
Favorable Performance of Consumer Credit

Temas de Actualidad/Current Topics

- Riesgo-País y Determinantes en México 26
Country-risk and its Determining Factors in Mexico

- Avance hacia la Viabilidad Financiera del IMSS 30
Step Forward Toward the IMSS' Financial Viability

- Federalismo Fiscal Reclamo Permanente 34
Fiscal Federalism, a Permanent Demand

Análisis Sectorial/Industry Analysis

- Inició la Recuperación del Empleo 38
Employment Starts to Recover

Evaluación Regional/Regional Evaluation

- Comercio Regional: Buenas Perspectivas 42
Regional Trade: A Good Outlook

El presente Informe está basado en información disponible hasta el 17 de septiembre de 2004

El Informe Económico está disponible en:
<http://www.bancomer.com/economica>

This Report is based on information available through
September 17, 2004

The Economic Report is available in:
<http://www.bancomer.com/economica>

Programa Económico para 2005

Los Criterios Generales de Política Económica para 2005 suponen, respecto al presente año, un menor crecimiento de la economía de Estados Unidos, manteniendo su elevado dinamismo industrial, y una reducción de los precios del petróleo como consecuencia de una demanda menos robusta y la ampliación de la producción de este insumo, en especial, por parte de Irak y los países del Golfo Pérsico. En congruencia, el programa prevé una desaceleración económica más moderada en México que en el vecino país, considerando el vínculo industrial entre los dos países, y una cotización promedio para la mezcla mexicana de petróleo de 23 dólares por barril.

Además, se estima que la inflación anual se reducirá a 3% y las tasas de interés internas subirán más de un punto porcentual, como resultado de una política monetaria más restrictiva. Si bien las previsiones de producción y petróleo lucen razonables, considerando, en particular, la volatilidad histórica de los precios de este insumo, las correspondientes a la inflación implican un reto notable para el Banco de México, toda vez que este indicador se ha situado muy por encima de 4% durante 2004.

Con este marco, el programa estima una disminución real de 4.1% en el ingreso presupuestario del Sector Público, como reflejo, principalmente, de la reducción de más de seis dólares en el precio del petróleo y la virtual estabilidad de los ingresos no petroleros. Aunque no se incorporan modificaciones fiscales en el ejercicio, la mayor eficiencia recaudatoria y el crecimiento económico permiten estimar un aumento de 3.1% de los ingresos tributarios; en contraste, los no tributarios se contraen 38%, al escasear las oportunidades de ganancias no recurrentes.

Economic Program for 2005

The General Economic Policy Criteria program for 2005 contemplates, in relation to the current year, lower growth of the U.S. economy, with a continuation of its high industrial dynamism, and a reduction in oil prices as a result of less robust demand and an increase in production of this raw material, especially, by Iraq and the Persian Gulf countries. Based on these considerations, the program projects a more moderate economic slowdown in Mexico than in the case of its northern neighbor, based on the industrial ties between the two countries and an average price of US\$23 per barrel for the Mexican oil mix.

In addition, the document estimates that annual inflation will decrease to 3% and internal interest rates will increase by more than one percentage point, as a result of a more restrictive monetary policy. Although growth and oil projections appear reasonable, especially considering the historical volatility of oil prices, the inflation estimate implies a major challenge for the Banco de México, given that this indicator has been very much above 4% during 2004.

With this framework, the program forecasts a real 4.1% decrease in public sector budgetary revenue, mainly reflecting the more than US\$6 per barrel reduction in oil prices and the virtual stability of non-oil income. Although the General Economic Policy Criteria document does not incorporate fiscal modifications in the year, greater efficiency on tax collection and economic growth allow for an estimated 3.1% increase in tax revenue. At the same time, non-tax revenue is expected to contract by 38%, given the reduction in opportunities for non-recurring earnings.

Marco Macroeconómico Macroeconomic Framework

	2004	2005
PIB EUA, variación % real anual	4.4	3.7
U.S. GDP, real annual % change		
Prod. industrial EUA, var. % real anual	5.1	5.0
U.S. industrial prod., real annual % chge.		
Petróleo, mezcla mexicana		
Oil, Mexican mix		
Precio promedio, dólares / barril	29.2	23.0
Average price, dollars / barrel		
Plataforma de exportación prom., mbd	1,857	1,900
Average export platform, mbd		
PIB, variación % real anual	4.0	3.8
GDP, real annual % change		
Inflación, diciembre/diciembre	3.9	3.0
Inflation, December/December		
Cetes 28 días, promedio, %	6.7	7.8
28-day Cetes, average, %		

Fuente: BBVA Bancomer con datos de SHCP
Source: BBVA Bancomer with Finance Ministry data

Finanzas Públicas Public Finances

	% del PIB % of GDP		
	2004	2005	Var Chge
Bal. económico/Economic balance	-0.4	-0.1	-61.8
Bal. presupuestario/Budgetary balance	-0.3	-0.1	-46.6
Ingresos presupuestarios	23.4	21.6	-4.1
Budgetary revenues			
Petroleros/Oil	8.4	7.3	-10.2
Gob. federal/Federal govt.	6.0	5.0	-13.6
Pemex	2.4	2.3	-1.9
No petroleros/Non-oil	15.0	14.3	-0.6
Gob. federal/Federal govt.	10.9	10.3	-1.4
Tributarios/Tax	9.7	9.6	3.1
No tributarios/Non-tax	1.2	0.7	-38.0
Organismos y empresas	4.1	4.0	1.4
Organizations & companies			
Gasto neto pagado	23.6	21.7	-4.6
Net paid expenditures			
Programable/Programmable	17.0	15.4	-6.2
No program./Non-programmable	6.6	6.4	-0.3
Costo financiero del sector público	2.9	2.9	4.7
Public sector financial cost			
Superávit económico primario	2.6	2.7	10.1
Primary economic surplus			

Var Variación % real
Chge Real % change
Fuente: BBVA Bancomer con datos de SHCP
Source: BBVA Bancomer with Finance Ministry data

Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) • % del PIB
Public Sector Financial Requirements (PSFR) • % of GDP

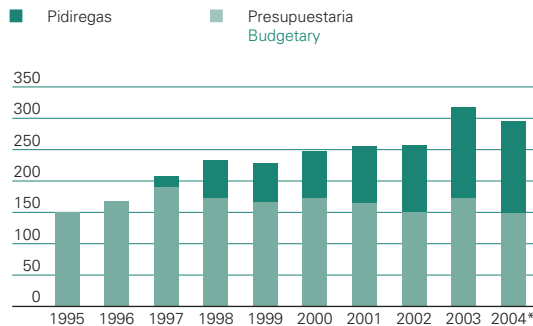
	2004	2005
Déficit público tradicional	0.4	0.1
Traditional public deficit		
Pidiregas	1.4	1.0
IPAB	0.3	0.2
Adecuación de registros	0.1	0.1
Registry adequacy		
Programa deudores/Debtor program	-0.1	0.1
FARAC	0.2	0.0
Intermediación financiera	0.4	0.5
Financial intermediation		
RFSP/PSFR	2.7	2.1
Sin ingresos no recurrentes	3.2	2.2
Excluding non-recurrent revenues		

Fuente: BBVA Bancomer con datos de SHCP
 Source: BBVA Bancomer with Finance Ministry data

Inversión Impulsada

Miles de millones de pesos de 2004

Boosted Investment • Billions of 2004 pesos



Fuente: BBVA Bancomer con datos de SHCP
 Source: BBVA Bancomer with Finance Ministry data

Menor Déficit Fiscal

Con menores recursos, el programa de 2005 propone una reducción de 4.6% en el gasto neto pagado, consecuencia principalmente de una contracción de 6.2% en el gasto programable. Dentro de éste, disminuyen 2.6% las erogaciones corrientes, concentrándose el esfuerzo en los rubros diferentes a personal, mientras que la inversión física desciende 25.6%. Una vez más, el presupuesto incorpora mecanismos de ajuste al gasto para situaciones en las que el ingreso público sea inferior al previsto, así como reglas para asignar recursos excedentes. El costo financiero del Gobierno aumenta principalmente por las mayores tasas de interés supuestas.

Los ajustes automáticos de gasto buscan asegurar la meta de déficit público, que para 2005 se proyecta en 0.1% del PIB, tres décimas por abajo de la estimación para el presente año. El menor desequilibrio es congruente con el objetivo de alcanzar un superávit económico en 2006 y apoya la credibilidad de la política fiscal. Más aún, los requerimientos financieros, calculados con base devengada, disminuyen de 2.6 a 2.1%, siendo los dos elementos más importantes: Pidiregas para compensar la caída de la inversión física gubernamental y la intermediación financiera, dirigida, en especial, al fomento de la vivienda.

Como en ejercicios anteriores, el financiamiento público será totalmente interno, incorporando una moderada caída de los débitos externos, lo que contribuirá a fortalecer la situación financiera del Gobierno. Finalmente, con razón, se insiste en la aprobación de seis reformas estructurales claves que permitirían impulsar la productividad y el crecimiento de mediano plazo de la economía.

Lower Fiscal Deficit

With fewer resources, the 2005 economic program proposes a 4.6% reduction in net paid expenditures, mainly as a result of a 6.2% decline in programmable expenditures. Within this item, current expenses drop 2.6%, with efforts in this regard being centered on non-personal expenditures, while physical investment is projected to decline 25.6%. Once again, the budget incorporates mechanisms for adjusting the expenditures budget for situations in which public sector income is below projections, as well as rules for allocating excess resources. The government's financial cost is expected to increase, mainly due to higher projected interest rates.

The automatic adjustments in spending seek to guarantee the public deficit goal, which for 2005 is projected at 0.1% of GDP, three tenths of a percentage point below estimates for the current year. The reduced public deficit is consistent with the goal of achieving an economic surplus in 2006 and supports the credibility of the government's fiscal policy. Furthermore, financial requirements, calculated on an accrued basis, are projected to diminish from 2.6% to 2.1%. In this regard, the two most important factors in the decrease would be Pidiregas (public sector projects financed by private investment) to compensate the fall in government physical investment and financial intermediation, particularly efforts directed to promote housing lending.

As in previous fiscal years, public financing will be completely domestic, incorporating a moderate fall in external debt, which will contribute to strengthening the government's financial situation. Finally, the report correctly insists on the approval of six key structural reforms that would allow for an increase in productivity and the medium term growth of the economy.

Abandona la Economía de EUA el Letargo Mostrado en el Segundo Trimestre

Durante el segundo trimestre del año el comportamiento débil de algunas variables, particularmente el empleo y el gasto en consumo, contribuyeron a desacelerar el ritmo de expansión de la economía estadounidense. Este desempeño fue atribuible en buena medida a elementos de carácter transitorio, como el incremento en los precios del petróleo y un menor ingreso disponible. Sin embargo, datos recientes muestran un avance en los indicadores que darán un mayor impulso a la economía en los próximos meses. Comenzando por el empleo, el descenso consecutivo durante cinco semanas de las solicitudes por seguro de desempleo vaticinó un incremento en la nómina no agrícola al finalizar el mes de agosto, que se ubicó en 144 mil nuevas plazas. Con este aumento, si bien ligeramente menor que los 150 mil empleos esperados por el consenso, se revirtió la rigidez de las empresas por llevar a cabo nuevas contrataciones en los dos meses previos. Calculada mediante una encuesta distinta pero mostrando la misma tendencia la tasa de desempleo se situó en 5.4 vs. 5.5% en julio.

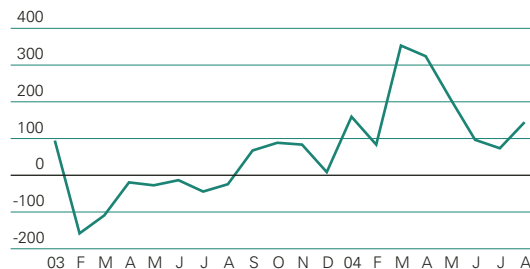
El incremento del empleo favorecerá un mayor gasto en consumo. En julio, el gasto personal aumentó 0.8% después de una caída de -0.2% en el mes previo, mismo que fue acompañado por resultados mixtos en las ventas al menudeo. También las órdenes por bienes duraderos experimentaron un ligero repunte: 1.7 vs. 1.1%. En perspectiva el empleo mostró que su recuperación fue más bien lenta con respecto a meses anteriores. Por ejemplo, de junio a agosto la nómina no agrícola promedió 104 mil nuevos empleos al mes mientras que de marzo a mayo ésta tuvo un promedio de 295 mil. Por otra parte la variación a la baja en la tasa de desempleo se explica sobre todo por los 152 mil estadounidenses que decidieron ya no buscar más un trabajo.

The U.S. Economy Leaves Second Quarter Lethargy Behind

In the second quarter of this year, the weak performance of some variables, in particular employment and consumer spending, contributed to slowing down the expansion rate of the U.S. economy. This performance can be attributed to a large extent to elements of a transitory nature, such as the rise in oil prices and lower disposable income. However, recent data are showing progress in those indicators that will provide a greater boost to the economy in the coming months. Starting with employment, the decline in the initial jobless claims during five consecutive weeks had forecast a rise in the non-farm payroll, which stood at 144,000 new jobs at the end of August. With this rise, although lower than the 150,000 jobs expected by the consensus, the rigidity of companies in realizing new hiring in the two previous months was reverted. Estimated through a different poll, although showing the same trend, the unemployment rate stood at 5.4% vs. 5.5% in July.

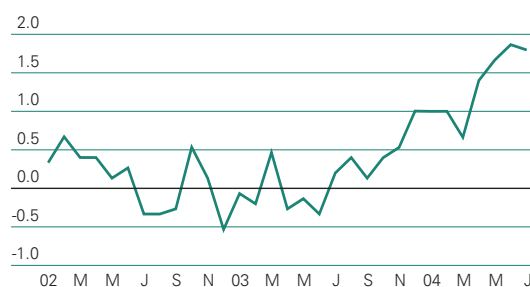
The rise in employment will favor greater consumer spending. In July, personal spending rose 0.8%, from a 0.2% drop in the previous month, which was accompanied by mixed results in retail sales. Also, orders for durable goods showed a slight rebound: 1.7% vs. 1.1%. In perspective, employment indicated that its recovery was rather slow compared to the previous months. For example, from June to August, the non-farm payroll averaged 104,000 new jobs monthly, while from March to May, the average was 295,000 new jobs. At the same time, the downward change in the unemployment rate is due mainly to the fact that 152,000 U.S. citizens decided not to look for a job anymore.

Nómina no Agrícola • Variación mensual, miles Non-farm Payroll • Monthly change, thousands



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento del Trabajo
Source: BBVA Bancomer with Labor Department data

Precios al Productor Excluyendo Alimentos y Energéticos • Variación % anual Producer Prices Excluding Food and Energy • Annual % change



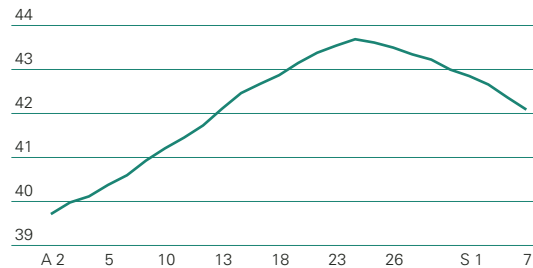
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reserva Federal
Source: BBVA Bancomer with Federal Reserve data

Evolución Diaria del Precio del Brent

Dólares por barril

Daily Evolution of the Brent Price

US\$ per barrel



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Departamento del Trabajo
Source: BBVA Bancomer with Labor Department data

Salario Medio por Hora Trabajada en el Sector Privado • Variación % anual

Average Wage per Worked Hour in the Private Sector • Annual % change



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reserva Federal
Source: BBVA Bancomer with Federal Reserve data

El Panorama es Menos Incierto para los Precios del Petróleo

La recuperación del empleo en agosto estuvo basada en un entorno de precios al consumidor estables a pesar de que algunos como el de los bienes importados se hayan incrementado en forma considerable: 1.7 vs. 0.3% en julio. En dicho mes, la inflación subyacente experimentó un crecimiento interanual de 1.75 (vs 1.81% en junio), prácticamente sin cambios con respecto al mes previo.

En agosto, los precios que imponen los productores sobre los bienes finales que crean descontando alimentos y energéticos disminuyeron 0.1%. No obstante, los productores obtienen precios cada vez más altos por sus insumos en particular las materias primas. De acuerdo con el *Institute of Supply Management* (ISM) los precios de los insumos en el sector manufacturero han ido creciendo durante un año en forma acelerada. No obstante, el traslado de esta escalada de precios hacia los consumidores no se ha dado aún debido a que todavía el ajuste se efectúa mediante los márgenes de ganancias, la competencia, el aumento de la productividad, y la importancia cada vez menor de las materias primas en la estructura de costos de las empresas.

¿Qué hay de los factores transitorios que afectaron el desempeño de la economía? Los precios del petróleo frenaron su tendencia alcista una vez que los temores sobre interrupciones en la oferta se disiparon. La exportación de crudo proveniente del sur de Irak no ha sido interrumpida por ataques terroristas, en Rusia; las operaciones de la empresa Yukos no serán suspendidas en tanto que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) ha incrementado su producción. Así, superados los miedos sobre posibles interrupciones en el abasto, los precios del petróleo han descendido con respecto a los niveles de mediados de agosto cuando el precio del WTI y el Brent alcanzaron la cifra récord de 49.50 y 43.70 dólares por barril, respectivamente.

The Outlook is Less Uncertain for Oil Prices

The recovery in employment in August was based on an environment of stable consumer prices, despite the fact that some, such as those of imported goods, rose considerably: 1.7% vs. 0.3% in July. In August, core inflation showed annual growth of 1.75% (vs. 1.81% in June), almost without change compared to the previous month.

In August, the prices imposed by producers on the final goods that they create, discounting food and energy, dropped 0.1%. Nevertheless, producers obtain increasingly higher prices for their inputs, particularly raw materials. According to the *Institute of Supply Management* (ISM), prices of inputs in the manufacturing sector have been rising at an accelerated pace for a year. However, the transfer of this price escalate to the consumer has not yet taken place, since the necessary adjustment is still made through profit margins, competition, the rise in productivity and the increasingly lower importance of raw materials in companies' cost structure.

What about the transitory factors that affected the performance of the economy? The oil prices put a brake on their rallying trend, once fears of interruptions in supply dissipated. Crude oil exports from southern Iraq have not been interrupted by terrorist attacks in Russia. The operations of the Yukos company will not be suspended, while the Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC) has increased its production. Thus, with the fear of possible interruptions in supply having been overcome, oil prices have dropped compared to the levels in mid-August, when the price per barrel of the WTI and Brent reached a record figure of US\$49.50 and US\$43.70, respectively.

El Fed Continuará Incrementando Gradualmente las Tasas

Pero si bien se han llevado a cabo grandes esfuerzos para garantizar el abasto del energético, el equilibrio entre la oferta y la demanda no está totalmente asegurado en el mediano y largo plazos ya que la demanda mundial continúa creciendo rápidamente, liderada por economías asiáticas en expansión como China e India. La economía estadounidense continúa en expansión. Así lo evidenció el índice calculado por el ISM, el cual volvió a mostrar un comportamiento constante con una expansión moderada tanto en las manufacturas (59 vs. 62 en julio), sector responsable de generar 22 mil empleos en agosto como en los servicios (58.2 vs. 64.8 en julio). En lo sucesivo la demanda agregada se beneficiará de la expansión del empleo y de la recuperación del salario promedio por hora trabajada. La recuperación del empleo si bien lenta contribuirá a mejorar la confianza de los consumidores que se deterioró ligeramente en agosto: 95.9 vs. 96.7 en julio.

Las empresas continúan invirtiendo. Las órdenes por bienes de capital excluyendo defensa —aproximación al gasto en inversión de los negocios— experimentaron una variación mensual de 9.0% consolidando una tendencia alcista. Por otra parte, las tasas de interés aún siguen siendo muy bajas en términos reales lo cual seguirá estimulando el consumo y la adquisición de viviendas. Así, por ejemplo, en julio la construcción de nuevas viviendas se incrementó 8.3% más que en el mes previo, impulsada en buena medida por tasas hipotecarias que en promedio son de entre 5 y 6%. En conclusión, el estado actual de la economía sigue siendo constante con la idea de una expansión moderada. La existencia de un entorno estable de precios así como un repunte en el empleo y el consumo harán que el Fed siga manteniendo su objetivo de incrementar la tasa de referencia en forma gradual hasta alcanzar un nivel acorde con la neutralidad monetaria.

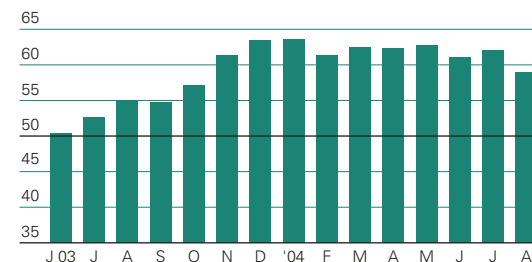
The Fed Will Continue to Raise Interest Rates Gradually

But although great efforts have been made to guarantee the supply of oil, the balance between supply and demand is not totally secured for the medium and long terms, since world demand continues to grow rapidly, led by the Asian economies in expansion, such as China and India. The U.S. economy continues to expand, as seen by the index calculated by the ISM, which once again showed a constant performance with a moderate expansion, both in manufacturing (59 vs. 62 in July), the sector that has generated 22,000 jobs in August, and in services (58.2 vs. 64.8 in July). Henceforth, aggregate demand will benefit from the expansion in employment and the recovery in the average wage per hour worked. The recovery in employment, although slow, will contribute to improving consumer confidence, which had deteriorated slightly in August: 95.9 vs. 96.7 in July.

Companies have continued investing. Orders for capital goods, excluding defense, an approximation to investment expense by businesses—registered a monthly change of 9.0%, thereby consolidating a rallying trend. At the same time, interest rates still continue to be very low in real terms, which will continue to encourage consumption and home purchases. Thus, for example, construction of new homes in July rose 8.3% compared to the previous month, boosted to a large extent by mortgage rates, which stand at between 5% and 6% on average. In conclusion, the current state of the economy continues to be constant, with the idea of a moderate expansion. The existence of a stable environment in prices, as well as the rally in employment and consumption will lead the Fed to continue maintaining its goal of increasing the reference rate gradually until it reaches a level in accordance with monetary neutrality.

EUA: Índice de Actividad Económica en las Manufacturas

U.S.: Economic Activity Index in Manufactures



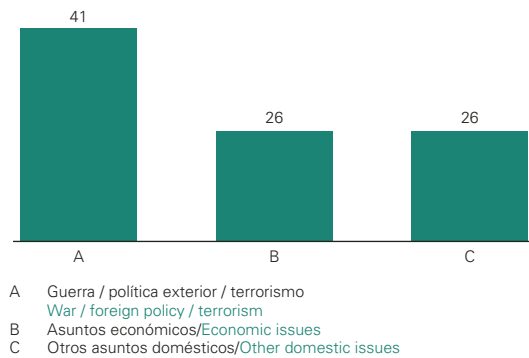
Nota: Una lectura del índice por arriba de los cincuenta puntos considera al sector en expansión

Note: An index reading of over 50 points considers the sector in expansion

Fuente: BBVA Bancomer con datos de ISM

Source: BBVA Bancomer with ISM data

El Problema más Importante que Afronta EUA • %
The most Important Problem Facing the U.S. • %



Fuente: Sondeo de The Pew Research Center, julio-agosto, 2004
 Source: The Pew Research Center Poll, July-August 2004

EUA: Preferencias Electorales
 %, votantes probables
U.S.: Electoral Preferences
 %, likely voters

Sondeo/Poll	Fecha/Date	Bush	Kerry
GW Univ./Battleground	Ago 17/Aug 17	47	49
National Public Radio	Ago 24/Aug 24	45	50
Fox/Opinion Dynamics	Ago 25/Aug 25	44	45
ABC/Washington Post	Ago 29/Aug 29	49	49
American Research Group	Sep 1	48	47
Zogby	Sep 2	46	44
Time	Sep 2	53	43
ICR	Sep 5	48	47
CNN/USA Today/Gallup	Sep 5	52	45

Fuente: www.pollingreport.com
 Source:

EUA: Propuestas Económicas de los Candidatos

Por primera vez desde 1972, la política exterior y la seguridad nacional se han convertido en los temas centrales de la elección presidencial en EUA. Según un reciente sondeo, 41% de los consultados opinó que la guerra, la política exterior y el terrorismo eran los principales problemas que afronta EUA; sólo 26% mencionó los asuntos económicos. Dicha situación favorece la campaña de reelección del presidente G.W. Bush. Una encuesta de Gallup (septiembre 5) reveló que la mayoría de los entrevistados (61%) piensa que él está mejor preparado que el candidato demócrata, J. Kerry, para encarar al terrorismo.

Kerry desperdició la oportunidad de despuntar en los sondeos luego de la Convención Nacional Demócrata celebrada en Boston a fines de julio. En cambio, el actual mandatario aprovechó el cónclave del Partido Republicano en Nueva York (agosto 30-septiembre 2) para lanzar duras críticas a su contrincante, lo que le permitió tomar la delantera por primera vez en la presente contienda. Según un sondeo de Gallup realizado a votantes probables, Bush aventaja a Kerry por siete puntos porcentuales: 52% vs. 45%. Una encuesta de Time indica que el republicano goza una ventaja de 10 puntos: 53% vs. 43%.

Mientras que Kerry ha intentado, con poco éxito hasta el momento, enfocar la atención de los votantes en la economía y el desempleo, Bush se ha presentado como el único candidato con la experiencia y la firmeza necesarias para combatir al terrorismo. El Presidente ha insistido que su nación se encuentra inmersa en una guerra contra un enemigo implacable y que no puede correr el riesgo de elegir a una figura cuyas aparentes inconsistencias en materia de seguridad nacional son resaltadas a cada paso por los estrategas republicanos.

U.S.: Economic Proposals of the Candidates

For the first time since 1972, foreign policy and national security have become the central concerns of the U.S. presidential election. According to a recent survey, 41% of those polled felt that the war, foreign policy and terrorism were the main problems facing the U.S.; only 26% mentioned economic issues. This situation benefits President G.W. Bush's campaign for re-election. A Gallup poll (September 5) revealed that the majority of interviewees (61%) think that he is better prepared than the democratic candidate, J. Kerry, to deal with terrorism.

Kerry wasted the opportunity to establish a clear lead in the polls following the Democratic National Convention held in Boston at the end of July. In contrast, the current President took advantage of the Republican Party gathering in New York (August 30-September 2) to strongly criticize his opponent, thereby enabling him to take the lead for the first time in the campaign for the White House. According to a Gallup survey among likely voters, Bush leads Kerry by seven points: 52% vs. 45%. A poll taken by Time indicates that the Republican enjoys an advantage of 10 points: 53% vs. 43%.

While Kerry has tried, with little success until now, to focus voter attention on the economy and unemployment, Bush portrays himself as the only candidate with the necessary experience and firmness to combat terrorism. The President has insisted that his country is immersed in a war against an implacable enemy and that it cannot run the risk of electing a figure whose apparent inconsistencies regarding national security are underscored at every turn by Republican strategists.

La Recuperación Económica podría Favorecer a Bush

Los asesores de Bush están divididos respecto a estructurar la oferta del republicano en torno de los logros económicos de su administración —tesis que ha prevalecido hasta el momento— o lanzar planes más detallados para el periodo 2005-2009, cuestión que la insuficiente generación de empleos hace más urgente. El Presidente afirma que, gracias a sus políticas y pese a lo que aún falta por hacer, la economía ha retornado a la senda del crecimiento tras la combinación inaudita de choques (la recesión, los atentados terroristas, la guerra de Irak, los escándalos corporativos, etcétera) sufrida por EUA entre 2000 y 2003.

Él propone: reducir el déficit a la mitad en su segundo mandato; desregular la economía para garantizar la expansión sostenida del empleo; limitar aumentos en el gasto discrecional salvo en el caso de la defensa y la seguridad interna; hacer permanentes algunos incentivos fiscales que caducan en el futuro (por ejemplo, el aumento del crédito fiscal infantil, los incentivos para las pequeñas empresas); permitir que empleados jóvenes inviertan parte de sus impuestos del seguro social en una cuenta personal; y abrir otros mercados a productos de EUA mediante la negociación de nuevos tratados de libre comercio bilaterales.

La Casa Blanca no ha precisado como reducirá el déficit fiscal, ya que confía en que sus políticas promotoras del crecimiento corrijan ese desequilibrio. La actual recuperación de la economía podría favorecer la reelección del Presidente. Se estima que el PIB experimentará un crecimiento de 4.1% en 2004. Según un sondeo del semanario Time (septiembre 1-2), los consultados tienen más confianza en Bush que en Kerry para manejar la economía: 47% vs. 42%. Por otra parte, 49% aprueba la conducción económica del Presidente, frente a 48% que lo desapruaba.

The Economic Recovery Could Favor Bush

Bush's advisers are divided with regard to whether to base the Republican's election agenda on the economic achievements of his administration —an argument that has held sway until now— or to launch more detailed plans for the 2005-2009 term. This is a question that the insufficient creation of jobs makes more urgent. The President claims that thanks to his policies and in spite of the fact that much remains to be done, the economy is growing once again after the unprecedented combination of shocks (the recession, the terrorist attacks, the Iraq war, the corporate scandals, etc.) suffered by the U.S. between 2000 and 2003.

He has proposed cutting the deficit in half in his second term; deregulating the economy so as to guarantee the sustained expansion of employment; limiting increases in discretionary spending, except in the case of defense and homeland security; making permanent some fiscal incentives set to expire in the future (for example, the increase in the child tax credit, incentives for small businesses); allowing young employees to invest part of their social security taxes in a personal account; and opening up other markets to U.S. products through negotiation of new bilateral free trade agreements.

The White House has not detailed how it will cut the fiscal deficit, since it is confident that its growth-promoting policies will correct this imbalance. The current economic recovery could favor the President's prospects for re-election. It is estimated that GDP will grow 4.1% in 2004. According to a Time magazine survey, (September 1-2), those polled trust more in Bush (47%) than in Kerry (42%) to handle the economy. On the other hand, 49% approve of the job the President is doing in handling the economy, compared to 48% who disapprove of it.

Principales Propuestas de Bush

- Reducir déficit fiscal a la mitad en los próximos cinco años
- Desregular economía para garantizar expansión sostenida del empleo
- Limitar aumentos en gasto discrecional salvo en el caso de la defensa y la seguridad doméstica
- Hacer permanentes algunos incentivos fiscales que caducan en los próximos años (por ejemplo, incentivos para pequeñas empresas, aumento del crédito fiscal infantil)
- Abrir otros mercados a productos de EUA mediante negociación de nuevos TLC's bilaterales
- Actitud favorable a ronda Doha de la OMC y al Tratado de Libre Comercio de las Américas
- Favorece exploración en zonas protegidas del Artículo para localizar yacimientos adicionales de energía
- Se opone a utilizar, de manera temporal, petróleo destinado a la reserva estratégica de EUA para aumentar la oferta y reducir los precios
- Permitirá que empleados jóvenes inviertan parte de sus impuestos del seguro social en una cuenta personal, lo cual significa un sistema mixto

Fuente: www.georgebush.com

Bush's Main Proposals

- To cut the fiscal deficit in half in the next five years
- To deregulate the economy in order to guarantee the sustained expansion of employment
- To limit increases in discretionary spending, except in the case of defense and homeland security
- To make permanent some fiscal incentives set to expire in the coming years (for example, incentives for small businesses, increase of the child tax credit)
- To open other markets to U.S. products through negotiation of new bilateral FTAs
- A favorable attitude towards the Doha round of the WTO and the Free Trade Agreement of the Americas
- Favors exploration of the Arctic National Wildlife Refuge in order to find more energy supplies
- Opposes temporarily diverting oil headed for the replenishment of the U.S. Strategic Petroleum Reserve to increase supply and reduce prices
- Would allow young employees to invest part of their social security taxes in a personal account, which means a mixed system

Source: www.georgebush.com

Principales Propuestas de Kerry

- Reducir déficit fiscal a la mitad en los próximos cuatro años
- Política fiscal que presiona empresas a reinvertir sus utilidades extranjeras en EUA
- Retener recortes fiscales para clase media y revertirlos para quienes perciben ingresos superiores a 200 mil dólares al año, canalizando esos recursos a educación y salud
- Mantener el crédito fiscal infantil
- Revisar TLC's existentes en primeros 120 días para asegurar que socios comerciales cumplan con sus obligaciones; no se firmarán nuevos TLC's hasta concluirse la revisión
- Reinstalar el proceso "Super 301", mecanismo que obliga al representante comercial a emitir un informe sobre barreras comerciales de otros países a exportaciones de EUA
- Se opone a perforaciones en zonas protegidas del Artículo
- Aceptaría utilizar, de manera temporal, petróleo destinado a la reserva estratégica de EUA
- Presionaría a países productores para que aumenten su producción de petróleo con tal de abatir el precio
- No privatizará "la seguridad social"; se opone a aumentar la edad de retiro

Fuente: www.johnkerry.com

Kerry's Main Proposals

- To cut the fiscal deficit in half in the next four years
- A fiscal policy that pressures firms to reinvest their profits earned abroad in the U.S.
- To retain tax cuts for the middle class and to repeal them for those earning more than US\$ 200,000 a year, channeling those funds to education and health
- To keep the child tax credit
- To review existing FTAs within the first 120 days to ensure that trading partners meet their obligations; no new FTAs will be signed until the review is completed
- To reinstate the "Super 301" process, the mechanism that requires the trade representative to issue a report on trade barriers to U.S. exports by other countries
- Opposes new drilling in the Arctic National Wildlife Refuge
- Favors temporarily diverting oil headed for the replenishment of the U.S. Strategic Petroleum Reserve
- Would pressure producing nations to increase their oil production as a way to drive down crude prices
- Would "not privatize" social security; opposes raising retirement age

Source: www.johnkerry.com

Kerry Busca Centrar la Atención en el Desempleo

Para Kerry, la economía y el desempleo siguen siendo los principales pasivos electorales de los republicanos. Según la mencionada encuesta, la mayoría de los norteamericanos (62%) opina que el estado de la economía es regular o mala. Bush será el primer mandatario desde H. Hoover (1929-1933) en asistir a una pérdida neta de empleos durante su gobierno. El demócrata ha recalcado ese punto, que le ofrece una de sus pocas líneas de ataque en una contienda en la que él ya se encuentra en desventaja. Para complicar las cosas, el sondeo de Time indica que sólo 27% de los consultados afirma estar peor ahora que hace cuatro años.

Igual que su contrincante, Kerry se compromete a reducir el déficit a la mitad en el próximo cuatrienio. Sin embargo, las propuestas económicas del demócrata difieren de las de Bush en otros aspectos: pretende presionar a las empresas a reinvertir sus utilidades extranjeras en EUA y revertir los recortes fiscales para quienes perciben ingresos superiores a 200 mil dólares al año, canalizando esos recursos a la educación y la salud. Kerry dice que conservará los recortes fiscales para la clase media; también afirma que "no privatizará" la seguridad social. En materia comercial, muestra poca propensión a firmar nuevos tratados.

Es entendible que a la hora de buscar votos, no sea redituable para Bush y Kerry referirse a la reducción del déficit más que en términos generales. El republicano afirma que su prioridad es salvaguardar la seguridad nacional y asegurar las condiciones para la fuerte expansión de la economía. El demócrata promete más recursos para la educación y la salud pero la reforma de la seguridad social no entra en sus planes. Lo cierto es que el eventual ganador tendrá que abordar el problema del déficit en algún momento de su Presidencia.

Kerry Seeks to Focus Attention on Unemployment

For Kerry, the economy and unemployment continue to be the main electoral liabilities of the Republicans. According to the above-mentioned poll, the majority of Americans (62%) are of the opinion that the state of the economy is fair or poor. Bush will be the first President since H. Hoover (1929-1933) to experience a net loss of jobs during his administration. The Democrat has stressed this point, which offers him one of the few lines of attack in a contest in which he is already trailing in the polls. To complicate matters, the Time survey shows that only 27% of those polled believe they are worse off today than they were four years ago.

Like his opponent, Kerry is committed to cutting the deficit in half in the next four years. However, the economic proposals of the Democrat differ from those of Bush in other aspects: he intends to pressure corporations to reinvest their profits earned abroad in the U.S. and to repeal the tax cuts for those earning over US\$200,000 a year, channeling those funds to education and health. Kerry says that he will keep the tax cuts for the middle class; he also says that he will "not privatize" social security. As to trade policy, he shows little inclination to sign new agreements.

It is understandable that in the search for votes, it would be unprofitable for either Bush or Kerry to refer to deficit reduction except in general terms. The Republican affirms that his priority is to safeguard national security and to ensure the right conditions for a strong expansion of the economy. The Democrat promises further funds for education and health, but social security reform is not among his plans. The truth is that the eventual winner will have to tackle the problem of the deficit at some point in his presidency.

Economía Mexicana: Efectos de los Elevados Precios del Petróleo

El fuerte crecimiento de la economía mexicana en el segundo trimestre, 3.9% anual y 4.9% en variación trimestral anualizada, alentó el optimismo sobre la recuperación y la posibilidad de mantener elevado el ritmo de avance en lo que resta del año. Sin embargo, dicha perspectiva está atada al ciclo económico mundial, donde la principal preocupación tiene que ver con los elevados precios del petróleo y el incierto panorama que enfrenta este mercado en el corto y mediano plazo: la inestabilidad política en algunos de los países exportadores de mayor peso, pero sobre todo el exceso de demanda sobre oferta mundial del energético podrían ocasionar que los elevados niveles de las cotizaciones se mantengan en la última parte de 2004 y en 2005. Para México, lo relevante es descontar los beneficios internos de los costos externos de este escenario, que tienen que ver particularmente con los efectos en la economía de Estados Unidos.

Dadas las tendencias actuales, la perspectiva para los precios del petróleo en lo que resta de este año y durante el siguiente son de un descenso moderado: en el caso de la mezcla mexicana la cotización podría ubicarse en 29.9 dólares por barril al cierre de 2004, y 26.2 dólares a finales 2005 (precios anuales promedio de 30.4 y 27.8 dólares en cada caso). Cabe preguntarse qué implicaciones podría tener este escenario sobre la economía mexicana, una vez descontados los beneficios de la estabilidad en las finanzas públicas. Es decir, la pregunta relevante es si éstos niveles de precios tendrían algún efecto sobre la economía de EUA, en materia de inflación, tasas de interés o el consumo y la inversión, o bien si podrían ser compensados por mayor productividad, y cuál sería el efecto neto sobre la economía mexicana.

Mexican Economy: Effects of High Oil Prices

The strong growth in the Mexican economy in the second quarter, an annual 3.9% and 4.9% in an annualized quarterly change, gave rise to optimism regarding the recovery and the possibility of maintaining the high growth rate through the rest of the year. However, this outlook is tied to the world economic cycle, where the main concern is centered on high oil prices and the uncertain panorama facing this market in the short and medium terms: the political instability in some of the exporting countries of greater weight, but particularly excess demand of the world supply of this energy source could cause the high price levels to remain in place through the latter part of 2004 and in 2005. For Mexico, the important fact is to discount the domestic benefits of the foreign costs of this scenario, specifically those relative to the effects of the U.S. economy.

Given the current trends, the outlook for oil prices in what is left of this year and during the next is of a moderate decrease: in the case of the Mexican oil mix, the price could stand at US\$29.9 per barrel at the end of 2004 and US\$26.2 by the end of 2005 (annual average prices of US\$30.4 and US\$27.8 in each case). The question should be raised as to what implications this scenario could have on the Mexican economy, once the benefits of the stability in public finances have been discounted. That is, the important question is whether these price levels could have some effect on the U.S. economy in terms of inflation, interest rates or consumption and investment, or whether they could be offset by greater productivity and what the net effect could be on the Mexican economy.

Petróleo: Mexcla Mexicana • Dólares por barril Oil: Mexican Mix • US dollars per barrel



Nota: Estimado a partir de septiembre 2004
Note: Estimated as of September 2004

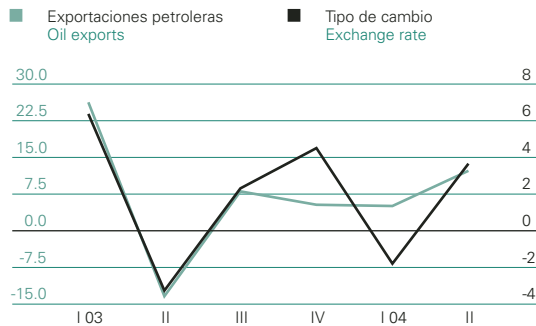
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI
Source: BBVA Bancomer with INEGI data

Ingresos Petroleros y Tipo de Cambio

Variación % trimestral

Oil Revenue and Exchange Rate

Quarterly % change



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI
Source: BBVA Bancomer with INEGI data

Precios del Crudo Elevados: Beneficios de Corto Plazo

Para México, los altos precios del petróleo en 2004 han significado un beneficio sustancial en las cuentas externas, así como en los ingresos y el gasto gubernamental. El reducido nivel de déficit externo ha permitido acumulación de reservas internacionales, lo cual ha favorecido a la estabilidad en el tipo de cambio: al cierre de agosto, el peso mostraba una depreciación de sólo 1.2% respecto de su cotización a finales de 2003.

En cuanto a las finanzas públicas, el gobierno estima que al finalizar el año recibirá por concepto de ingresos petroleros extraordinarios hasta 84 mil millones de pesos, es decir, 17% más de lo previsto originalmente. Medido como proporción del PIB, el monto de ingresos extraordinarios será de hasta 1%. Este flujo garantizará el cumplimiento de la meta fiscal planteada para el año, de 0.3% del PIB, y permitirá también mayor transferencia de recursos a las entidades federativas. Si bien se había establecido destinar una parte de los ingresos extraordinarios al Fondo de Estabilización Petrolera, es probable que los recursos de esa cuenta hayan sido ya asignados en distintos rubros de gasto.

Así, en materia de finanzas públicas, el aumento en los ingresos petroleros respecto a lo estimado permitirá sufragar un aumento en el gasto sin presionar el balance público. La proyección del gobierno para los precios del crudo en 2005 es conservadora (23 dólares por barril), lo cual le permitirá nuevamente algún margen para disponer de ingresos extras sin descuidar el equilibrio fiscal. Este criterio de tomar una estimación baja del precio del petróleo sería altamente favorable si se logra al mismo tiempo establecer una política de largo plazo para aprovechar de manera más eficiente la riqueza petrolera.

High Crude Oil Prices: Short-term Benefits

For Mexico, The high oil prices in 2004 have meant a substantial benefit for Mexico in the foreign accounts, as well as in government revenue and spending. The lower level of the foreign deficit has allowed accumulating international reserves, a fact that has favored stability in the exchange rate: at the end of August, the peso was showing depreciation of only 1.2% vs. the dollar, compared to the end of 2003.

As regards public finances, the government estimates that by year end, it will receive upwards of P\$84 billion in extraordinary oil revenue, that is, 17% more than originally projected. Measured as a percentage of GDP, the amount of extraordinary revenue will be of up to 1%. This flow will guarantee meeting the fiscal goal proposed for the year of 0.3% of GDP and will also allow greater transfer of funds to the states. Even though it has been established that a part of the extraordinary revenue be destined to the Oil Stabilization Fund, it is probable that the funds in this account have already been allocated to different expenditure line items

Thus, as regards public finances, the rise in oil revenue, compared to what was estimated, will allow paying for increased spending without pressuring the public balance. The government projection for Mexican crude oil prices in 2005 is conservative (US\$23 per barrel), which will once again allow it some margin to dispose of extra income without affecting the fiscal balance. This criterion of taking a low estimate of the oil prices would be highly favorable if, at the same time, a long-term policy is set for taking advantage of the oil wealth more efficiently.

En el Balance: Menor Crecimiento

En Estados Unidos la subida de precios del petróleo se ha combinado con el inicio de una fase de fuerte expansión en la actividad económica. En buena medida, esta expansión se ha originado en ganancias en productividad, lo cual ha sido un elemento fundamental para evitar que los incrementos en el costo del energético —y de las materias primas en general— se trasladen directamente al consumidor final y/o a las utilidades de las empresas.

De hecho, ello justifica la expansión del consumo y la inversión a pesar de los incrementos en los costos para los productores. El “amortiguamiento” de la productividad sin embargo, es difícil de sostener en un contexto en el que los costos se mantienen al alza durante un periodo de tiempo prolongado.

Nuestra previsión es que en 2005 aumentarán las presiones de precios en Estados Unidos: la inflación subyacente podría pasar de 1.7% en 2004, a 2.2% en 2005; las tasas de interés también serían más elevadas, pasando de 1.5% a 2.9% (promedio anual, tasa de Fondos Federales a tres meses). El PIB por su parte moderaría su ritmo de expansión, de 4.1% en el presente año, a 3.2% en el siguiente.

Incorporando esta información a la economía mexicana, el resultado es también un menor dinamismo en el PIB y un aumento en las tasas de interés. El primero pasará de 4% en este año, a 3.6% en 2005, las segundas (Cetes 28) aumentarán a 8.2%, desde 6.7% en el año actual (valores promedio). Así, los efectos del precio del petróleo no serán notables en este año pero sí en el siguiente; las finanzas públicas se mantendrán sólidas pero la actividad económica moderará su ritmo de expansión.

Lower Growth in the Balance

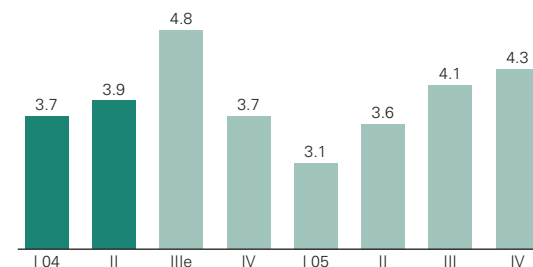
In the U.S., the rise in oil prices has combined with the onset of a phase of strong expansion in economic activity. To a great extent, this expansion originated in productivity gains, which has been a fundamental element for preventing the rise in the cost of this energy source—and of the raw materials in general—to be directly transferred to the final consumer and/or to companies' profits.

In fact, this justifies the expansion in consumption and investment, despite increases in costs to the producer. The “reduction” in productivity, however, is difficult to maintain within a context where costs remain high over a prolonged period.

Our forecast is that, in 2005, pressure from prices will rise in the U.S.: core inflation could vary from 1.7% in 2004 to 2.2% in 2005; interest rates could be higher, by rising from 1.5% to 2.9% (annual average, three-month Federal Funds rate). At the same time, GDP would moderate its expansion rate from 4.1% this year to 3.2% in the next.

Incorporating this information in the Mexican economy, the result is also lower GDP growth and higher interest rates. The former would go from 4% in 2004 to 3.6% in 2005. The latter (28-day Cetes) would rise to 8.2%, from 6.7% this year (average values). Thus, the effects of oil prices would not be significant this year but certainly in the next. Public finances would remain solid, although the expansion rate of economic activity would be more moderate.

PIB México • Variación % real anual
GDP Mexico • Real annual % change



e estimado a partir del 3er. trimestre 2004
estimated as of 3rd. quarter 2004

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI
Source: BBVA Bancomer with INEGI data

Principales Subíndices del INPC

Variación % anual, primera quincena

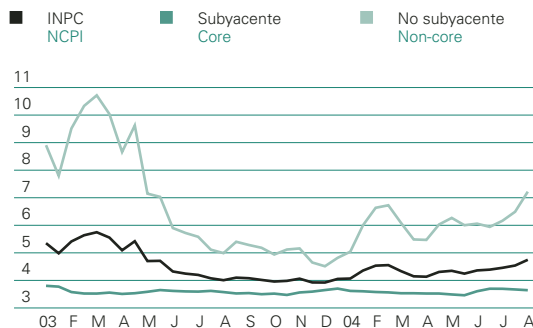
Main NCPI Sub-indices

Annual % change, first half of the month

	Ago Aug	Jul
INPC/NCPI	4.74	4.45
Subyacente/Core	3.63	3.68
Mercancías/Merchandise	3.56	3.48
Servicios/Services	3.72	3.91
No subyacente/Non-core	7.21	6.16
Agropecuarios/Agricultural	6.99	3.09
Administrados y concertados	7.30	6.84
Government managed & regulated		
Educación/Education	7.26	8.59

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México
 Source: BBVA Bancomer with Banco de México data

INPC y Subíndices • Variación % anual NCPI and Sub-indices • Annual % change



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México
 Source: BBVA Bancomer with Banco de México data

La Inflación Anual Alcanza Nivel de 4.7%

La inflación de la primera quincena de agosto fue de 0.38% (vs. 0.15% de la 1Q del mes previo), siendo la variación quincenal más alta en el 2004 y para ese periodo desde 1998. Esta mayor desviación del límite superior del objetivo inflacionario del Banco de México obedeció a precios volátiles más altos pues el componente subyacente presentó un incremento moderado. En términos anuales, la variación del índice general durante los primeros quince días del mes se situó en 4.74%, la cual fue significativamente mayor a la de la 1Q de julio (4.45%). Este comportamiento de los precios, junto con el incipiente deterioro de las expectativas del mercado, motivó a que el banco central modificara el “corto” el pasado 27 agosto y lo situara en 45 millones de pesos diarios.

El índice subyacente ha registrado un menor crecimiento en su variación anual desde la segunda quincena de junio hasta la fecha (de 3.69 a 3.63%), derivado de menores incrementos en los precios de servicios y un moderado aumento en los de mercancías. Sin embargo, estimamos que la inflación subyacente pudiera regresar a niveles de 3.7% durante la parte final del año. Además, la evolución de los precios volátiles será menos favorable en el segundo semestre del 2004, lo cual nos hace considerar que el Banco de México continuará modificando el saldo diario total objetivo de las cuentas corrientes de la banca, dependiendo de cómo se comporte el mercado. En este sentido, la reciente difusión de los resultados de la encuesta del banco central sobre las expectativas de los especialistas del sector privado de agosto registró un claro deterioro. Así, el mercado estima que los precios terminarán el año con una variación anual de 4.33% (vs. 4.14% de la encuesta de julio), en tanto la subyacente será de 3.77% (vs. 3.69% previo).

Annual Inflation Reaches 4.7% Level

In the first two weeks of August inflation was 0.38% (vs. 0.15% in the first two weeks of July), this being the highest two-week change in 2004 and for that period since 1998. This higher deviation from the upper limit of the inflation target set by Banco de México was due to higher volatile prices, since the core component presented a moderate increase. The change in the general index during the first two weeks of the month stood at 4.74% in annual terms, which was significantly higher than that of the first two weeks of July (4.45%). This performance of prices, together with the incipient deterioration of market expectations, led the central bank to modify the “short” last August 27th and to place it at P\$45 million daily.

The core index has registered lower growth in its annual change since the last two weeks of June to date (from 3.69% to 3.63%), as a result of lower price increases in services and a moderate rise in merchandise prices. However, we estimate that core inflation could return to levels of 3.7% during the final part of the year. In addition, the performance of volatile prices will be less favorable in the second half of 2004, which leads us to believe that Banco de México will continue to modify the total daily balance objective for the banks’ current accounts, depending on market behavior. In this sense, the recent diffusion of the results of the August survey, taken by the central bank regarding the expectations of private sector specialists, showed a clear deterioration. Thus, the market estimates that prices will close the year with an annual change of 4.33% (vs. 4.14% in the July survey), while core inflation will be 3.77% (vs. 3.69% previously).

Debido a Mayores Precios Volátiles

Si bien estimamos que el componente subyacente podría mostrar una variación anual de 3.7% en los próximos meses, la mayor presión provendrá del rubro no subyacente. Por ejemplo, los precios agropecuarios han mostrado un ascenso en su inflación anual desde la primera quincena de julio y esto ha contribuido a la mayor variación anual en el índice general. De esta manera el cambio anual de 6.99% en los precios agropecuarios en la 1Q de agosto ha sido el más alto en las últimas diez quincenas, impulsados por el rubro de carnes y huevos. Este último rubro ha tenido variaciones anuales de dos dígitos en aproximadamente 15 quincenas consecutivas. Pensamos que esta trayectoria de los precios agrícolas podría continuar y dificultar la convergencia de la inflación con el objetivo del banco central.

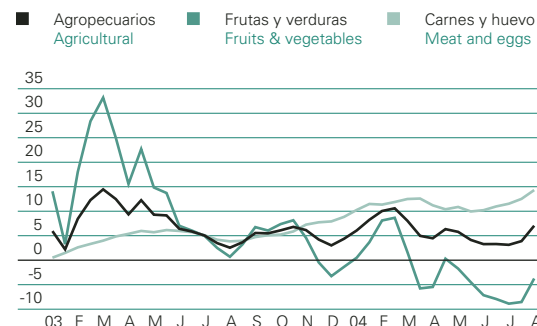
Además, los precios administrados y concertados han presentado un incremento en sus cambios anuales desde principios del presente año, lo cual ha representado también una dificultad en el índice de precios. Asimismo, las colegiaturas han promediado quincenalmente una inflación anual de 8.5% en el último año. Todo lo anterior nos hace pensar que las expectativas de los especialistas continuarán deteriorándose en los próximos meses, ocasionando que el Banco de México continúe modificando el saldo diario total objetivo de las cuentas corrientes de los bancos. Esto seguirá reflejándose en la tasa de fondeo bancario (actualmente en 7.15%), la cual también incorporará cualquier otro aumento de la tasa de fondos federales en EUA (consideramos que habrá otro aumento de 25 puntos base en el año). Finalmente, estimamos que la inflación anual del mes de agosto será de 4.70% y para la 1Q de septiembre la variación quincenal será de 0.33% (a publicarse el 23 de septiembre) la cual, junto con un posible aumento en las expectativas de mercado, ocasionaría una modificación más del "corto".

Due to Higher Volatile Prices

Even though we estimate that the core component could show an annual change of 3.7% in the coming months, the greatest pressure will come from the non-core item. For example, agricultural prices have shown a rise in their annual inflation since the first two weeks in July, and this has contributed to a higher annual change in the general index. Thus, the annual change of 6.99%, in the first two weeks of August, has been the highest in the last ten two-week periods, boosted by the meat and eggs item. This last item has undergone annual two-digit changes in approximately 15 two-week consecutive periods. We believe that this trend in agricultural prices could continue and make difficult the convergence of inflation with the central bank inflation target.

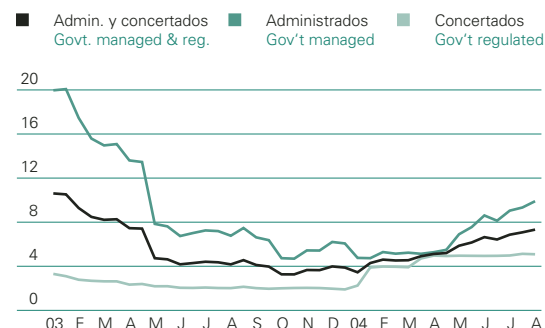
Also, government-managed and regulated prices have shown a rise in their annual changes since the beginning of this year, which has also represented some difficulty in the price index. Likewise, on a two-week basis, school tuitions have averaged 8.5% annual inflation in the last year. All of the above, leads us to think that specialists' expectations will continue to deteriorate in the coming months, bringing the Banco de México to continue to modify the total daily balance of the banks' current accounts. This will continue to be reflected in the bank funding rate (currently at 7.15%, which also will incorporate any other increase of the funding rate in the U.S. (we believe there will be another increase of 25 basis points in the year). Finally, we estimate that annual inflation for the month of August will be 4.70%, and, for the first two weeks of September, the two-week change will be 0.33% (to be published on September 23rd), which, together with a possible rise in market expectations, will give rise to one more modification in the "short".

Subíndices del INPC • Variación % anual
NCPI Sub-indices • Annual % change



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México
Source: BBVA Bancomer with Banco de México data

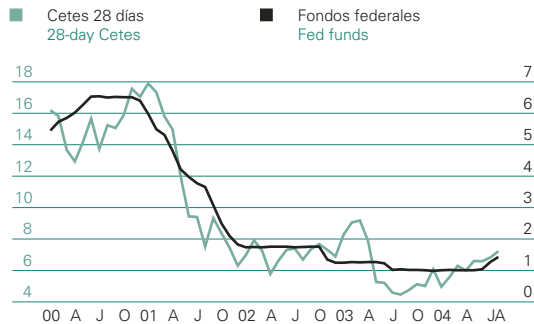
Subíndices del INPC • Variación % anual
NCPI Sub-indices • Annual % change



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México
Source: BBVA Bancomer with Banco de México data

Tasas de Interés de Corto Plazo en México y EUA • Promedio mensual, %

Short-term Interest Rates in Mexico and the U.S. • Monthly average, %



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal
 Source: BBVA Bancomer with Banco de México and Federal Reserve data

Tasa de Interés

Cetes 28 días, mercado secundario, %, 2004

Interest Rate

28-day Cetes, secondary market, %, 2004



* Cambios en la tasa de fondos federales de EUA
 Changes in the Fed funds rate in the U.S.

- A 20 de febrero/February 20
- B 12 de marzo/March 12
- C 27 de abril/April 27
- D 30 de junio/June 30
- E 23 de julio/July 23
- F 10 de agosto/August 10
- G 27 de agosto/August 27

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal
 Source: BBVA Bancomer with Banco de México and Federal Reserve data

¿Qué Ocurrirá con las Tasas de Interés?

En septiembre, las tasas de interés de corto plazo prácticamente no han tenido cambios. En las tres subastas primarias durante este mes, el rendimiento promedio de los Cetes a 28 días es 7.29%, tres puntos base (pb) menor al rendimiento máximo durante el mes y sólo dos pb mayor a la tasa de interés más baja en septiembre. Esta inmovilidad en las tasas de interés de corto plazo ocurrió a pesar de una depreciación significativa del peso en los primeros diez días del mes (1.95%) y el anuncio de la inflación de agosto (0.62%, 11 pb mayor a la esperada por el consenso de los analistas). ¿Qué explica la estabilidad de las tasas de interés de corto plazo? ¿Qué podría ocurrir con los rendimientos durante el resto de septiembre y en octubre? Para responder a la primera pregunta resulta útil recordar que ha sucedido con los rendimientos de corto plazo en los últimos tres meses. Como se observa en la gráfica, dos factores explican la tendencia alcista de las tasas de interés de corto plazo desde fines de junio: los aumentos en la tasa de interés de los fondos federales (tasa Fed) en EUA —aumentos de 25 pb en las reuniones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) del 30 de junio y 10 de agosto— y la mayor restricción monetaria del Banco de México.

Los aumentos de la tasa Fed tienen un efecto sobre el rendimiento de los Cetes a 28 días de una magnitud similar (25 pb), mientras que los incrementos en el “corto” provocan un alza en la tasa de interés de aproximadamente 15 pb. Por ejemplo, después del aumento en la tasa Fed del 30 de junio, el rendimiento de los Cetes a 28 días aumentó 22 pb; el incremento en el “corto” del 27 de agosto provocó un aumento en la tasa de interés de 19 pb. Más aún, otros factores no parecen incidir de forma importante sobre las tasas de interés de corto plazo. Los movimientos en el tipo de cambio han dejado de influir de forma significativa en las variaciones de los rendimientos en los últimos meses.

What Will Happen to the Interest Rates?

In September, short-term interest rates have remained practically unchanged. In the three primary auctions of this month, the average yield of 28-day Cetes has been 7.29%, three basis points (bp) lower than the maximum yield during the month and only two bp higher than the lowest interest rate in September. This lack of mobility in short-term interest rates occurred despite a significant depreciation of the peso in the first ten days of the month (1.95%) and the announcement of August inflation (0.62%, 11 bp higher than that expected by the consensus of analysts). What explains the stability in short-term interest rates? What could happen to yields during the rest of September and in October? In order to respond to the first question, it is useful to recall what has happened to short-term yields in the last three months. As can be seen in the graph, two factors explain the rallying trend in short-term interest rates since the end of June: rises in the Federal Funds rate (the Fed rate)—increases of 25 bp at the Federal Open Market Committee (FOMC) meetings of June 30 and August 10—and the higher monetary restriction by Banco de México.

The increases in the Fed rate have an effect on the 28-day Cetes yield of a similar magnitude (25 bp), while the increases in the “short” cause a rise in interest rates of approximately 15 bp. For example, following the rise in the Fed rate on June 30, the 28-day Cetes yield rose 22 bp; the increase in the “short” on August 27 caused a 19 bp rise in interest rates. Moreover, other factors do not seem to affect short-term interest rates in an important way. Movements in the exchange rate have stopped influencing changes in yields significantly in recent months.

Continuarán Respondiendo a los Incrementos de la Tasa de Fondos Federales en EUA

Preveamos que el FOMC aumentará la tasa Fed el 21 de septiembre, lo que influirá sobre la subasta primaria de los Cetes de ese mismo día y provocará un incremento de alrededor de 25 pb en la tasa de interés de los Cetes a 28 días; así, estimamos que cerrará el mes en 7.49% y el promedio mensual será de 7.34%. En octubre el rendimiento promedio será de 7.50% y las tasas de interés de corto plazo no tendrán movimientos importantes en las subastas semanales ya que la próxima reunión del FOMC es hasta el 10 de noviembre.

Por otro lado, la estabilidad de las tasas de interés durante los últimos dos meses también se ha dado en la parte larga de la curva. Como se observa en la gráfica, los rendimientos promedio de la primera mitad de septiembre son muy similares a los de agosto tanto en el corto plazo como en el mediano y largo plazos. Las tasas de interés de mediano y largo plazo han tenido un comportamiento similar a las de esos plazos en EUA; como en ese país han estado estables, en México sus movimientos han sido marginales.

Después de tres semanas consecutivas de debilidad, la semana que terminó el 17 de septiembre el peso se apreció 1.26% frente al dólar. Aún así, respecto a hace un mes el peso se ha depreciado 1.05%. ¿Por qué la debilidad del último mes? Factores estacionales explican, en gran parte, la reciente depreciación del peso. En septiembre y octubre aumenta la demanda de dólares de los inversionistas institucionales que salen parcialmente de los mercados emergentes. En octubre el tipo de cambio alcanzará niveles mayores: podría superar el 11.70 ppd y estimamos un promedio de 11.67 ppd. No obstante, el peso tenderá a fortalecerse hacia fines de año: preveamos un cierre de 11.61 ppd.

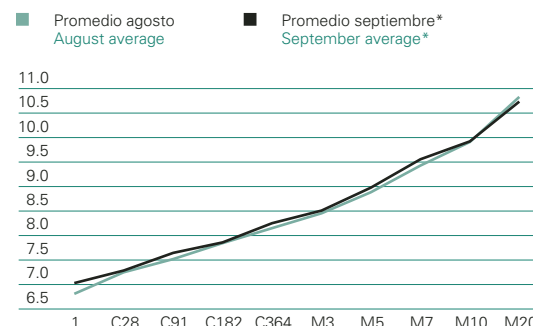
They Will Continue to Respond to Rises in the U.S. Fed Funds Rate

We expect the FOMC will raise the Fed rate on September 21, which will influence the Cetes primary auction of that same day and cause a rise of about 25 bp in the 28-day Cetes interest rate. Thus, we estimate, that it will end the month at 7.49% and the monthly average will be 7.34%. In October, the average yield will be 7.50% and short-term interest rates will have no important movements in the weekly auctions, since the next FOMC meeting will not be until November 10.

At the same time, there has also been stability in interest rates in the last two months in the longer terms. As shown in the graph, the average yields of the first half of September are very similar to those of August both in the short and in the medium and long terms. Medium- and long-term interest rates have shown a performance similar to that of those terms in the U.S.; since they have been stable in the U.S., in Mexico their movements have been marginal.

Following three consecutive weeks of weakness, the peso appreciated 1.26% against the dollar in the week ending on September 17. Even then, compared to a month ago, the peso has depreciated 1.05%. Why the weakness of the last month? Seasonal factors explain, to a great extent, the recent depreciation of the peso. In September and October, the demand for dollars rises from institutional investors that partially depart from the emerging markets. In October, the exchange rate will reach higher levels: it could surpass P\$11.70 per dollar, and we estimate an average of P\$11.67 per dollar. Nevertheless, the peso will tend to strengthen toward the end of the year: we foresee it closing at P\$11.51 per dollar.

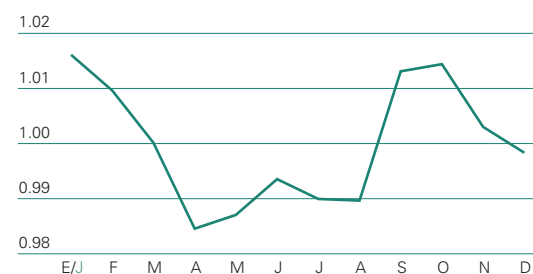
Curva de Rendimiento • Tasas de interés equivalentes a 28 días, mercado secundario, % Yield Curve • Interest rates equivalent to 28 days, secondary market, %



* Hasta el 17/Through September 17

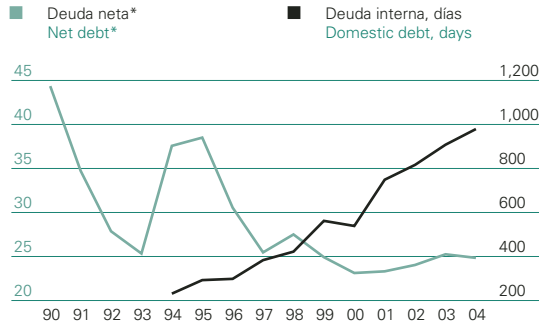
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México
Source: BBVA Bancomer with Banco de México data

Factores Estacionales del Tipo de Cambio Promedio 1998 - 2003 Seasonal Factors of the Exchange Rate 1998 - 2003 average



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México
Source: BBVA Bancomer with Banco de México data

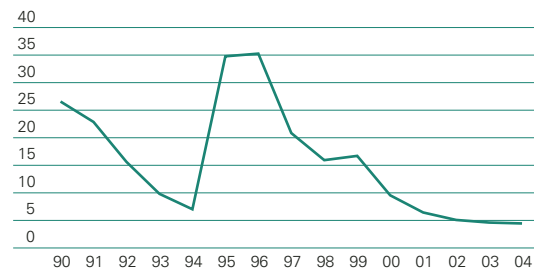
Deuda Pública Public Debt



* Deuda pública neta total, % del PIB/Total net public debt, % of GDP

Fuente: BBVA Bancomer con datos de SHCP
Source: BBVA Bancomer with Finance Ministry data

Inflación Anual Promedio • % Average Annual Inflation • %



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México
Source: BBVA Bancomer with Banco de México data

IV Informe de Gobierno

En medio de interrupciones, el presidente V. Fox rindió su IV Informe de Gobierno. A diferencia de otras veces, Fox evitó ahondar en las reformas pendientes, prefiriendo centrar su mensaje en cifras y realizaciones. Sin embargo, reconoció que la comunicación entre el Legislativo y Ejecutivo no había sido “tan fluida como demandan estos tiempos”; sin embargo, invitó a todas las partes a una “tregua” con tal de reanudar el diálogo y alcanzar “acuerdos próximos”. De igual forma en su mensaje político mencionó que la labor de esta administración es la de una transición democrática y avanzar en la construcción de un futuro mejor.

Fox resaltó los avances en la estabilidad macroeconómica —a pesar del entorno internacional adverso— como pilar del desarrollo y combate a la pobreza: destacó la reducción del déficit fiscal a 0.3% en 2004 (propuesta de 0.1% en 2005 y equilibrio en 2006) y bajos niveles de inflación. Respecto a la composición del gasto público se ha dado un mayor énfasis en el gasto social al incrementar, a lo largo de su administración, 45.2% real el gasto para programas en contra de la pobreza, 8.8% en educación, 14.3% en salud, 33.8% en campo y 24.3% en seguridad. De igual forma resaltó la disminución de 17.3% real en el gasto de operación burocrática. Como resultado, Fox citó al Banco Mundial sobre una reducción de 16% de la población en pobreza extrema.

En materia de crecimiento y empleo, el presidente hizo mención del incremento de 3.9% anual en el segundo trimestre del año y la generación de 281 mil empleos formales en los primeros siete meses del año así como la recuperación de 8.5% real en el salario medio de cotización del IMSS en lo que va de su administración.

The Fourth State-of-the-Nation Address

In the midst of interruptions, President V. Fox delivered his Fourth State-of-the-Nation Address. In contrast to other times, Fox avoided delving deeply into the pending reforms, preferring to center his message on figures and achievements. However, he recognized that communication between the Legislative and Executive powers had not been “as fluid as demanded by these times”. Nevertheless, he invited all parties to a “truce” so as to resume dialogue and reach agreements shortly”. Similarly, in his political message, he mentioned that the work being done by this administration is one of a democratic transition and of progress in building a better future.

Fox underscored the advances made in macroeconomic stability—despite an adverse international environment—as the pillars of the development and fight against poverty: he pointed out the reduction in the fiscal deficit of 0.3% in 2004 (0.1% proposed for 2005 and equilibrium in 2006) and low inflation levels. With respect to the composition of public spending, more emphasis has been given to social spending by increasing, throughout his administration, spending by a real 45.2% in programs against poverty, 8.8% in education, 14.3% in health, 33.8% in agriculture and 24.3% in security. In the same manner, he highlighted the reduction of a real 17.3% in spending on the bureaucratic operation. As a result, Fox quoted the World Bank regarding a 16% reduction of the population in extreme poverty.

In terms of growth and employment, the President mentioned the 3.9% annual increase in the second quarter of the year and the generation of 281,000 formal jobs in the first seven months of the year, as well as the recovery of a real 8.5% in the average wage quoted on the Mexican Institute of Social Security (IMSS) so far in his administration.

Los Retos Pendientes Aún son Considerables

No obstante los avances mencionados, Fox reconoció que persisten desafíos y rezagos muy grandes, entre los cuales, el principal sigue siendo abatir la pobreza en el país. Para tal propósito es necesario alcanzar mayores tasas de crecimiento económico sostenido a fin de atender el rezago "histórico" en el país. Sin mencionarlo expresamente, sostener mayores tasas de expansión demandaría emprender las reformas propuestas (fiscal, energética y laboral) a fin de incrementar la productividad en la economía y elevar con ello no sólo el crecimiento económico sino también las remuneraciones reales a los trabajadores. En la actualidad el dinamismo de la economía (variación 2.44% promedio anual de 2000 a la fecha) no ha sido suficiente para emplear a la población económicamente activa. De esta forma, la tasa de desempleo abierto actual la cual se sostiene en 3.75% (vs. 3.0% promedio desde 2002).

Otro de los puntos de mayor atraso sigue siendo la seguridad pública la cual se hace latente en la opinión de la sociedad: 25.4% de la población considera la inseguridad como principal problema de México. Si bien este tema es una responsabilidad compartida entre los distintos niveles de gobierno y entre otros Poderes de la Unión (Legislativo y Judicial), los avances respecto a la impartición de justicia y reformas al sector para hacerla más pronta y expedita aún son magros. El ejecutivo resaltó la importancia de que el Poder Legislativo apruebe la iniciativa de reforma integral al sistema de administración de justicia turnada el pasado marzo de 2004 a fin de generar un sistema judicial confiable, rápido, eficaz y transparente. Consideramos que las modificaciones pretendidas son un importante avance al vislumbrar no sólo cambios en potestades legales de autoridades, sino también en aspectos relativos a su organización y facilidad de acceso de la población a la justicia "de calidad".

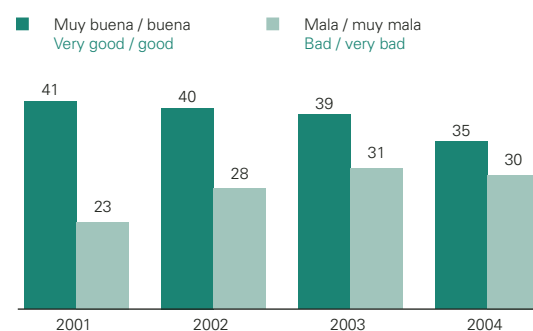
The Pending Challenges are Still Considerable

Despite the advances mentioned, Fox recognized that great challenges and lags still persist, among which the main one continues to be combating poverty in the country. To this end, it is necessary to reach higher sustained economic growth rates, so as to attend to the "historic" lag in Mexico. Without expressly mentioning it, maintaining higher expansion rates would demand implementing the proposed reforms (fiscal, energy, and labor) so as to increase productivity in the economy and, by this, not only improve economic growth but also workers' real wages. At this time, economic strength (an annual average 2.44% change from 2000 to date) has not been sufficient for employing the economically active population. Thus, the current open unemployment rate remains at 3.75% (vs. the two-year average of 3.0%).

Another one of the points with the greatest lag continues to be public safety, which is latent in the opinion of the people: 25.4% of the population considers insecurity as the main problem in Mexico. Even if this issue is a responsibility shared by the various levels of government and by other Powers of the Union (Legislative and Judicial), the progress made in enforcing justice and making reforms to the sector to make it speedier and more expedite is still quite meager. The Executive pointed out the importance of the Legislative Power approving the comprehensive reform bill to the public justice administration system presented last March 2004, with the aim of generating a reliable, speedy, efficient, and transparent judicial system. We believe that the proposed modifications are an important step forward because they imply not only changes in the legal power of the authorities but also in aspects relative to their organization and the facility of the population to have access to "quality" justice.

¿Cuál es su Opinión acerca de la Forma como V. Fox está Tratando el Manejo de la Economía? • %

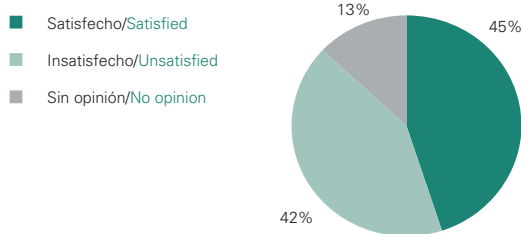
What is your Opinion about How V. Fox is Managing Economy? • %



Nota: Los porcentajes corresponden al mes de septiembre de cada año
Note: Percentages correspond to September of each year

Fuente: Sondeo del Grupo Reforma, 2001 - 2004
Source: Poll by Grupo Reforma, 2001 - 2004

¿Está Satisfecho o Insatisfecho con lo que Informó V. Fox? • %
Are you Satisfied or Unsatisfied with what V. Fox Informed? • %



Fuente: Sondeo telefónico nacional del Grupo Reforma, 1 septiembre 2004
 Source: National telephone poll by Grupo Reforma, September 1, 2004

La Opinión Pública se Encuentra Dividida

En cuanto a la opinión pública respecto al Informe de Gobierno, una reciente encuesta apunta al poco interés de este tema entre la población, toda vez que sólo el 27% de los mexicanos mencionó que se enteró del contenido del informe de gobierno. De igual forma se aprecia gran división de opiniones entre los que apoyan el desempeño del mandatario: entre los que escucharon el informe, el 45% declaró que se encontraba satisfecho con el mensaje; no obstante la mayoría (56%) piensa que no se ha cumplido con las expectativas de cambio a inicios del gobierno.

En términos de la economía, la misma encuesta indica que 35% de los consultados tienen una opinión favorable de la forma como Fox está manejando la economía, frente a 41% que pensaba lo mismo cuando él presentó su I Informe en 2001. Es razonable suponer que en el futuro, la actual mejoría en las perspectivas económicas podría traducirse en una evaluación más positiva del desempeño del Presidente en ese renglón, sobre todo porque —como él recordó a su auditorio— “el crecimiento significa nuevas empresas que crean nuevos empleos”.

Destaca que para el 40% de los encuestados el principal logro del actual presidente es haber materializado la alternancia en el poder, 19% piensa que es el combate a la pobreza, 13% la transparencia en la gestión pública y 8% la estabilidad económica. En tanto, el 24% de la población encuestada considera que la falta de acuerdo políticos es el principal fracaso de la actual administración.

Public Opinion is Divided

As to public opinion regarding the State-of-the-Nation Address, a recent poll indicates the scant interest regarding this topic among the population, being that only 27% of Mexican citizens mentioned that they knew of the contents of the report. Moreover, a deep division is seen in the opinions of those who support the performance of the President; among those who listened to his address, 45% stated that they were satisfied with the message: Nevertheless, most (56%) thought that expectations for change at the start of the administration have not been met.

In terms of the economy, the same survey indicates that 35% of those consulted have a favorable opinion of the way in which Fox is handling the economy, compared to 41% that thought the same when he presented his first State-of-the-Nation Address in 2001. It is reasonable to suppose that, in the future, the current improvement in the economic outlook could translate into a more positive evaluation of the President's performance in this regard, particularly because—as he reminded his audience—“growth means new companies that create new jobs”.

It is significant that for 40% of those polled, the main achievement of this President is having materialized the change in power; 19% thinks that it is his fight against poverty, 13% transparency in his public administration, and 8% economic stability. Meanwhile; 24% of the polled population considers that the lack of political agreements is the main failure of the current administration.

Determinantes de la Captación a Plazo

La evolución del saldo de la captación de la banca comercial a plazo presenta la mayor parte del tiempo una relación inversa con respecto al saldo de los valores emitidos por el sector público (títulos del gobierno federal, bonos de regulación monetaria de Banco de México, bonos del IPAB y deuda emitida por estados, municipios y empresas paraestatales). Esta relación inversa se explica porque los títulos del sector público se transforman en instrumentos de ahorro no bancario que sustituyen a la captación a plazo.

Una idea más precisa del impacto de la mayor oferta de valores del sector público sobre la captación a plazo de la banca se obtiene al hacer referencia al saldo acotado de los valores del sector público. Éste surge cuando se resta al saldo total de los títulos públicos las tenencias de éstos en las sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro (Siefores) y en poder de extranjeros no residentes. Este saldo representa el conjunto de valores públicos de deuda que se encuentran disponibles en el mercado interno como alternativa de ahorro en instrumentos no bancarios.

La relación inversa entre la tasa de crecimiento real anual del saldo de la captación bancaria a plazo y el de los valores acotados del sector público se ha presentado desde enero de 2000 a julio de 2004 y sólo durante un breve lapso ésta fue positiva. Esto sucedió en el segundo semestre de 2003 y se explica debido a la lenta expansión de valores del sector público en ese lapso. Asimismo, en ese periodo hubo una recomposición del ahorro a favor de la captación a plazo, pues el saldo de los recursos depositados en las sociedades de inversión (SI) de deuda en la segunda parte de 2003 se contrajo 9.3% real.

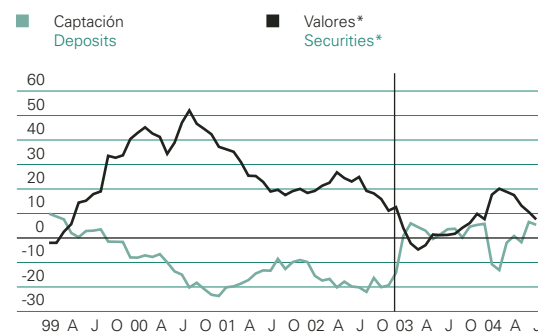
Time Deposits Determinant Factors

The performance in the balance of commercial bank time deposits has an inverse relation with respect to the balance of securities issued by the public sector (federal government bonds, bonds issued by the Banco de México, Bank Savings Protection Institute (IPAB) notes, and debt issued by states, counties and state-owned enterprises). This inverse relation exists because these securities become non-bank savings instruments that replace time deposits.

A more precise idea regarding the impact of the greater supply of public sector securities on commercial bank time deposits can be obtained by considering a more narrowly defined balance of public sector securities. This results from subtracting public sector securities held by Specialized Retirement Mutual Funds (Siefores) and by non-resident foreigners from the total balance. This specific balance of these public sector securities represents all debt securities that are available in the domestic market as a savings alternative in non-bank instruments.

The inverse relation between the real annual growth rate in the balance of bank time deposits and the more narrowly defined balance of public sector securities prevailed from January 2000 to July 2004 and only during a brief period has the correlation been positive. This occurred in the second half of 2003 and can be attributed to the slow expansion of the more narrowly defined balance of public sector securities in that period. Furthermore, in that same period there was a shift in savers' investment portfolios in favor of time deposits, since the balance of resources deposited in debt mutual funds from June 2003 to December of that year declined by 9.3% in real terms.

Captación a Plazo y Valores del Sector Público • Variación % real anual Time Deposits and Public Sector Securities • Real annual % change



* Excluye las tenencias en poder de Siefores y extranjeros
Does not include those held by Siefores or by non-residents

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México
Source: BBVA Bancomer with Banco de México data

Saldo de la Captación Bancaria a Plazo y Valores del Sector Público*

Correlación entre su var. % real anual
Bank Time Deposits and Public Sector Securities Balance*
Correlation between their real annual % change

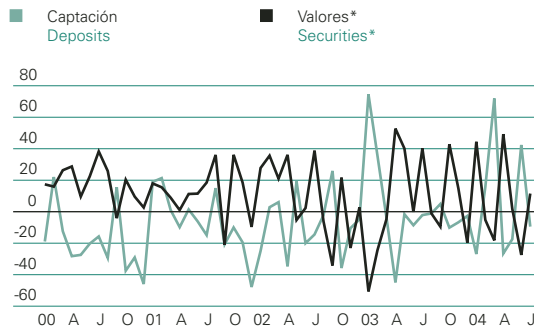
	Correlación Corelation
Ene 2000 - Jul 2004/Jan 2000 - Jul 2004	-0.669
2000	-0.176
2001	-0.901
2002	-0.279
1er. semestre 2003/1st. half 2003	-0.770
2do. semestre 2003/2nd. half 2003	0.518
Ene - Jul 2004/Jan - Jul 2004	-0.791

* Excluye las tenencias en poder de Siefores y extranjeros
Does not include those held by Siefores or by non-residents

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México
Source: BBVA Bancomer with Banco de México data

Captación a Plazo y Valores del Sector Público • Variación mensual del saldo, miles de millones de pesos de julio 2004

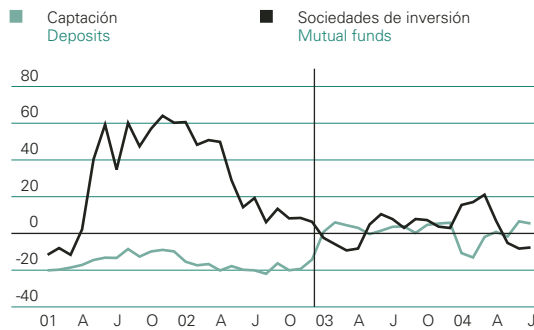
Time Deposits and Public Sector Securities • Monthly change in the balance, billions of July 2004 pesos



* Excluye las tenencias en poder de Siefiores y extranjeros
Does not include those held by Siefiores or by non-residents

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México
Source: BBVA Bancomer with Banco de México data

Captación a Plazo y Sociedades de Inversión de Deuda • Variación % real anual
Time Deposits and Debt Mutual Funds
Real annual % change



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México
Source: BBVA Bancomer with Banco de México data

La Captación a Plazo Cuenta con Sustitutos

Otra forma de analizar la relación inversa que existe entre el saldo de la captación a plazo y el saldo acotado de los valores del sector público es mediante el comportamiento de sus variaciones absolutas mensuales. La relación inversa entre estas variables indica que los incrementos en el saldo de una variable están asociados con la contracción de la otra. Por ejemplo, la importante expansión del saldo de la captación a plazo de enero de 2003 estuvo asociada con la disminución del saldo acotado de los valores del sector público.

Por otra parte, la recomposición de las carteras de inversión de los ahorradores ha influido en la evolución de la captación a plazo. Por ejemplo, cuando la tasa de crecimiento real anual del saldo de los recursos depositados en las SI de deuda ha sido positiva, la tasa de crecimiento del saldo de la captación a plazo ha sido negativa. Esto se ilustra de abril de 2001 a diciembre de 2002. En este lapso las SI de deuda mostraron tasas de crecimiento real anuales ininterrumpidamente en tanto que las de la captación a plazo fueron negativas. Así, la expansión de las SI de deuda reflejó la recomposición del ahorro a su favor en detrimento de la captación a plazo.

Cabe observar que el mejor desempeño de la captación a plazo mostrado en junio y julio de 2004 implica una recomposición del ahorro del público, pues su expansión está asociada con la contracción de las SI de deuda en esos meses. Por su parte, las SI de deuda en ese lapso sufrieron minusvalías debido al incremento de las tasas de interés. Lo anterior pudo haber influido en las decisiones de los ahorradores de reconfigurar sus carteras de inversión en favor de instrumentos de ahorro bancarios a plazo, pues éstos se encuentran libres del riesgo proveniente del incremento de las tasas de interés.

Time Deposits Have Substitutes

Another way of analyzing the inverse relation that exists between the balance of bank time deposits and the more narrowly defined balance of public sector securities is by considering the behavior of their monthly absolute changes. The inverse relation between these variables indicates that increases in the balance of one variable are associated with a contraction in the other. For example, the considerable expansion of the balance of time deposits in January 2003 was associated with a significant decrease in the more narrowly defined balance of public sector securities.

At certain times, the restructuring of saver's investment portfolios has influenced the performance of time deposits. For example, when the real annual growth rate in the balance of resources deposited in debt mutual funds has been positive, the growth rate in the balance of time deposits has been negative. This was the case from April 2001 to December 2002, in which debt mutual fund resources uninterruptedly posted positive real annual growth, while time deposits posted negative growth. This increase in debt mutual funds reflected the restructuring of savings in favor of these instruments as opposed to what occurred with time deposits.

It should be noted that the improved performance in time deposits in June and July 2004 implies a restructuring in the public's savings, because their expansion is associated with a contraction in debt mutual funds during the same months. At the same time, resources in debt mutual funds during this period declined, due to the rise in interest rates. This could have influenced savers' decisions to restructure their investment portfolios in favor of savings instruments in the form of bank time deposits, since they are free of risk stemming from an increase in interest rates.

El Ahorro no Bancario Afecta la Captación a Plazo

Cuando la recomposición del ahorro del público entre instrumentos bancarios y no bancarios se ha llevado a cabo en un breve lapso la captación a plazo ha registrado un rápido comportamiento reactivo en el corto plazo. Así, cuando en un mes se ha presentado una abrupta expansión del saldo de los valores del sector público la contracción de la captación a plazo ha sido pronunciada. Por ejemplo, en diciembre de 2003 la tasa de crecimiento real anual del saldo de los títulos del sector público fue de 7.6% y la de la captación a plazo fue de 5.7%. Al mes siguiente los títulos públicos aumentaron 17.6% y la captación a plazo se redujo 10.9% real.

Cuando se ha tratado de una expansión sostenida de los títulos públicos la captación a plazo ha mostrado deterioro permanente, como sucedió de agosto de 1999 a diciembre de 2002. En este lapso el saldo acotado de los valores públicos aumentó 107.7% real y la captación a plazo se contrajo 45.8%. A partir de 2003 la captación a plazo dejó de registrar su tendencia decreciente y mostró recomposiciones del ahorro en el corto plazo, pues el saldo de los títulos del sector público dejó de crecer de manera sostenida y a tasas altas.

No obstante, la captación a plazo puede presentar un desempeño positivo como resultado del mayor crecimiento económico. En este sentido es de esperar que ésta aumente como resultado de la mayor actividad productiva siempre y cuando el ritmo de expansión del saldo acotado de los valores del sector público sea moderado, como sucedió en 2003. En ese año la tasa de crecimiento anual real promedio de la captación a plazo fue de 3.8 en tanto que la de los valores del sector público fue de 5%. Así, mayor actividad económica y moderado aumento de instrumentos de ahorro no bancarios posibilitan el crecimiento de la captación a plazo.

Non-bank Savings Affect Time Deposits

When the shift in the public's savings between bank and non-bank instruments has occurred in a short period of time, time deposits have experienced a reactive behavior in the short term. Thus, when in a certain month an abrupt expansion takes place in the balance of public sector securities, a sharp contraction in time deposits occurs. For example, in December 2003 the real annual growth rate in the more narrowly defined balance of public sector securities was 7.6%, while time deposits grew 5.7%. The following month, public securities increased 17.6%, while time deposits fell 10.9% in real terms.

In cases of a sustained growth in public securities, time deposits post continuous declines, as occurred from August 1999 to December 2002. In this period, the narrowly defined balance of public sector securities increased 107.7% in real terms, while time deposits contracted 45.8%. Since 2003, the declining trend in bank time deposits ceased, with a favorable restructuring in short-term savings, since the balance of public sector securities was no longer experiencing a sustained high growth rate.

Nevertheless, time deposits can perform positively as a result of greater economic growth. In this sense, it is expected that bank deposits will increase as a result of the greater productive activity provided that the rhythm of expansion of the more narrowly defined balance of public sector securities is moderate, as occurred in 2003. In that year, the real annual average growth rate of time deposits was 3.8%, while public sector securities grew 5%. Thus, greater economic activity and a moderate increase in non-bank savings instruments facilitate growth in time deposits.

Saldo de la Captación Bancaria a Plazo

Miles de millones de pesos de julio 2004

Balance of Bank Time Deposits

Billions of July 2004 pesos



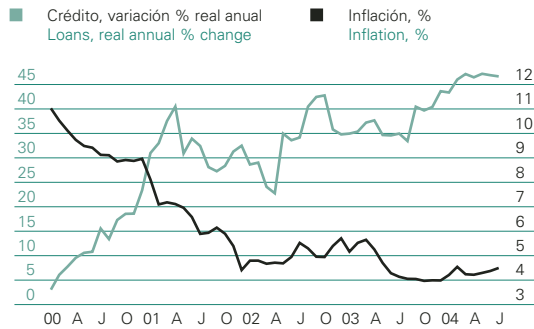
A Etapa de tendencia decreciente/Declining trend stage

B Etapa de recomposición del ahorro/Savings restructuring stage

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

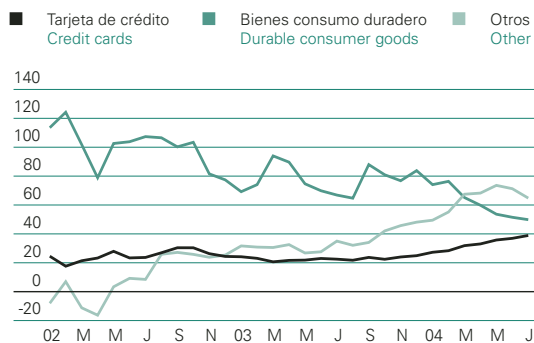
Source: BBVA Bancomer with Banco de México data

Cartera de Crédito Bancario Vigente al Consumo e Inflación Anual Performing Consumer Loan Bank Portfolio and Annual Inflation



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de Mexico
Source: BBVA Bancomer with Banco de Mexico data

Crédito Vigente al Consumo por Categoría Variación % real anual Performing Consumer Loans by Category Real annual % change



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de Mexico
Source: BBVA Bancomer with Banco de Mexico data

Evolución Favorable del Crédito al Consumo

El saldo de la cartera de crédito vigente otorgado por la banca comercial al consumo ha mostrado tasas de crecimiento anuales reales positivas desde enero de 2000 hasta julio de 2004. Es decir, se trata de un financiamiento bancario cuyo desempeño ha sido sobresaliente en este lapso. Los avances en la estabilización de precios permitieron que la inflación se redujera a un dígito en 2000, lo cual redujo las tasas de interés y fue un importante impulso inicial para reactivar este tipo de financiamiento.

Los avances en la estabilización se reflejaron en disminuciones adicionales en la inflación. Esto permitió que continuara la baja de las tasas de interés y que las instituciones bancarias incorporaran nuevos productos y ampliaran la gama de éstos en beneficio de sus clientes. Por ejemplo, la banca introdujo las promociones de compras realizadas con tarjeta de crédito con pagos diferidos sin cargo de intereses en una primera etapa a tres meses. Los avances en la reducción de la inflación posibilitaron que el plazo de estas promociones se extendiera hasta por doce meses.

La ampliación de los plazos en las promociones de las compras realizadas mediante la tarjeta de crédito con cero intereses no hubiera sido posible si las expectativas de inflación se hubieran conservado altas. Este proceso también se favoreció por la inflación acotada que ha prevalecido de ese mes a julio de 2004. En este lapso la tasa de inflación anual promedio fue de 4.7%, la cual también impulsó el crédito al consumo al permitir el uso de tasas de interés fijas en los créditos para adquirir bienes de consumo duradero (automóviles) y en los créditos personales, como los otorgados a aquellos trabajadores cuyas empresas les depositan su sueldo en una cuenta bancaria.

Favorable Performance of Consumer Credit

The balance of performing consumer loans granted by commercial banks posted positive real annual growth rates from January 2000 to July 2004. This type of bank financing has enjoyed an excellent performance for more than four and a half years. The advances in price stabilization, which allowed inflation to decline to single-digit levels in 2000, consequently leading to a drop in interest rates, were an important initial stimulus to reactivate this type of financing.

The advances in stabilization were reflected in additional inflation decreases, which in turn allowed interest rates to continue to fall and for banks to incorporate new products and to expand their line for the benefit of their clients. Banks introduced promotional campaigns for purchases made with credit cards, offering deferred payments without interest charges in an initial, three-month stage. Progress in reducing inflation made it possible to extend the interest-free period in these promotional campaigns to 12 months.

Extending the interest-free period in the promotional campaigns for credit card purchases would not have been possible if inflation expectations had remained high. In addition, this process was also favored by the low inflation that has prevailed from that month to July 2004. In this period, average annual inflation was 4.7%, which helped promote consumer credit by allowing the use of fixed interest rates for financing earmarked for acquiring durable consumer goods (automobiles) and for personal loans. The latter category includes loans for employees whose companies deposit their salary in a bank account.

El Crédito al Consumo Requiere de su Prudente Uso

Por categorías, el crédito utilizado para adquirir bienes de consumo duradero ha sido el más dinámico luego de que a partir de 2001 la banca reactivó su participación en este tipo de financiamientos. Actualmente todas las instituciones lo otorgan bajo esquemas crediticios a tasa fija. Por su parte, la expansión del crédito concedido mediante la tarjeta también se debe al mayor número de plásticos colocados entre el público. De igual manera, la evolución de otros créditos personales ha sido favorable y continuará siéndolo en tanto el empleo en el sector formal de la economía siga aumentando.

La introducción de esquemas crediticios al consumo basados en tasas de interés fijas ha beneficiado a sus usuarios, al darles certeza de que la contratación de estos préstamos no afectará su capacidad de pago en el futuro. Estos esquemas crediticios junto con las compras con pagos diferidos sin intereses generan el incentivo para los usuarios de utilizar racionalmente su crédito para maximizar su bienestar. Por ejemplo, se puede hacer uso de una promoción crediticia a un plazo determinado sin intereses, y una vez liquidada ésta puede volver a utilizarse el crédito en las mismas condiciones favorables

La prudente administración de la capacidad de endeudamiento individual del crédito al consumo tiene importantes beneficios para sus usuarios. Así, con estos préstamos los clientes de la banca pueden comprar bienes y servicios que sin este financiamiento no podrían hacerlo. Estas importantes ventajas para sus usuarios permitirán que el saldo del crédito al consumo continúe creciendo a tasas altas, lo cual se seguirá reflejando en una proporción creciente de la cartera de crédito vigente al consumo con respecto al PIB.

Consumer Credit Requires its Prudent Use

By category, credit used to acquire durable consumer goods has been the most dynamic, following the banks' decision in 2001 to reactivate its participation in this type of financing. At present, all banking institutions grant this type of loans at fixed interest rates. At the same time, the expansion of financing granted through the use of credit cards is also due to the greater number of cards placed among the public. By the same token, the performance of other personal loans has been favorable and this trend will continue as long as employment in the formal sector of the economy continues to increase.

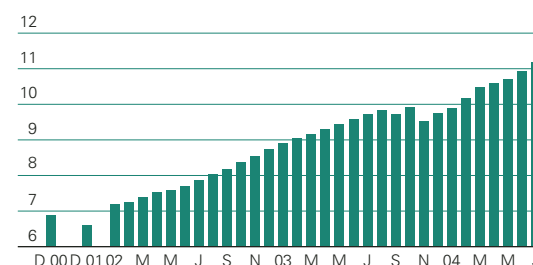
The introduction of consumer loan plans based on fixed interest rates has benefited its users by providing them with the assurance that contracting these loans will not affect their future payment capacity. In addition, these credit policies, together with purchases that allow interest-free deferred payments, generate incentives for users of such financing to rationally use their credit to maximize their well-being. For example, a client can take advantage of a credit promotional campaign at a specific zero-interest term, and once the loan has been paid off, can obtain new financing under the same favorable conditions.

The prudent management of an individual's debt capacity through consumer credit has important benefits for users. Thus, with these loans, bank clients can buy goods and services that they could not otherwise do without this type of financing. These important advantages for users of such loans will allow the balance of consumer credit to keep growing at high rates, which will continue to be reflected in a growth in performing consumer credit as a percentage of GDP.

Número de Tarjetas de Crédito Bancarias

Millones

Number of Bank Credit Cards • Millions



Fuente: BBVA Bancomer con datos de ABM

Source: BBVA Bancomer with Mexican Bankers Association (ABM)

Crédito Bancario Vigente al Consumo

% del PIB

Performing Bank Consumer Loans

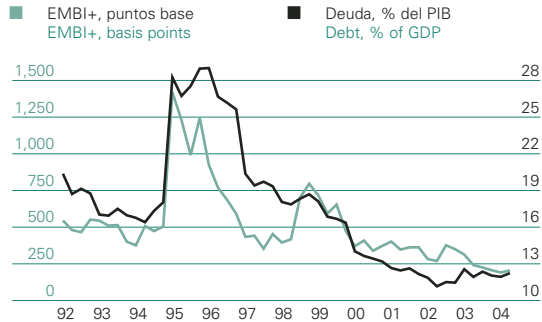
% of GDP

	%
1999	0.6
2000	0.7
2001	0.9
2002	1.2
2003	1.7
Junio 2004	1.9
June 2004	1.9

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

Source: BBVA Bancomer with Banco de México and INEGI data

Riesgo País y Deuda Pública Externa Country-Risk and External Public Debt



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reuters y Banco de México
Source: BBVA Bancomer with Reuters and Banco de México data

Riesgo-País y Determinantes en México

En los últimos años la percepción riesgo-país de México ha disminuido considerablemente hasta alcanzar niveles mínimos. Lo anterior ha sido posible por factores externos y por la mejoría de los fundamentos económicos.

Una manera de medir la percepción riesgo-país es a partir de las calificaciones que otorgan las empresas especializadas, mismas que califican la deuda del gobierno mexicano denominada en moneda extranjera en un rango conocido como "grado de inversión", lo que refleja la capacidad adecuada para enfrentar las obligaciones financieras, aunque condiciones económicas adversas pueden debilitar dicha capacidad.

Un indicador alternativo del riesgo-país utilizado comúnmente es el diferencial del rendimiento de los bonos soberanos denominados en moneda extranjera con respecto a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y que también se conoce como *spread*. Considerando el índice EMBI+ de JP Morgan se evidencia la reducción significativa del riesgo-país después de la crisis de 1995. Así, mientras que en 1996 este indicador promedió 742 puntos base (pb), en 2004 el promedio ha sido de 197 pb. Cabe señalar que el mínimo histórico se registró en abril de 2004 cuando se ubicó en 166 pb mientras que el promedio desde 1992 está en 511 pb.

En el corto plazo, los movimientos del *spread* de los bonos soberanos no siempre estén asociados con factores internos y responden a las condiciones imperantes en los mercados internacionales como la liquidez, las expectativas de las tasas de interés externas, los choques positivos y negativos en otros mercados emergentes, entre otros.

Country-risk and its Determining Factors in Mexico

In recent years, Mexico's country-risk perception has diminished considerably, to the point of reaching minimum levels. This has been possible as a result of external factors and due to the improvement in the country's economic fundamentals.

One way to measure the country-risk perception is by using the ratings granted by the corresponding specialized firms, which rate the Mexican government's debt denominated in foreign currency within a range known as "investment grade". This reflects a country's capacity to face its financial obligations, although adverse economic conditions can weaken such a capability.

An alternative indicator of the country-risk that is commonly used is the spread between the yield on the country's sovereign bonds denominated in foreign currency compared with that of U.S. Treasury bills. Based on JP Morgan's EMBI+ index, there has been a significant reduction in Mexico's country-risk following the 1995 crisis. Thus, while in 1996, this indicator averaged 742 basis points (bp), in 2004 the average has been 197 bp. It should be pointed out that the historic low was in April 2004, when it was 166 bp, while the average since 1992 has been 511 bp.

In the short term, movements in the spread of the sovereign bonds are not always associated with internal factors and respond to conditions prevailing on the international markets, such as liquidity, expectations regarding external interest rates, and positive and negative shocks in other emerging markets, among others.

La Reducción del “Spread” de los Bonos Soberanos Obedece a Factores Externos e Internos

No obstante, en el mediano y largo plazos el *spread* refleja en gran medida la habilidad del país para poder enfrentar sus compromisos externos así como las expectativas que tengan los agentes económicos sobre la evolución de la economía. En la medida que esta percepción riesgo-país disminuya, el país podrá conseguir recursos a un menor costo e incrementar así el rendimiento del capital.

Entre los diversos factores que han permitido la reducción de la percepción riesgo-país se encuentra el manejo eficiente de la deuda pública externa. Como porcentaje del PIB, este indicador disminuyó de casi 30 en 1996 a 12 en 2004. Lo anterior fue posible al aplicar una política de endeudamiento externo neto igual a cero y refinanciar los pasivos más caros a un costo menor.

El país comenzó a acumular reservas internacionales después de la crisis de 1995 a fin de contar con suficientes recursos para hacer frente a un escenario negativo como por ejemplo un congelamiento de flujos de inversión a países emergentes. En este sentido la acumulación de reservas internacionales ha funcionado como un seguro ante posibles condiciones adversas en los mercados internacionales. Del cierre de 1994 a julio de 2004 estos recursos se incrementaron hasta llegar a casi 52 mil millones de dólares (mmd).

Estos recursos reciben un rendimiento bajo; sin embargo, el beneficio neto es positivo al considerar que mantener este seguro y reducir la percepción de riesgo-país ha permitido mayor estabilidad cambiaria y de precios, así como un menor costo de endeudamiento para el sector privado.

The Reduction in the Sovereign Bond Spread can be Attributed to Both External and Internal Factors

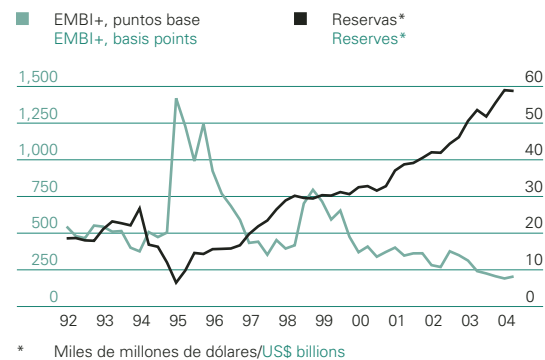
Nevertheless, in the medium and long terms, the spread to a large extent reflects the country's ability to face its external commitments as well as economic agents' expectations regarding the performance of the economy. To the extent that the country-risk perception diminishes, the nation will be able to obtain resources at a lower cost and thus increase capital yield.

Among the different factors that have allowed for a reduction in the country-risk perception is the efficient management of Mexico's foreign public debt. As a percentage of GDP, the foreign public debt was reduced from almost 30% in 1996 to 12% in 2004. This was possible through the application of a policy of zero net foreign indebtedness and refinancing the most expensive liabilities at a lower cost.

The country began to accumulate international reserves after the 1995 crisis in order to have sufficient resources to face a negative scenario, such as, for example, a freezing of investment flows to emerging economies. In this sense, the accumulation of international reserves has worked as a type of insurance against possible adverse conditions in the international markets. From the close of 1994 to July 2004, such resources increased, reaching almost US\$52 billion.

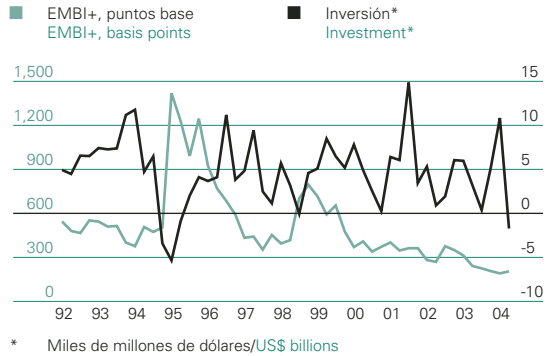
These resources receive a low yield; however, the net profit is positive, considering that maintaining such insurance and reducing the country-risk perception has allowed for greater price and foreign-exchange stability, as well as a lower debt cost for the private sector.

Riesgo País y Reservas Internacionales Country-Risk and International Reserves



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reuters y Banco de México
Source: BBVA Bancomer with Reuters and Banco de México data

Riesgo País e Inversión Extranjera Country-Risk and Foreign Investment



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reuters y Banco de México
Source: BBVA Bancomer with Reuters and Banco de México data

La Disciplina Fiscal y Monetaria Apoyan la Mejor Percepción de Riesgo-País

La necesidad de atraer capitales del exterior para impulsar el desarrollo económico ha llevado a mantener un déficit en la cuenta corriente de manera constante salvo en periodos de crisis económicas. En la medida que este déficit pueda ser financiado de manera estable y prudente, la percepción riesgo-país será mejor. Por tanto, los flujos de capital del exterior tienen gran relevancia.

Esta inversión refleja el interés que existe en el exterior por nuestra economía de tal modo que un mayor flujo de inversión estará asociado con mejores expectativas y más confianza. A raíz del TLCAN la composición de los flujos de inversión a nuestro país se transformó significativamente. La inversión directa pasó de representar 13% del total en 1993 a 75% diez años después. Esta recomposición permitió menos dependencia de los flujos de portafolio que por su naturaleza son más volátiles, lo que a su vez contribuyó a más estabilidad cambiaria y a un financiamiento más sano del déficit externo. Entre 1994 y junio de 2004 el país recibió 183 mmd en inversión extranjera directa.

Cada año ingresa una cantidad creciente de recursos provenientes de los trabajadores migrantes en el exterior. Estos recursos reducen el déficit en cuenta corriente reduciendo así las necesidades para financiar este déficit. En 2003 ingresaron 13.4 mmd en remesas, cifra superior a la inversión extranjera directa en el mismo periodo (10.8 mmd). Por otra parte, la interrelación entre las exportaciones y las importaciones, derivada de la integración económica con América del Norte, ha permitido que los desajustes en una de estas variables sean compensados con un ajuste en la otra.

Fiscal and Monetary Discipline Supports an Improved Country-risk Perception

The need to attract foreign capital to promote economic development has led to the country maintaining a constant deficit in the current account, except in periods of economic crisis. To the extent that this deficit can be financed in a prudent and stable manner, the country-risk perception will improve. Therefore, foreign capital flows are extremely important.

This investment reflects the interest that exists internationally with regard to the Mexican economy, with the result that increased investment flows will be associated with higher expectations and greater confidence. With NAFTA, the structure of investment flows to Mexico was significantly transformed. Foreign direct investment increased from 13% of total investment in 1993 to 75% ten years later. This modification allowed for less dependence on portfolio investment flows, which due to their very nature are more volatile. This, in turn, contributed to greater currency exchange stability and a healthier financing of the external deficit. Between 1994 and June 2004, Mexico received US\$183 billion in foreign direct investment.

Every year, a growing amount of funds enters the country from migrant workers living abroad. These resources reduce the current account deficit, thus lowering the requirements to finance this deficit. In 2003, US\$13.4 billion entered Mexico through remittances, more than foreign direct investment in the same period (US\$10.8 billion). At the same time, the interrelationship between exports and imports, based on the economic integration with North America, has allowed imbalances in one of these variables to be offset with an adjustment in the other.

Es Necesario Avanzar en el Cambio Estructural

Una menor demanda externa que reduce las exportaciones también se traduce en una menor necesidad de las importaciones ya que las primeras dependen de las segundas. Así, la integración económica con América del Norte permitió mayor estabilidad en las cuentas externas y un financiamiento más sano que en conjunto se traducen en una mayor confianza y una menor percepción riesgo-país. El *spread* de los bonos soberanos también depende de las condiciones de liquidez en los mercados internacionales. En este sentido, tasas de interés más bajas en el exterior incrementan el atractivo por invertir recursos en bonos con rendimientos mayores como los de países emergentes. Además, menores tasas de interés externas significan un menor costo del capital para contratar deuda en moneda extranjera. En los últimos años, las condiciones de liquidez, particularmente en EUA, provocaron una disminución generalizada de los *spreads* de diversos países emergentes.

En los próximos meses se espera que las condiciones de liquidez en los mercados internacionales, principalmente en EUA, sean más astringentes. Esta reducción de liquidez podría resultar en una menor demanda por los bonos soberanos de países emergentes con lo que el *spread* de estos instrumentos será mayor. No obstante, en el caso de México estas presiones alcistas serán acotadas en la medida que se mantenga la solidez fiscal y monetaria. De lograrse avances en el cambio estructural pendiente las expectativas serán mejores, impulsando con ello los flujos de inversión del exterior. Ello provocaría una mejora calificación de las agencias especializadas así como una reducción del *spread*, permitiendo que el país pueda acceder a recursos a un menor costo lo que también permitiría destinar un porcentaje mayor de flujos al sector productivo.

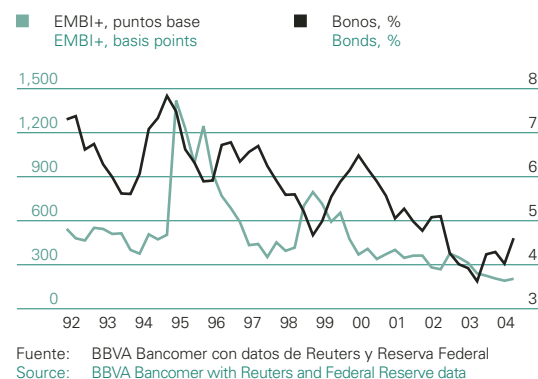
Progress must be Made in Structural Change

Lower external demand that reduces exports also translates into less need for imports, since the former depends on the latter. Thus, the economic integration with North America allowed for greater stability in the country's external accounts and healthier financing, which as a whole, translates into increased confidence and a lower country-risk perception. The sovereign bond spread also depends on liquidity conditions in the international markets. In this sense, lower interest rates abroad increase the attractiveness of investing in bonds offering higher yields, such as is the case with bonds issued in emerging markets. In addition, lower interest rates abroad mean lower capital costs for contracting debt denominated in foreign currency. In the past few years, the liquidity conditions, particularly in the United States, have led to a generalized reduction in the spreads of different emerging markets.

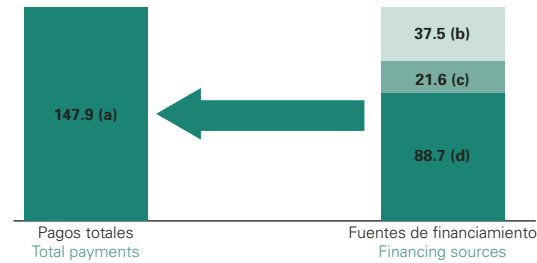
In the next few months, it is expected that the liquidity conditions in international markets, mainly in the United States, will be more difficult. This reduction in liquidity could result in less demand for sovereign bonds issued by the developing countries, which could lead to the spread of these instruments being greater. Nevertheless, in the case of Mexico, these upward pressures will be limited to the extent that the country's fiscal and monetary performance remains solid. If progress is made in the pending structural changes, expectations will improve, boosting foreign investment flows. This could lead to a higher rating by the specialized agencies as well as a reduction in the spread. This would, in turn, allow the country to obtain funds at a lower cost, which would also permit a higher percentage of the flows to be channeled toward the productive sector.

Riesgo País y Bonos del Tesoro EUA a 10 Años

Country-Risk and 10-year US Treasury Bonds



**Financiamiento del Gasto en el RJP,
1966-2003 • Miles de millones de pesos**
**Financing of RPS Expenditures,
1966-2003 • Billions of pesos**



- (a) A un Acumulado de 120,644 jubilados
To an accumulated of 120,644 retired workers
- (b) Recursos del IMSS-asegurador, conforme a la ley
IMSS-insurance resources, according to law
- (c) Recursos de aportaciones de los trabajadores del IMSS
Resources from IMSS employees' fees
- (d) Recursos del IMSS-patrón (con recursos de los trabajadores y empresas afiliadas y del gobierno federal)
IMSS-resources as employer (with resources from affiliated workers, companies and the federal government)

Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS
Source: BBVA Bancomer with IMSS data

Un Importante Avance hacia la Viabilidad Financiera del IMSS

El pasado 12 de agosto entraron en vigor las reformas realizadas por el Congreso de la Unión a los artículos 277 D y 286 K de la Ley del Seguro Social (LSS). Las nuevas disposiciones legales prohibieron al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) usar sus ingresos para financiar el Fondo para el Cumplimiento de Obligaciones Laborales. Con este Fondo el organismo enfrenta las obligaciones derivadas de su contrato colectivo de trabajo (CCT), incluyendo el Régimen de Jubilaciones y Pensiones (RJP) de sus trabajadores.

La limitación presupuestal producto de las reformas representó un importante avance para lograr la viabilidad financiera del IMSS y mejorar las condiciones de atención a sus derechohabientes, pues el organismo ya no tendrá que usar más sus ingresos para financiar el RJP de nuevos trabajadores y podrá liberar recursos para renovar su infraestructura. Recuérdese que la operación del RJP con aportaciones menores y beneficios mayores a los prevalecientes en el sector privado ha forzado por muchos años al Instituto a desviar recursos de la atención a sus derechohabientes hacia el pago de las pensiones de sus trabajadores e incluso ha causado quebrantos en su patrimonio. En 2003, por ejemplo, el monto del quebranto representó 32% del valor total de sus activos.

De acuerdo con estimaciones del IMSS el pasivo del RJP sin las reformas a la LSS podría haber alcanzado un valor cercano a 1.6 billones de pesos en los próximos 75 años. Con las reformas esa cifra se reduce a 54% al no tener el organismo que usar sus ingresos para financiar las pensiones de los nuevos trabajadores bajo el RJP.

An Important Step Forward Toward the IMSS' Financial Viability

On August 12, the reforms approved by Congress to articles 277 D and 286 K of the Social Security Law (SSL) went into effect. The new legal provisions prohibited the Mexican Social Security Institute (IMSS) from using its revenue to finance the Fund to Meet Labor Obligations. With this Fund, the IMSS pays the obligations derived from its collective bargaining agreement (CCT), including the retirement and pension system for its employees (RPS).

The budgetary limitations resulting from the reforms represented an important advance in achieving the IMSS' financial viability and in improving the quality of service provided to its affiliates, given that the Institute will no longer have to use its revenue to finance the RPS of new workers and will be able to free resources to renovate its infrastructure. It should be recalled that the functioning of the IMSS RPS with lower fees and greater benefits than those prevailing in the private sector for many years has forced the Institute to divert resources away from medical attention to its affiliates toward pension payments for its employees and has even led to a deterioration of the IMSS' assets. In 2003, for example, such losses represented 32% of the total value of its assets.

According to IMSS estimates, RPS liabilities without the reforms to the SSL could have reached close to P\$1.6 trillion in the next 75 years. With the reforms, this figure decreases by 54%, given that the IMSS will not have to use its revenue to finance the pensions of the IMSS' new employees under the RPS.

No Obstante, el RJP Requiere Aún de un Financiamiento Sostenible

Aun con las reformas, el pasivo laboral por el RJP de los trabajadores en activo y de los actuales jubilados y pensionados hacen muy difícil la operación del Instituto en los próximos años. Además, queda pendiente una revisión a fondo del esquema de pensiones de los trabajadores del IMSS.

Por su diseño, el RJP no es un sistema viable a largo plazo. Este régimen opera con un esquema de reparto cuya característica principal es que las aportaciones de los trabajadores en activo se usan de inmediato para pagar las pensiones de los jubilados y pensionados. Así, el pago de las pensiones sólo está asegurado cuando el número de trabajadores en activo es superior al de los retirados o bien existan reservas para tal propósito, pero cuando el número de trabajadores se reduce relativamente, el esquema causa un desequilibrio financiero entre las aportaciones recibidas y los beneficios otorgados.

En el caso del RJP algunos elementos adicionales acentúan los desequilibrios entre gastos e ingresos. Por el lado de las erogaciones el esquema brinda amplios beneficios. Por ejemplo, la cuantía de la jubilación o pensión se determina con base en el último salario que el trabajador disfrutó al momento de su retiro laboral y las pensiones aumentan conforme a los aumentos salariales de los trabajadores en activo.

Por el lado de los ingresos, éstos se han reducido de manera relativa y progresiva debido a que las cuotas salariales prácticamente no se han modificado en los últimos 38 años, y a que el cociente de trabajadores en activo por jubilado ha descendido. Por ejemplo, el cociente pasó de 14.1 en 1980 a 3.4 en 2003.

Nevertheless, the RPS Still Requires Sustainable Financing

Even with the reforms, labor liabilities corresponding to RPS for the IMSS' active workers and present pensioners make the IMSS operations very difficult for the next few years. In addition, still pending is a thorough revision of pension policies for IMSS employees.

Due to the way in which it designed, the RPS is not a viable system in the long term. It operates with allocation policies whose main characteristic is that fees paid by active workers are immediately used to pay the pensions of the Institute's retirees and pensioners. Thus, pension payments are only guaranteed when the number of active workers is greater than that of the retirees or when financial reserves are set aside for such purposes. But, when the number of workers decreases relatively, this system causes a financial imbalance between the fees received and the benefits granted.

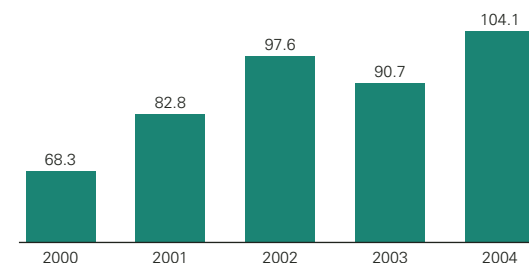
In the case of the RPS, some additional elements accentuate the imbalances between expenditures and revenue. On the expenditure side, the policies provide broad benefits. For example, the amount of the retirement or pension payment is determined based on the last wage that the employee obtained at the time of his or her retirement and pensions increase in accordance with wage increases for active workers.

On the revenue side, income has relatively and progressively decreased because resources from salary-based fees practically have not changed in the past 38 years, since the ratio of active workers to pensioners has declined. For example, this ratio decreased from 14.1 to one in 1980 to 3.4 to one in 2003.

Gasto del IMSS en RJP

% del gasto en medicamentos y material de curación
IMSS Expenditures on RPP

% of expenditures on medications and materials



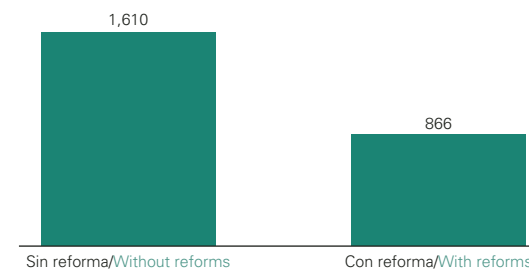
Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS
Source: BBVA Bancomer with IMSS data

Pasivo Laboral del IMSS*

Miles de millones de pesos de 2003

IMSS Labor Liabilities*

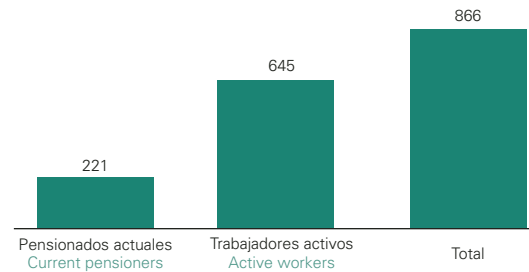
Billions of 2003 pesos



* Valor presente de una proyección a 75 años
Present value based on a 75-year projection

Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS
Source: BBVA Bancomer with IMSS data

Pasivo Laboral del IMSS Luego de Reforma* • Miles de millones de pesos de 2003 IMSS Labor Liabilities After the Reforms* Billions of 2003 pesos



* Valor presente de una proyección a 75 años
Present value based on a 75-year projection

Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS
Source: BBVA Bancomer with IMSS data

Comparación de Condiciones de Jubilación* Comparison of Retirement Conditions*

	Trabajador Employee	Afiliado Affiliated
Salario mensual como trabajador activo (pesos) Monthly wage as active worker (pesos)	5,000	5,000
Años de trabajo Years worked	27 mujeres 28 hombres Women 27 Men 28	40 mujeres y hombres Women and men 40
Edad de jubilación (años) Retirement age (years)	52/53 promedio 52/53 average	65
Ingreso mensual como pensionado (pesos) Monthly income as pensioner (pesos)	6,450	2,106
Aumento anual de la pensión Annual increase of the pension	Salarial** Wage**	Inflación*** Inflation***

* Se asume que los trabajadores tienen el mismo sueldo y una edad de 25 años
It is assumed that the workers have same wage and are 25-years old

** Conforme aumentos salariales/Based on wage increases

*** Conforme inflación/Based on inflation

Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS
Source: BBVA Bancomer with IMSS data

Y Reducir su Costo en Bienestar de los Trabajadores del IMSS

Los esquemas de reparto como en el caso del RJP tienen varias desventajas. Por ejemplo, cuando aparece un desequilibrio financiero en la operación, la generación activa transfiere recursos a la de retirados, las posibles soluciones siempre implican menos bienestar para alguna de esas dos generaciones: menores beneficios para los pensionados en curso, mayores aportaciones para los trabajadores en activo y/o menores beneficios para las futuras generaciones de trabajadores. Por lo general esta última es la opción adoptada.

A su vez, los esquemas de reparto se caracterizan por la ausencia de derechos de propiedad sobre las aportaciones al plan: la institución es la propietaria de los recursos y no los trabajadores que realizan las aportaciones. Además, el trabajador nunca conoce el monto de los recursos que aporta al fondo durante su vida laboral, pues no se le entrega un estado de cuenta. Esta característica evita que el aportante sea consciente de la correspondencia de sus aportaciones con los beneficios que recibe cuando se retira o jubila. Asimismo, la opacidad del esquema posibilita la existencia de subsidios cruzados entre distintos segmentos de trabajadores aportantes.

El esquema de reparto del RJP limita también la movilidad de los trabajadores del IMSS hacia otras opciones laborales. Por ejemplo, al no estar definidos los derechos de propiedad en las aportaciones al fondo, tales recursos no pueden ser reconocidos o trasladados al sistema de pensiones del sector privado. Así, ofrece importantes barreras de salida del sector público. Más aún el esquema no ofrece al trabajador la posibilidad de aumentar el monto de su pensión.

And a Reduction in Benefit Cost for IMSS Employees

Allocation policies such as in the case of RPS, have several disadvantages. For example, when a financial imbalance appears in the operation, in which resources generated by current fees are transferred to pay for retirement benefits, the possible solutions always imply undercutting the benefits of either of the two generations: fewer benefits for current pensioners, higher fees for active workers and/or fewer benefits for future generations of workers. In general, the latter possibility is the option that is adopted.

In turn, the allocation criteria are characterized by the absence of ownership rights over the fees paid into the plan. It is the IMSS that owns the resources and not the workers that have paid the fees. Furthermore, the worker never knows the amount of the resources that he or she has paid into the fund during his or her years on the job, because the employee is not provided with an account statement. This characteristic prevents those paying the fees from being aware of the relation between their payments and the benefits that they receive when they retire. Furthermore, the obscurity that surrounds this aspect of the pension plans facilitates the existence of crossed subsidies between different segments of affiliated workers who pay into the system.

The allocation policies for the RPS also limit the mobility of IMSS employees toward other job options. For example, since ownership rights over the fees paid into the fund are not defined, such resources cannot be recognized or transferred to the private sector's pension system. Thus, the IMSS policy represents an important barrier to employees leaving the public sector. Furthermore, the policy does not offer the worker the possibility to increase the amount of his or her pension.

Una Alternativa de Solución son las Cuentas Individuales con Capitalización

El esquema de reparto en el RJP podría aún prolongarse por dos vías: aumentando las contribuciones de los trabajadores en activo o bien reduciendo los beneficios para los pensionados. Por supuesto, la aplicación de tales medidas tendría un límite y no resolvería la incapacidad del RJP para vincular las contribuciones con los beneficios.

En cambio la reforma al sistema de pensiones de los trabajadores afiliados al IMSS ofrece una importante experiencia para guiar la transformación del fondo de pensiones del RJP y su financiamiento por parte de los trabajadores. Dicha experiencia implicó pasar de un esquema de reparto con beneficios definidos hacia otro con aportaciones obligatorias y definidas en cuentas individuales y con mecanismos adecuados para su capitalización. Por su diseño este esquema es independiente de la evolución demográfica, siempre se encuentra fondeado y confiere derechos de propiedad a los trabajadores sobre sus aportaciones, lo cual les facilita tanto la movilidad laboral como la posibilidad de dejar en herencia sus recursos de retiro.

Afortunadamente, los trabajadores del IMSS cuentan con las facilidades para pasar inmediatamente hacia un esquema superior de pensiones como el que les brinda el sistema de cuentas individuales, de acuerdo con la LSS. Dejando sin cambio el esquema para los trabajadores ya retirados y jubilados, los trabajadores del IMSS en activo podrían trasladar sus beneficios del RJP —concebidos desde un inicio como complementarios—, hacia el sistema de cuentas individuales en el SAR mediante un bono de reconocimiento que les permita tener derechos por sus aportaciones ya efectuadas.

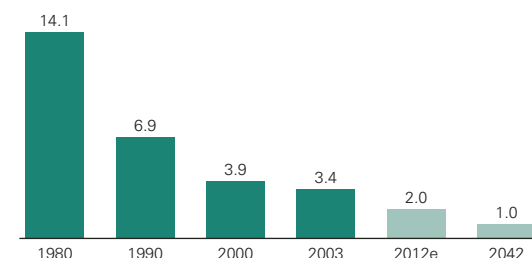
An Alternative Solution is Based on Individual Accounts Subject to Capitalization

The allocation policies of the IMSS RPS could still be prolonged through two mechanisms: increasing the fees paid by active workers or reducing the benefits for pensioners. Of course, the application of such measures would necessarily have a limit and it would not fundamentally resolve the inability of the IMSS RPS to link fees received with benefits paid.

At the same time, the reforms introduced into the pension system for IMSS-affiliated workers offer an important experience to guide the transformation of the RPS pension fund and its financing by the workforce. This experience implied moving from allocation policies with defined benefits toward another type of system with fees that are obligatory and defined in individual accounts and with appropriate mechanisms for their capitalization. Due to its design, this system is independent of the demographic development, it is always funded, and it confers ownership rights to the workers over the fees that they have paid in. This facilitates both their job mobility as well as the possibility of leaving their retirement funds as an inheritance.

Fortunately, according to the SSL, IMSS employees have the legal possibility to immediately move toward a better pension policy, such as that offered by the system of individual accounts. Without changing the policy for already retired and pensioned employees, active IMSS workers could transfer their RPS benefits—conceived from the beginning as complementary—toward a system of individual accounts in the Retirement Savings Administration (SAR) through a recognition voucher that would allow them to have rights over their already paid-in fees.

RJP: Trabajadores en Activo por Pensionado RPS: Active Workers per Pensioner



e estimado a partir de 2012/estimated as of 2012

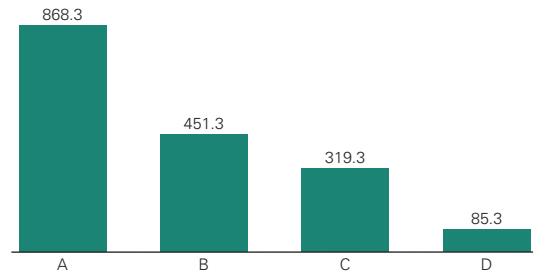
Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS
Source: BBVA Bancomer with IMSS data

Ingresos Públicos Brutos, 2000

Miles de millones de pesos

Gross Public Revenues, 2000

Billions of pesos



- A Gobierno federal/Federal government
- B Entidades federativas/States
- C Organismos y empresas/Organizations and companies
- D Municipios/Municipalities

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Source: BBVA Bancomer with INEGI data

Estructura de los Ingresos del Sector

Público, 2000 • %

Breakdown of the Public Sector

Revenues • %

	A	B	C
Total	136.8	100.0	100.0
Gobierno federal	100.0	nc	nc
Federal government			
Tributarios/Tax	67.0	4.5	9.4
No tributarios/Non-tax	33.0	12.6	21.9
Participaciones y transfer.	nc	82.8	68.7
Shares and transfers			
Organismos y empresas	36.8	nc	nc
Organizations and companies			

A Sector público federal/Federal public sector

B Entidades federativas/States

C Municipios/Municipalities

nc no corresponde/Does not correspond

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Source: BBVA Bancomer with INEGI data

Federalismo Fiscal Reclamo Permanente

En México la mayor parte de los ingresos recibidos por el sector público son recaudados por el gobierno federal. Por razones históricas, políticas y de racionalidad y eficiencia, las principales fuentes de ingresos son federales, como los impuestos sobre la renta, al valor agregado o sobre bienes y servicios. Por su parte, son imposiciones típicamente locales el gravamen predial o los derechos, productos y aprovechamientos. Desde luego también hay ingresos no tributarios federales.

La estructura del sistema impositivo ha generado una fuerte dependencia en las entidades federativas y en los municipios, de las transferencias que el gobierno federal les hace. No solo se han limitado sus fuentes de ingreso sino que además los gobiernos locales generalmente no quieren el costo político de un aumento en la carga tributaria, lo que deriva en la práctica en una dependencia creciente. Además, en una economía como la mexicana, las empresas y organismos del sector público generan ingresos pero tienen sus propios gastos, por tanto, solo sus excedentes, ingresos extraordinarios o algunos gravámenes especiales, son recursos disponibles para la administración pública en general.

Si a los ingresos brutos de entidades y municipios se les elimina las transferencias, los recursos propios serían muy bajos e insuficientes para satisfacer las necesidades de sus comunidades. Desde luego que los recursos disponibles nunca alcanzan para cubrir todos los proyectos que una administración puede imaginar. Pero el problema es de particular relevancia en las comunidades menos favorecidas económicamente y es aquí en donde la redistribución de recursos federales tiene especial relevancia.

Fiscal Federalism, a Permanent Demand

In Mexico, most of the revenue received by the public sector is collected by the federal government. For historical and political reasons and considerations of rationality and efficiency, the main sources of such income correspond to the federal level, such as income tax, the value added tax, or the tax on goods and services. At the same time, local assessments are commonly levied, such as property taxes and fees and royalties. In addition, there is federal non-tax revenue.

The structure of the tax system has resulted in a strong dependence by the states and municipalities on budgetary transfers that they receive from the federal government. Not only have their sources of income been limited, but in addition, local governments generally do not wish to assume the political cost of tax hikes, and this results in a growing dependence on federal funds. Furthermore, in an economy such as that of Mexico, public sector institutions and companies generate revenue, but also have their own expenses and therefore only their surpluses, extraordinary income, or some special taxes, become available resources for public administration in general.

If budgetary transfers from the federal government were eliminated from the gross income of states and municipalities, their own resources would be very low and insufficient to meet the needs of their communities. Of course, the resources available will never be enough to cover all the projects that a government can envision. But the problem takes on added importance in less economically privileged communities and it is there where the redistribution of federal resources has a special relevance.

Educación y Salud Prioridades de las Aportaciones

El gasto federalizado (transferencias que el gobierno federal hace a las entidades federativas y a los municipios) tiene dos componentes principales: las Participaciones, ramo 28 del Presupuesto de Egresos y las Aportaciones, ramo 33. Ambos renglones están determinados por la Ley de Coordinación Fiscal. En el primero de ellos, una vez transferidos los recursos son ingresos locales y su destino lo decide cada legislatura estatal sobre la base de sus atribuciones; en el segundo, su destino es específico con prioridades a educación y salud. Adicionalmente existen otros dos renglones: el PAFEF, concepto incorporado a partir del año 2000 y cuya finalidad es apoyar a los estados en saneamiento financiero, sistemas de pensiones e inversión en infraestructura; y por último, algunos convenios de descentralización en donde sobresale la Secretaría de Educación Pública.

Los recursos transferidos se generan en recaudación tributaria y no tributaria (ingresos petroleros) siendo esta última la que genera cierta volatilidad a lo largo del tiempo y la primera la que da permanencia. Las transferencias han representado en los últimos años un poco más del 30% del total del gasto neto pagado del sector público federal con una tendencia positiva. Sin embargo, el gasto total incluye las erogaciones de organismos y empresas, costos financieros y poderes autónomos. Por tanto, si la comparación se hace con el gasto de la administración pública centralizada las cifras son más relevantes, en este caso las transferencias son equivalentes a 1.3 veces su monto y no parece haber mucho margen para aumentarlas significativamente.

Education and Health Priorities of Budgetary Allocations

Federalized expenditures (budgetary transfers that the federal government allocates to states entities and municipalities) have two main components. Budgetary Participations correspond to section 28 of the Expenditures Budget and Allocations to section 33. Both categories are defined by the Fiscal Coordination Law. In the first category, once transferred, the resources become local revenue and their use is decided by each state legislature in accordance with its respective authority. In the case of budgetary allocations, their use is specified, with priority given to health and education. In addition, there are two other categories, the PAFEF (the Support Program to Strengthen the States), which was incorporated into the federal budget as of 2000 and the purpose of which is to support state governments in the fields of financial improvement, pension systems, and investment in infrastructure and finally, there are some decentralization agreements, in which the Ministry of Public Education is particularly involved.

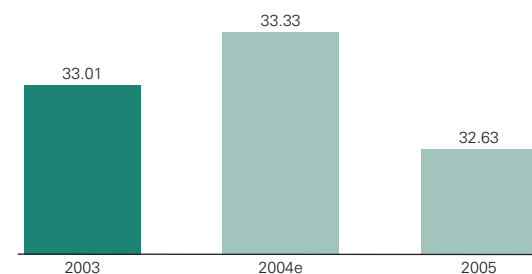
The transferred resources are generated by taxes and non-tax (oil revenue) collection efforts. It is the non-tax revenue that generates a certain amount of volatility over time, while tax revenue is stable and permanent. In the past few years, transfers have represented slightly more than 30% of total net paid expenditures of the federal public sector, with the figure tending to increase. However, total expenditures include spending by government institutions and state-run enterprises, financial costs, and expenses by autonomous agencies. Therefore, if the comparison is made with the expenditures of the centralized public administration, the figures are more relevant. In this case, the transfers are equivalent to 1.3 times its amount and there does not appear to be much maneuvering room to significantly increase them.

Recursos Federalizados, 2003 Federalized Resources, 2003

	A	B	C
Total	545.6	100.0	
Participaciones (Ramo 28) Shares (Branch 28)	225.4	41.3	
Aportaciones EyM (Ramo 33) Payments S&M (Branch 33)	257.7	47.2	100.0
FAEB	167.7	30.7	65.1
FASSA	31.8	5.8	12.4
FAFM	22.9	4.2	8.9
FAIS	22.3	4.1	8.7
FAM	7.3	1.3	2.8
FAETA	3.1	0.6	1.2
FASP	2.5	0.5	1.0
PAFEF	30.2	5.5	
Convenios de descentralización Decentralization agreements	32.4	5.9	
SEP	25.0	4.6	
Otros/Other	7.5	1.4	

A	Miles de millones de pesos/Billions of pesos
B	Estructura %/% breakdown
C	Estructura % Ramo 33/% breakdown Branch 33
FAEB	Fondo de aportaciones para la educación básica y normal Payments fund for basic and teacher-training education
FASSA	Fondo de aportaciones para los servicios de salud Payments fund for health services
FAFM	F. de aportac. para el fortalecimiento de los municipios y el D.F. Payments fund for strengthening municipalities & Mexico City
FAIS	Fondo de aportaciones para la infraestructura social Payments fund for social infrastructure
FAM	Fondo de aportaciones múltiples/Multiple payments fund
FAETA	F. de aportaciones para la educación tecnológica y de adultos Payments fund for technological and adult education
FASP	Fondo de aportaciones para la seguridad pública Payments fund for public security
PAFEF	Prog. de apoyos para el fortalecimiento de las entidades federativas Support program for strengthening states
SEP	Secretaría de Educación Pública/Education Ministry
Otros	Comisión Nacional del Agua y Alianza para el Campo National Water Commission and Agro-alliance
Fuente:	BBVA Bancomer con datos de SHCP
Source:	BBVA Bancomer with Finance Ministry data

Gasto Federalizado • % del gasto total Federalized Expenditure • % of total expenditures



e estimado a partir de 2004/estimated as of 2004

Fuente: BBVA Bancomer con datos de SHCP
Source: BBVA Bancomer with Finance Ministry data

Gasto Federalizado por Entidad Federativa, 2003

Federalized Expenditure by State, 2003

	A	B	C	D
Miles millones de pesos	225.4	241.4	30.2	104.2*
Billions of pesos				
Total	100.0	100.0	100.0	100.0
México	11.9	9.9	11.9	13.6
Distrito Federal	12.1	1.9	9.4	8.5
Mexico City				
Veracruz	6.0	7.7	6.2	7.0
Jalisco	5.9	5.2	6.5	6.4
Puebla	4.1	4.8	4.1	5.2
Guanajuato	3.8	4.1	3.7	4.8
Chiapas	3.8	5.8	4.1	4.1
Michoacán	2.9	4.6	3.4	4.0
Nuevo León	4.6	3.1	4.4	3.9
Oaxaca	2.5	5.4	2.4	3.5
Chihuahua	3.0	2.9	3.6	3.2
Guerrero	2.2	5.0	2.5	3.1
Tamaulipas	3.1	3.3	3.5	2.9
Baja California	2.9	2.6	3.6	2.7
Sinaloa	2.6	2.6	2.7	2.6
Coahuila	2.4	2.5	3.0	2.4
Sonora	3.0	2.5	2.9	2.3
San Luis Potosí	1.9	2.9	1.9	2.3
Hidalgo	1.9	3.1	1.9	2.3
Tabasco	4.8	2.4	3.5	1.9
Yucatán	1.6	2.0	1.8	1.7
Morelos	1.5	1.8	1.2	1.6
Querétaro	1.8	1.6	1.5	1.5
Durango	1.4	2.1	1.6	1.5
Zacatecas	1.3	2.0	2.3	1.4
Tlaxcala	1.0	1.3	0.9	1.0
Quintana Roo	1.1	1.3	0.9	1.0
Aguascalientes	1.1	1.2	1.0	1.0
Nayarit	1.0	1.4	1.1	0.9
Campeche	1.2	1.2	1.2	0.7
Colima	0.8	0.9	0.8	0.6
Baja California Sur	0.7	0.9	0.6	0.5

A Participaciones/Shares

B Aportaciones/Payments

C PAFEP

D Población/Population

* Millones de personas/Millions of persons

Fuente: BBVA Bancomer con datos de SHCP y Conapo

Source: BBVA Bancomer with Finance Ministry and Conapo data

Distribución Heterogénea por Entidad

La distribución del gasto por entidad federativa tiene las siguientes características: es más o menos proporcional al tamaño de la población, hay diferencias entre la asignación de participaciones y aportaciones, y, en términos generales los estados más grandes reciben menos recursos en términos relativos. La asignación de los recursos entre entidades tiene dos principios generales: corresponder a la contribución de cada una de las partes según reglas establecidas y redistribuir recursos de acuerdo a prioridades y necesidades. En consecuencia es hasta cierto punto natural que las entidades con mayor población sean también las que reciben más recursos ya que en términos generales son también las que concentran mayor actividad económica —excepciones a esta regla podrían ser Chiapas o Oaxaca, y al mismo tiempo pueden requerir también más recursos para atender a dicha población. Esto explica la asignación de participaciones pero no necesariamente la de aportaciones.

Tomando en cuenta la prioridad en el apoyo a rezagos en educación o salud y la cobertura directa que hace el gobierno federal, se explican las diferencias en Aportaciones. Sin lugar a duda la proporción de población urbana y la disponibilidad y cobertura de los servicios de educación o salud en Chiapas o Oaxaca se encuentra a una enorme distancia de los que se puede observar en la capital del país o en Nuevo León, consecuentemente la asignación de recursos en este caso no es proporcional al tamaño de la población o al de la economía ya que su función es redistributiva. En términos generales los estados grandes reciben una proporción menor de recursos a la que les correspondería por su población pero siguen concentrando una parte importante de ellos.

Uneven Distribution by State

The distribution of budgetary expenditures by state is marked by the following characteristics: it is more or less proportional to the size of the respective population, there are differences between the allocation of budgetary participation and contribution resources, and, in general, the larger states receive less funds in relative terms. The allocation of resources among the states has two general principles: to correspond to the contribution of each of the budgetary categories in accordance with the established rules and to redistribute funds based on needs and priorities. As a result, it is to a certain extent natural that the states with larger populations are also those that receive more resources, since in general terms these are also the states that concentrate the greatest amount of economic activity —exceptions to this rule could be Chiapas or Oaxaca—and at the same time can also require more funds to attend to the higher number of inhabitants. This explains the assigning of budgetary participation resources, but not necessarily that of allocations.

The differences in the budgetary allocations category can be explained by taking into account the priority placed on providing support to overcome disparities in health or education and the direct coverage provided by the federal government. Undoubtedly the percentage of urban population and the availability and coverage of health or education services in Chiapas or Oaxaca is tremendously different from the situation in the country's capital or in Nuevo León. As a result, the allocation of resources in this case is not proportional to the size of the population or the economy, since the transfers have a redistribution function. In general terms, the large states receive a lower proportion of resources than they would normally be entitled to based on the size of their population, but they continue concentrating an important part of such funds.

Endeudamiento Fuente Alternativa de Ingresos

En los últimos años el endeudamiento ha sido una fuente alternativa de ingresos para las entidades federativas y los municipios, pero no todos los utilizan con igual intensidad ni tienen la misma posibilidad de acceso a ellos. En particular, los municipios pequeños o los más pobres no tienen ni la infraestructura administrativa necesaria ni el respaldo de ingresos esperados para endeudarse. Entre 1993 y 2003 el endeudamiento pasó de \$ 17 a \$123 mil millones de pesos, un crecimiento real de 6.4% promedio anual. Desde luego las tendencias por Estado son diferentes: mientras algunos como el DF, Estado de México, Nuevo León e Hidalgo aumentaron en términos reales su deuda, la mayoría la disminuyó en pesos constantes o relativos a su capacidad de pago e incluso algunos no tienen deuda pública.

Tanto en montos absolutos como relativos la situación entre entidades es de contrastes: tres entidades concentran el 66% de la deuda total pero también el 40% de la actividad productiva y el 26% de la población de México, en cambio algunas no tienen deuda. Pero más importante que el monto absoluto es su capacidad de recibir ingresos y el plazo en el cual deberán cubrir sus compromisos o renegociarlos, al respecto los indicadores muestran una mejoría aunque no generalizada. Para el total, la relación entre participaciones (indicador de capacidad pago) y deuda es de 56.8% contra 64.9% dos años antes, sin embargo el DF y el Estado de México más que duplican este nivel y otras tres entidades están arriba de la media. El plazo de los compromisos por cubrir también muestra diferencias importantes entre estados pero es necesario analizar todos los indicadores en conjunto no solamente uno.

Indebtedness, an Alternative Source of Revenue

In the past few years, indebtedness has been an alternative source of revenue for states and municipalities, but not all local governments use it to the same degree nor do they have the same possibility of obtaining credit. Specifically, the small or the poorest municipalities have neither the necessary administrative infrastructure nor the backing of projected revenue to assume debt. Between 1993 and 2003, debt rose from P\$17 billion to P\$123 billion, a real 6.4% average annual increase. Naturally, the trends by state are different, given that some, such as Mexico City, the State of Mexico, Nuevo León, and Hidalgo, increased their debt in real terms, most diminished such liabilities in constant pesos or relative to their payment capacity, while some governments do not have public debt at all.

Both on the level of absolute as well as relative amounts of debt, the situation between states is one of contrasts. Three state governments concentrate 66% of the total debt, but also 40% of the country's productive activity and 26% of its population. At the same time, some states do not have such liabilities. But more important than the absolute amount is the states' capacity to receive revenue and the timeframe in which they will cover their commitments or renegotiate their debt. In this regard, the indicators show an improvement, albeit not generalized. For the total, the relation between budgetary participation resources (an indicator of payment capacity) and debt is 56.8%, compared to 64.9% two years previously. However, Mexico City and the State of Mexico more than double this level and three other states are above the average. The timeframe for covering debt commitments also indicates important differences among the states, but it is necessary to analyze all the indicators as a whole, not just one.

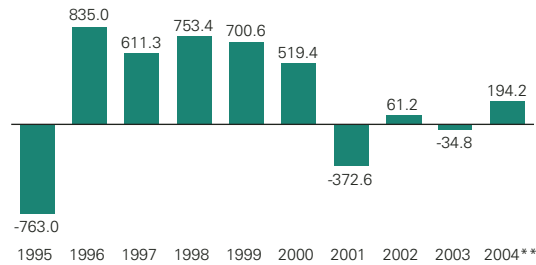
Perfil de la Deuda de Entidades Federativas y Municipios, 31 dic. 2003 Debt Profile of States and Municipalities, December 31, 2003

	A	B	C	D
Total	123,278.2	56.8	1.8	9.7
Distrito Federal	41,634.0	148.8	3.0	9.6
Mexico City				
México	31,147.2	115.0	5.0	10.4
Nuevo León	8,418.2	80.6	2.0	9.0
Jalisco	5,672.3	40.1	1.4	11.0
Sonora	5,460.2	77.4	3.3	10.7
Sinaloa	3,150.8	55.7	2.7	10.8
Puebla	2,829.9	30.4	1.2	6.7
Baja California	2,503.2	38.1	1.1	10.3
Guerrero	2,018.1	40.3	1.9	9.3
Veracruz	1,882.9	13.6	0.8	0.7
Durango	1,778.0	56.5	2.4	10.8
Michoacán	1,597.7	23.2	1.2	9.9
Quintana Roo	1,505.3	58.4	1.8	12.0
Querétaro	1,493.5	37.6	1.4	13.8
Chihuahua	1,401.5	20.4	0.5	10.1
Hidalgo	1,346.4	30.8	1.7	6.9
San Luis Potosí	1,211.0	27.4	1.2	7.7
Guanajuato	1,181.3	13.6	0.6	8.7
Chiapas	887.7	10.2	0.9	11.4
Yucatán	874.9	23.2	1.0	5.0
Morelos	842.6	23.8	1.0	4.3
Tamaulipas	758.1	10.5	0.4	5.7
Aguascalientes	711.3	26.2	1.0	4.9
Baja California Sur	602.8	39.5	1.8	5.7
Oaxaca	583.3	10.0	0.6	9.7
Tabasco	535.5	4.6	0.7	8.6
Colima	509.2	28.2	1.5	5.9
Zacatecas	381.6	12.9	0.9	3.7
Coahuila	261.3	4.7	0.1	9.7
Nayarit	98.4	4.2	0.3	4.1
Campeche	0.0	0.0	0.0	0.0
Tlaxcala	0.0	0.0	0.0	0.0

A Miles de millones de pesos/Billions of pesos
B Deuda / participaciones, %/Debt / shares, %
C Deuda / PIB, %/GDP / GDP, %
D Plazo promedio en años/Average term in years

Fuente: BBVA Bancomer con datos de SHCP
Source: BBVA Bancomer with Finance Ministry data

Empleos Netos Generados* • Miles
Net Jobs Generated* • Thousands



* Empleo formal privado medido por los asegurados en el IMSS
 Private formal employment measured by IMSS-registered workers
 ** Primer semestre/First half of 2004

Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS
 Source: BBVA Bancomer with IMSS data

Crecimiento Económico y Empleo
Variación % anual promedio
Economic Growth and Employment
Average annual % change



* Primer semestre/First half of 2004
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI e IMSS
 Source: BBVA Bancomer with INEGI and IMSS data

Inició la Recuperación del Empleo Luego de Tres Años de Crisis

Durante el primer semestre de 2004 la generación de empleo permanente formal medido por los asegurados en el IMSS) inició después de tres años de reducciones cuantiosas y de estancamiento. En efecto, de enero a junio de 2004 se registraron 194,169 plazas laborales nuevas, al pasar de 12,234 538 asegurados en diciembre de 2003 a 12,428 707 en 2004, representando un incremento de 1.6% anual. Esta trayectoria positiva contrasta con la observada en los últimos tres años cuando el empleo estuvo prácticamente estancado.

La generación de empleo formal ha sido constante a lo largo del año, aunque con una intensidad desigual entre sectores económicos. No obstante, a diferencia de años pasados, el sector exportador tuvo contribuciones importantes en 2004. En los sectores orientados al mercado interno, la creación de plazas ha perdido vigor, después de que en los últimos tres años su dinamismo evitó mayores daños en el mercado laboral del país. La actividad que mostró un avance significativo en el empleo fue la de servicios comunales y sociales.

A pesar de los avances visibles en el empleo formal del país, éstos fueron insuficientes para satisfacer la demanda actual debido al crecimiento poblacional y a los rezagos acumulados derivados de las crisis pasadas. Lo anterior se ha traducido en una tasa de desempleo persistentemente elevada: en junio fue de 3.78%, mayor al 3.27% de junio de 2003. En cambio el crecimiento económico ha aumentado durante este año respecto al pasado, lo que sugiere una menor capacidad de la planta productiva del país para crear más plazas laborales.

Employment Starts to Recover Following Three Years of Crisis

In the first half of 2004, the generation of formal permanent employment, measured by workers registered in the Mexican Social Security Institute (IMSS) started, following three years of substantial reductions and stagnation. In effect, from January to June 2004, 194,169 new jobs were registered, rising from 12,234 538 insured workers in December 2003 to 12,428 707 in 2004, representing an annual increase of 1.6%. This positive course contrasts with that seen in the last three years, when employment was practically stagnant.

The generation of formal employment has been constant throughout the year, although with varying intensity among the economic sectors. Nevertheless, in contrast with the past years, the exporting sector contributed importantly in 2004. In those sectors focused on the domestic market, job creation has lost strength, whereas in the last three years, its dynamism prevented greater damage in the labor market. The activity that showed a significant advance in employment was community and social services.

Despite the visible progress in formal employment in Mexico, it was insufficient to meet current employment demand due to population growth and to accumulated lags derived from past crises. This has resulted in a persistently high unemployment rate: in June it was 3.78%, higher than the 3.27% of June 2003. Nevertheless, there has been greater economic growth during this year compared to last year, which suggests a lower capacity of Mexico's productive plant to create more jobs.

Factores que Subyacen a la Recuperación del Empleo

La actual fase de recuperación económica se ha caracterizado por una lenta mejoría en el empleo, a diferencia de la de 1996. En efecto, desde que inició el crecimiento económico, después de la caída de 0.1% del PIB en 2001, el aumento en el empleo fue nulo en 2002 y 2003 y raquítico en el primer semestre de 2004 considerando el avance del PIB. En 1996 el empleo logró un crecimiento promedio de 2.6% producto de un aumento del PIB de 5.1%, luego de que en el año previo se registraron reducciones de 5.4 y 6.2%, respectivamente. La desigual intensidad entre las dos reactivaciones se explica por la velocidad con la cual se ha dado el crecimiento de las exportaciones manufactureras y del mercado interno —medido por el consumo privado—. En 1996, el extraordinario avance de la economía de EUA y el consecuente aumento anual real de 18.2% de nuestras exportaciones —también derivado del TLCAN— así como del incremento, aunque modesto, del mercado interno permitieron que el empleo se recuperara rápidamente.

En 2002 y 2003, pese a que la demanda interna se mantuvo en crecimiento, no fue lo suficientemente elevada para compensar el estancamiento de las exportaciones, con lo que el empleo se mantuvo virtualmente sin crecimiento. En el primer semestre de 2004 y con la expansión sostenida de los mercados externo e interno, el empleo pudo retomar el crecimiento. A pesar de la trayectoria positiva registrada en el primer semestre de 2004, esta fue insuficiente para reducir las tasas de desempleo abierto (TDA) y alcanzar los niveles previos a la desaceleración de la economía, elevar la calidad del empleo formal —pues siguió aumentando la contribución del empleo eventual en el total (14.3 en 2004 vs. 13.4% en 2000)—, y mucho menos alcanzar los 12,963 871 trabajadores registrados en el IMSS en noviembre de 2000, la cifra más alta alcanzada.

Underlying Factors to the Recovery in Employment

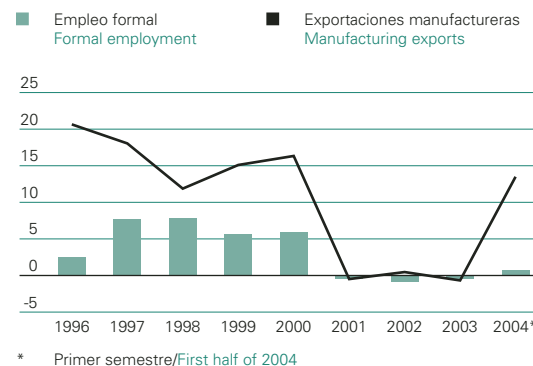
The current phase of economic recovery has been characterized by a slow improvement in employment, compared to that of 1996. In effect, since the start of economic growth, following a 0.1% drop in GDP in 2001, the rise in employment was practically nil in 2002 and 2003, and weak in the first half of 2004, taking into account the advance in GDP. In 1996, employment posted average growth of 2.6%, the result of a 5.1% rise in GDP, while in the previous year reductions of 5.4% and 6.2%, respectively, were registered. The unequal intensity between the two phases of reactivation can be explained by the fast growth of manufacturing exports and of the domestic market—measured by private consumption. In 1996, the extraordinary growth of the U.S. economy and the subsequent real annual rise of 18.2% of Mexican exports—also derived from the NAFTA—as well as the increase, although modest in the domestic market, allowed employment to recover rapidly.

In 2002 and 2003, despite steady growth of domestic demand, it was not sufficiently high to offset the stagnation in exports, by which employment remained virtually without growth. In the first half of 2004 and with the sustained expansion of the foreign and domestic markets, employment was able to resume growth. Despite the positive course registered in the first quarter of 2004, it was insufficient to reduce the open unemployment rates (OUR) and to reach levels prior to the slowdown in the economy, to raise the quality of formal employment—since the contribution of temporary employment in the total continued to increase (14.3% in 2004 vs. 13.4% in 2000)—, and even less to reach the 12,963 871 workers registered in the IMSS in November 2000, the highest figure reached.

Empleo Formal y Mercado Externo

Variación % anual

Formal Employment and the Foreign Market • Annual % change

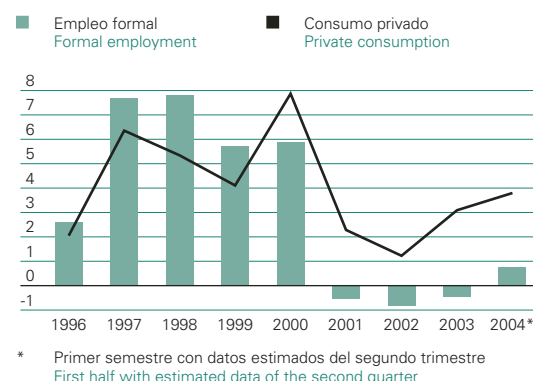


Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Banco de México
Source: BBVA Bancomer with INEGI and Banco de México data

Empleo Formal y Mercado Interno

Variación % anual

Formal Employment and Domestic Market • Annual % change



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Banco de México
Source: BBVA Bancomer with INEGI and Banco de México data

Asegurados Permanentes en el IMSS por Sector • Diferencia, miles de personas

Permanent IMSS-Registered Workers by Sector • Difference, thousands of persons

	2001	2002	2003	2004
Total	-373.7	61.2	-34.8	194.2
Orientados al mercado externo	-476.5	-83.7	-173.3	95.7
Focused on the foreign market				
Industria manufacturera	-476.5	-83.7	-173.3	95.7
Manufacturing industry				
Transformación	-238.0	-80.2	-155.5	17.6
Manufacturing				
Maquiladoras	-238.5	-3.5	-17.7	78.1
Orientados al mercado interno	102.7	144.9	137.9	98.2
Focused on the domestic market				
Agrop., silvicultura y pesca	15.1	-8.7	-19.9	-28.7
Agric., forestry & fishing				
Minería/Mining	-2.7	-1.1	1.7	0.3
Construcción/Construction	-49.6	-3.6	26.5	47.5
Electricidad/Electricity	3.5	2.7	1.4	-0.5
Comercio, rest. y hoteles	58.1	56.0	-8.2	-19.3
Retail, restaurants & hotels				
Transp. y comunicaciones	-0.6	5.5	0.8	-0.1
Transp. & communications				
Serv. financieros y seguros	-14.3	-11.2	2.1	-1.2
Finan. & insurance servs.				
Serv. comunales y sociales	93.2	105.2	133.6	100.2
Commun. & social servs.				
Trab. independientes	0.1	0.1	0.5	0.2
Independent workers				

2001 Dic. 2001 - dic. 2000/Dec. 2001 - Dec. 2000

2002 Dic. 2002 - dic. 2001/Dec. 2002 - Dec. 2001

2003 Dic. 2003 - dic. 2002/Dec. 2003 - Dec. 2002

2004 Junio 2004 - diciembre 2003/June 2004 - December 2003

Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS

Source: BBVA Bancomer with IMSS data

Por Sector se Aprecia Heterogeneidad en el Empleo

Sectores Orientados al Mercado Externo

Pese a la recuperación del agregado del empleo formal, en el interior de los sectores se aprecia todavía heterogeneidad. Dentro del segmento exportador, destacó la mayor actividad productiva de la industria maquiladora de exportación (IME) cuya tendencia positiva hasta junio de 2004 se tradujo en 78,114 nuevos puestos de trabajo respecto a los observados en diciembre de 2003, los cuales equivalieron a 40% de los empleos totales creados por el sector formal de la economía en igual periodo.

Las actividades de la IME que apoyaron el anterior comportamiento fueron las de ensamble de maquinaria y accesorios eléctricos y electrónicos, de equipo de transporte (autopartes) y de prendas de vestir, entre otras. Las únicas con caídas fueron el ensamble de calzado y juguetes. Cabe recordar que la IME es parte integrante del proceso productivo de EUA, de modo que por cada punto porcentual que aumente la producción industrial estadounidense, el empleo en la IME lo hace 2.23 veces. Los asegurados de la IME representaron 8.6% del empleo formal.

En la manufactura de transformación las nuevas plazas sumaron 17,564 en el primer semestre de 2004. Esto es favorable si consideramos que cerca de medio millón se redujeron de 2001-2003, no obstante el ritmo formación de plazas es muy lenta en relación con el crecimiento de la producción, lo cual probablemente esté relacionado con la elevada competencia que obliga a continuos avances en la productividad laboral y en muchos casos ha significado ajustes a la baja en el empleo. Los inscritos en el IMSS de la manufactura de la transformación representaron 21.4% de los asegurados formales.

By Sector, There is Heterogeneity in Employment

Sectors Focused on the Foreign Market

Despite the recovery in overall formal employment, there was still heterogeneity within the sectors. In the exporting sector, the greater productive activity of the *maquiladora* export industry (MEI) was significant, whose positive trend translated into 78,114 new jobs through June 2004, compared to those seen in December 2003, which were equivalent to 40% of total jobs created by the formal sector of the economy in the same period.

The MEI activities that supported the previous behavior were those of assembly of electrical and electronic machinery and accessories, of transportation equipment (auto parts) and of apparel, among others. The only ones with drops were footwear and toy assembly. It should be recalled that the MEI is an integral part of the U.S. productive process, so that for each percentage point that the U.S. industrial production increases, MEI employment does so 2.23 times. MEI workers registered in the Mexican Social Security Institute represented 8.6% of formal employment.

In manufacturing, new jobs totaled 17,564 in the first half of 2004. This is favorable, if we consider that close to half a million were reduced in 2001-2003, despite the fact that the job creation rate is very slow compared to production growth, which probably is related to the marked competition that forces continuous advances in labor productivity, and, in many cases, has meant downward adjustments in employment. IMSS-registered manufacturing workers represented 21.4% of registered formal workers.

Sectores Orientados al Mercado Interno

Por lo que se refiere a los sectores orientados al mercado interno sobresalió el avance desde inicios de 2003 hasta junio de 2004 del empleo en la construcción, cuyo incremento fue apoyado por la inversión pública y privada. En el primer semestre de 2004 el sector produjo 47,547 nuevas plazas, con lo que su contribución al total de afiliados se sitúa en 7.5%. Asimismo, destacaron los 100,175 nuevos puestos de trabajo en los servicios comunales sociales y personales constituidos principalmente por actividades profesionales y técnicas, de enseñanza, de administración pública y defensa. Este tipo actividades equivalen a 31% del empleo agregado.

El sector comercio, restaurantes y hoteles presentó una reducción de 8,200 plazas de trabajo en 2003, tendencia que se recrudeció en el primer semestre de 2004, con una caída de 19,200 empleos. La evolución en 2004 se debe a disminuciones en el comercio de prendas de vestir, artículos para el hogar y tiendas de autoservicio. Cabe apuntar que el sector absorbe aproximadamente 20% de los asegurados.

Comentarios Finales

El actual proceso de recuperación económica se ha caracterizado por la falta de vigor en la creación de empleo formal. El sector productivo observa una menor capacidad de generación de empleo con respecto a años pasados. A pesar de que se han generado nuevos empleos, por sector de actividad la recuperación es aún heterogénea. Estimamos un mayor vigor en la generación de nuevas plazas laborales en el segundo semestre, principalmente por el mayor dinamismo de los sectores orientados a la exportación, con lo que a diciembre podría haber una expansión anual de 3.1% y un aumento en el PIB de 2004 de 4%, lo cual representará 373,154 nuevas plazas en el año.

Sectors Focused on the Domestic Market

As for the sectors focused on the domestic market, the advance of employment in construction stands out as of the beginning of 2003 through June 2004. Its rise was supported by public and private investment. In the first half of 2004, the sector produced 47,547 new jobs, with which its contribution to total registered-workers stood at 7.5%. Also, notable were the 100,175 new jobs in community, social and personal services, constituted mainly by professional and technical activities, teaching, public administration and defense. This type of activities is equivalent to 31% of overall employment.

The retail, restaurant and hotel sector registered a reduction of 8,200 jobs in 2003, a trend that worsened in the first half of 2004, with a drop of 19,200 jobs. The development in 2004 is due to decreases in the retail sales of apparel, home articles and self-service stores. It should be noted that the sector accounts for approximately 20% of IMSS-registered workers.

Final Comments

The current process of economic recovery has been characterized by the lack of vigor in the creation of formal employment. The productive sector shows a lower capacity to generate employment compared to past years. Despite the fact that new jobs have been generated by sector of activity, it is still heterogeneous. We estimate greater strength in the generation of new jobs in the second half of the year, mainly due to the greater strength of the exporting sectors, by which as of December, there could be an annual expansion of 3.1% and an increase in 2004 GDP, which will represent 373,154 new jobs in the year.

Asegurados Permanentes en el IMSS

Millones de personas, fin de periodo

Permanent IMSS-Registered Workers

Millions of persons, end of period

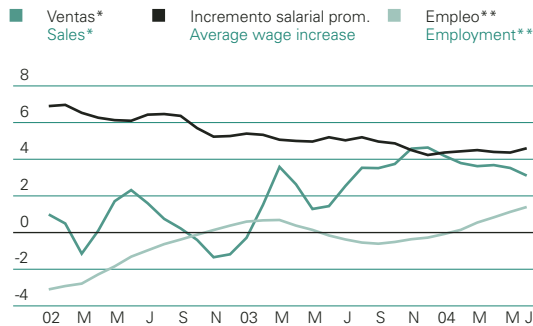
	2001	2002	2003	2004*
Total	12.2	12.3	12.2	12.4
Orientados al mercado externo	3.9	3.8	3.7	3.8
Focused on the foreign market				
Industria manufacturera	3.9	3.8	3.7	3.8
Manufacturing industry				
Transformación	2.9	2.8	2.6	2.6
Manufacturing				
Maquiladoras	1.1	1.1	1.1	1.1
Orientados al mercado interno	8.3	8.4	8.6	8.7
Focused on the domestic market				
Agrop., silvicultura y pesca	0.4	0.4	0.4	0.4
Agric., forestry & fishing				
Minería/Mining	0.1	0.1	0.1	0.1
Construcción/Construction	0.9	0.9	0.9	0.9
Electricidad/Electricity	0.1	0.1	0.2	0.2
Comercio, rest. y hoteles	2.4	2.4	2.4	2.4
Retail, restaurants & hotels				
Transp. y comunicaciones	0.7	0.7	0.7	0.7
Transp. & communications				
Serv. financieros y seguros	0.2	0.2	0.2	0.2
Finan. & insurance servs.				
Serv. comunales y sociales	3.5	3.6	3.8	3.9
Commun. & social servs.				
Trab. independientes	0.0	0.0	0.0	0.0
Independent workers				

* Junio/June

Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS
Source: BBVA Bancomer with IMSS data

Ventas, Incremento Salarial y Empleo

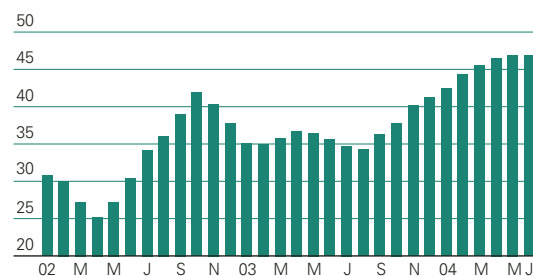
Variación % anual, promedio móvil 3 meses
Sales, Wage Increase and Employment
 Annual % change, 3-month moving average



* Ventas reales al menudeo/Real retail sales
 ** Empleo formal privado/Formal private employment
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI, IMSS y STPS
 Source: BBVA Bancomer with INEGI, IMSS and Labor Ministry data

Crédito Vigente al Consumo

Variación % real anual, promedio móvil 3 meses
Performing Consumer Loans
 Real annual % change, 3-month moving average



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México
 Source: BBVA Bancomer with Banco de México data

Comercio Regional: Buenas Perspectivas

La permanencia que guardan los factores de impulso a la actividad comercial minorista, entre los cuales destacan el dinamismo del crédito al consumo y un entorno macroeconómico y financiero favorable que ha posibilitado bajos niveles de tasas de interés y de inflación, ha permitido incrementar la capacidad de gasto de las familias y por ende mantener la trayectoria de crecimiento que presenta este indicador desde inicios de 2003. Así, al cierre de junio de 2004 las ventas reales al menudeo de los establecimientos comerciales presentaron una tasa de expansión anual de 2.4%.

Al margen de estos buenos resultados, importa señalar sin embargo, que durante el segundo trimestre de 2004 las ventas minoristas mostraron un avance inferior al del primero, afectadas por los menores incrementos salariales otorgados en las revisiones contractuales y el lento progreso que se da en la creación de empleos. No obstante lo anterior, el buen desempeño que se prevé en el segundo semestre para la economía en su conjunto (crecimiento promedio de 4.2%) y la estabilidad del gasto en consumo permiten mantener una previsión relativamente optimista sobre la evolución de la actividad comercial en los meses por venir.

Desde una perspectiva regional, la evolución de las ventas tuvo un buen ritmo en la actividad comercial en la mayoría de las ciudades. Al concluir junio sólo seis de las 33 que capta la encuesta de establecimientos comerciales presentaban caída, aunque en el grueso de éstas se aprecia una tendencia a recuperarse en el corto plazo. Las ciudades ubicadas en el centro y occidente del país mostraron comportamientos mixtos predominando los incrementos. En las del norte, la mayor presencia de cifras positivas refleja el proceso de reactivación que vive la región. En el sur sureste el crecimiento fue generalizado.

Regional Trade: A Good Outlook

The permanence of boosting factors to retail-sales activity—among which consumer credit and a favorable macroeconomic and financial environment are particularly significant—that have made possible low-level interest and inflation rates, has allowed increasing families’ purchasing power, and therefore, the growth trend that this indicator has been posting since the beginning of 2003. As a result, by the end of June 2004, real retail sales in commercial establishments have registered an annual growth rate of 2.4%.

Despite these good results, it is important to point out, however, that in the second quarter of 2004, retail sales showed less growth than in the first, affected by the lower wage increases granted in the collective bargaining reviews and the slow progress in job creation. Notwithstanding this, the good performance expected for the second half of the year for the overall economy (average growth of 4.2%) and stability in consumer spending permit a relatively optimistic viewpoint on the development of retail activity in the coming months.

From a regional standpoint, sales performance maintained a good pace in retail activity in most cities. By the end of June, only six of the 33 included in the survey of retailing establishments recorded drops, although in most of these, a short-term recovery trend is seen. Cities located in central and western Mexico showed a mixed performance, with increases predominating. In the northern cities, the greater presence of positive figures reflects the reactivation process now being experienced in that region. In the south-southeast region, growth was generalized.

Desempeño Desigual en el Centro y Occidente

Las ciudades asentadas en las regiones centro y occidente tuvieron comportamientos heterogéneos en la evolución del comercio minorista con resultados positivos en la mayoría de los casos. Durante junio de 2004 un 75% de las plazas presentó variaciones anuales positivas en sus ventas. La recuperación gradual del mercado de trabajo a lo largo del primer semestre constituyó uno de los factores con mayor peso para estos resultados. Asimismo, contribuyó la mayor vinculación de su aparato productivo con los mercados internos y la reactivación de la demanda interna. Sin embargo, como la participación del empleo ha procedido más del sector servicios que del manufacturero —actividad relevante en la mayoría de las economías locales—, el lento avance en este último acota la reactivación en plazas como el Distrito Federal y Aguascalientes en las cuales persisten los retrocesos en las ventas.

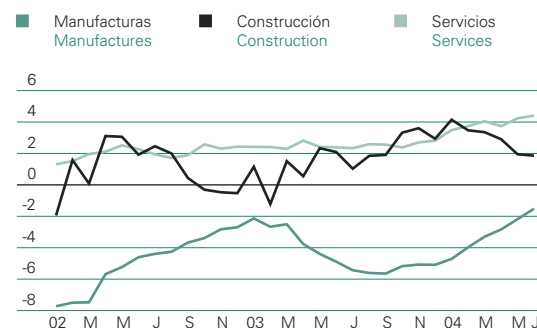
Las ciudades con las tasas de crecimiento anual más altas fueron Cuernavaca y Zacatecas. El factor dinamizador en el caso de la primera fue el buen comportamiento de la actividad turística que está volviendo a cobrar impulso; asimismo, influyó el proceso de modernización de su comercio y la recuperación paulatina de su planta industrial. En la segunda, fue principalmente la buena marcha del empleo en los sectores agropecuario y de la construcción. Por otra parte, aunque con variaciones anuales menores, destaca la firmeza del dinamismo comercial de Guadalajara y Querétaro dos urbes claves para la economía de ambas regiones. En los dos casos la reactivación del empleo manufacturero fue de los elementos primordiales para esta evolución. En el resto de las plazas con crecimiento, estuvieron indistintamente la buena evolución de los servicios y de la construcción. Es de esperar un escenario regional de recuperación generalizada de las ventas en los próximos meses.

Dissimilar Performance in the Central and Western Regions

Cities located in the western and central regions had dissimilar performances in retail sales, with positive results in most of the cases. In June 2004, 75% of the cities showed positive annual changes in sales. The gradual recovery of the labor market throughout the first half of the year was one of the factors of greater weight in these results. Also contributing were the greater link of the productive capacity with the domestic markets and the reactivation of domestic demand. However, since the employment share emanated more from the services sector than from manufacturing—an important activity in most of the local economies—the slow progress in manufacturing employment is limiting reactivation in places such as Mexico City and Aguascalientes, where declines in sales persist.

Cities registering the highest annual growth rates were Cuernavaca and Zacatecas. The boosting factor in the case of Cuernavaca was the positive performance of tourism activity, which is once again gaining strength; also contributing are the modernization process in its retailing activity and the gradual recovery of its industrial plant. In Zacatecas, it was the good performance of employment in the agricultural and construction sectors. At the same time, the strength of retail sales in Guadalajara and Querétaro, two key cities for the economy of both regions, is particularly significant, although with lower annual changes. In both of these cases, the reactivation of manufacturing employment was among the main elements for this development. In the rest of the cities registering growth, there was good performance in services and construction. A regional scenario of generalized recovery in sales is expected in the coming months.

Regiones Centro y Occidente: Empleo Estatal • Variación % anual Central and Western Regions: State Employment • Annual % change



Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS
Source: BBVA Bancomer with IMSS data

Regiones Centro y Occidente: Ventas en Ciudades • Variación % real anual Central and Western Regions: Sales in Cities • Real annual % change

	Junio 2004 June 2004
Cuernavaca, Mor.	23.03
Zacatecas, Zac.	16.42
Guadalajara, Jal.	7.94
Querétaro Qro.	7.20
San Luis Potosí, S.L.P.	5.19
León, Gto.	3.99
Culiacán, Sin.	3.54
Toluca, Méx.	2.80
Morelia, Mich.	2.18
Ciudad de México/Mexico City	-2.15
Aguascalientes, Ags.	-3.21
Colima, Col.	-4.54

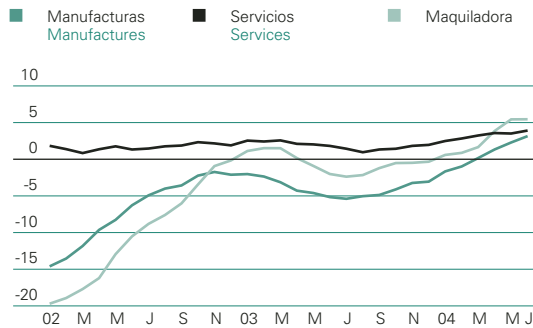
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI
Source: BBVA Bancomer with INEGI data

Región Norte: Empleo Estatal

Variación % anual

Northern Region: State Employment

Annual % change



Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS e INEGI
 Source: BBVA Bancomer with IMSS and INEGI data

Región Norte: Ventas en Ciudades

Seleccionadas • Variación % real anual

Northern Region: Sales in Selected Cities

Real annual % change

	Junio 2004 June 2004
Hermosillo, Son.	14.48
Monterrey, N.L.	10.34
Torreón, Coah.	6.19
Chihuahua, Chih.	5.55
Mexicali, B.C.	3.92
Matamoros, Tamps.	3.43
Saltillo, Coah.	2.40
Juárez, Chih.	-0.93
Nuevo Laredo, Tamps.	-2.83
Tijuana, B.C.	-3.38

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI
 Source: BBVA Bancomer with INEGI data

En el Norte, Avance a Buen Ritmo

Al cierre de junio de 2004 el balance de las ventas al menudeo en las ciudades ubicadas en los estados del norte del país fue muy positivo: sólo tres urbes presentaron en ese mes variaciones anuales negativas. Esto cobra importancia si se toma en cuenta que estas plazas fueron de las más afectadas por la recesión de 2001 y eran también de las que estaban más lejos de recuperarse hace algunos meses. A diferencia de lo ocurrido en las otras regiones, en la norte el impulso de la actividad comercial en las ciudades, si bien ha provenido en gran parte del crecimiento del empleo en los servicios —que no ha interrumpido su crecimiento—, ahora está presente también el comportamiento favorable del mercado laboral manufacturero, el cual se ha reactivado en la mayoría de las entidades. Dentro de éste, el avance que registra la ocupación en las maquiladoras —relevantes para la marcha de la economía en las plazas en que se asienta—, ha sido uno de los principales factores para los buenos resultados observados en el comercio de la región concluido el primer semestre.

Las ciudades más dinámicas fueron Hermosillo y Monterrey con aumentos anuales en las ventas superiores a 10%. En un segundo plano se encontraron seis urbes más. Entre los elementos a los que puede atribuirse la mayor actividad comercial en las plazas con crecimiento destaca la buena marcha del empleo manufacturero (en especial el de las maquiladoras) en las entidades a las que pertenecen, el cual se ha sumado a los avances continuos de la ocupación en los servicios y en la construcción, sectores cuyo buen desempeño venía paliando el deterioro del comercio local propiciado por la continua reducción del personal ocupado en la manufactura. En las ciudades aún con caídas, la tendencia es a superarlas en los próximos meses.

In the North, Progress at a Good Pace

At the end of June 2004, the retail sales balance in cities located in the north of Mexico was quite positive: only three of them registered annual negative changes. This takes on more importance when it is taken into account that these places were those most affected by the 2001 recession and were also those that were least likely to recover some months ago. As opposed to what happened in other regions, in the north, the boost to retailing activity in cities, even if it has come mainly from employment in services—which has not interrupted its growth—there now also exists the favorable performance of the manufacturing labor market, which has now been reactivated in most of the states. Within the manufacturing labor market, the progress in *maquiladora* employment—important for economic progress in cities where it exists—has been one of the main factors for the good results seen in the region’s retailing activity at the end of the first half of the year.

The most dynamic cities were Hermosillo and Monterrey with annual sales growth of over 10%. Six more cities are at a second level. Among the factors to which the greater retailing activity can be attributed in cities with growth, the positive performance of manufacturing employment is significant (in particular, that of the *maquiladoras*) in the states in which these are located, which has reinforced the continuous advances made by employment in services and construction, sectors whose good performance had been moderating the deterioration in local retailing led by the continuous cuts in personnel employed in manufacturing. In cities still registering drops, the trend is to overcome them in the coming months.

Avance Generalizado en el Sur-Sureste

La actividad comercial al menudeo de la región sur-sureste se consolidó a lo largo del primer semestre. El cierre de junio confirmó las señales positivas de los meses anteriores pues la totalidad de las ciudades con registro en la encuesta enclavadas en esta región mostró crecimientos anuales en el volumen de ventas minoristas, además de ser altos en la mayor parte de los casos. La marcada vinculación del aparato productivo regional (preponderantemente terciario) con el mercado interno —que lo ha aislado relativamente de los problemas de ciclo externo— y la mejoría de la actividad turística en buena parte las ciudades de la región, están entre los principales elementos que han favorecido el crecimiento continuo de la facturación comercial en esta zona. Otro factor de empuje fue el dinámico avance del empleo en el sector servicios y la mayor actividad constructora en especial la relacionada con el petróleo y el turismo.

Así, no son de extrañar las altas tasas de crecimiento que presenta la mayoría de las ciudades enclavadas en esta región. Los casos de Acapulco y Cancún —ventas con crecimientos anuales de 33.3 y 6.9%, respectivamente— son ilustrativos del impulso que le imprimen a las economías locales las actividades relacionadas con el turismo. En Campeche y Coatzacoalcos (incrementos anuales alrededor de 15%) una gran proporción del avance puede atribuirse al desempeño de la actividad petrolera. En mayor o menor medida los factores anteriores, complementados principalmente por la mencionada evolución favorable del mercado laboral en los servicios, están reflejados en los buenos datos que muestran las ventas en el resto de las ciudades y en la región en su conjunto. La continuidad y/o mejora de este entorno permite augurar buenas perspectivas para la actividad comercial en la región.

Generalized Progress in the South-Southeast

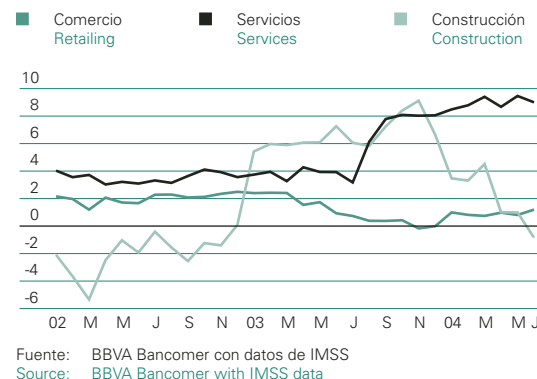
Retailing activity in the south-southeastern region consolidated throughout the first half of the year. The end of June confirmed the positive signs of the previous months, since all the cities registered in the survey, located in this region, showed annual growth in their retail sales volume, in addition to being high in most of these cases. The marked linkage of the regional productive plant (predominantly tertiary) with the domestic market—which has relatively isolated it from the problems of the external cycle—and the improvement in tourism activity in most of the cities of the region are among the main elements that have favored continuous growth in retail billings in this area. Other boosting factors were the strong improvement in employment in the services sector and greater activity in construction, particularly that related to oil and tourism.

Thus, the high growth rates presented by most cities located in that region are not surprising. The cases of Acapulco and Cancún—annual growth in sales of 33.3% and 6.9%, respectively—illustrate the boost that is provided to the local economies by tourism-related activities. In Campeche and Coatzacoalcos (annual growth of around 15%), a large share of the sales growth can be attributed to the performance of oil-related activities. To a greater or lesser degree, the previous factors, mainly complemented by the aforementioned favorable development of the labor market in services, are reflected in the positive figures shown by sales in the rest of the cities and in the region as a whole. The continuity and/or improvement of this environment allow projecting a positive outlook for retail activity in the region.

Región Sur-Sureste: Empleo Estatal

Variación % anual

South-Southeast Region: State Employment • Annual % change



Región Sur-Sureste: Ventas en Ciudades

Variación % real anual

South-Southeast Region: Sales in Cities Real annual % change

	Junio 2004 June 2004
Acapulco, Gro.	33.33
Campeche, Camp.	15.97
Coatzacoalcos, Ver.	15.20
Tuxtla Gutiérrez, Chis.	7.31
Cancún, Q.R.	6.94
Mérida, Yuc.	4.77
Villahermosa, Tab.	3.81
Puebla, Pue.	3.02
Oaxaca, Oax.	2.78
Veracruz, Ver.	1.55

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI
Source: BBVA Bancomer with INEGI data

Indicadores y Pronósticos

Indicators and Forecasts

	2002	2003	2004	I'03	II'03	III'03	IV'03	I'04	II'04	III'04	IV'04
Economía internacional/International economy											
PIB EUA ¹ /U.S. GDP ¹	1.9	3.0	4.1	1.9	4.1	7.4	4.2	4.5	2.8	2.4	3.2
Producción industrial EUA ² U.S. industrial production ²	-0.6	0.3	4.4	0.9	-4.0	3.8	5.6	6.6	4.9	2.7	3.7
Tipo de cambio Euro ³ /Euro exchange rate ³	1.02	1.23	1.24	1.08	1.17	1.12	1.23	1.23	1.21	1.22	1.24
Tasas de interés ⁴ /Interest rates ⁴											
Fed Funds EUA/U.S. Fed Funds	1.25	1.00	2.00	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.01	1.75	2.00
Nota del Tesoro 10 años EUA U.S. 10-year Treasury note	4.02	4.26	4.80	3.80	3.32	4.27	4.26	3.82	4.72	4.40	4.80
Libor 3 meses/3-month Libor	1.41	1.17	2.25	1.29	1.12	1.14	1.17	1.11	1.50	1.86	2.25
Inflación EUA ⁴ /U.S. inflation ⁴	0.0	1.9	2.9	3.0	2.1	2.3	1.9	1.7	2.8	2.5	2.9
Precio petróleo mezcla mexicana ⁵ Mexican mix oil price ⁵	21.6	24.8	30.4	27.1	22.4	24.6	25.1	26.9	30.3	33.7	30.6
Oferta y demanda⁶											
Demand & supply⁶											
Total	0.9	0.7	5.8	2.1	-1.3	0.1	2.0	4.9	5.8	6.2	6.3
Consumo privado Private consumption	1.3	3.0	5.1	3.7	0.8	4.3	3.2	3.7	5.4	6.0	5.4
Consumo gobierno Government consumption	0.1	2.5	1.0	1.4	3.1	2.6	2.8	-0.3	-5.0	4.8	4.6
Inversión privada Private investment	-4.0	-5.7	7.0	-2.1	-8.1	-4.4	-8.6	4.0	6.8	6.7	11.5
Inversión pública Public investment	14.2	22.4	0.2	16.8	22.1	26.8	22.7	7.1	1.6	-1.5	-2.5
Exportaciones/Exports	1.5	1.1	12.2	3.9	-3.1	-0.7	4.6	10.4	14.4	12.0	12.1
Importaciones/Imports	1.4	-1.0	11.0	0.8	-5.2	-1.4	2.0	8.5	11.1	11.5	12.3
PIB por sectores⁶/GDP by sector⁶											
Total	0.7	1.3	4.0	2.5	0.1	0.6	2.0	3.7	3.9	4.8	3.7
Agropecuaria/Agriculture	0.3	3.9	3.9	1.2	5.7	3.4	4.8	4.6	5.1	1.8	4.0
Industrial	-0.3	-0.8	3.9	1.9	-3.1	-1.8	0.3	3.2	3.8	5.1	3.5
Minería/Mining	0.4	3.7	4.3	3.0	2.8	3.6	5.3	6.4	2.4	6.0	2.7
Manufacturas/Manufactures	-0.7	-2.0	3.9	0.9	-4.6	-3.4	-0.6	2.8	4.0	5.5	3.4
Construcción/Construction	1.3	3.4	4.6	5.8	1.3	3.2	3.5	4.9	4.4	4.5	4.7
Electricidad, gas y agua Electricity, gas & water	0.4	1.1	1.8	3.7	0.9	0.3	-0.1	1.4	0.8	1.9	2.9
Servicios/Services	1.5	2.1	4.2	3.0	1.2	1.7	2.6	4.1	4.1	4.6	3.9
Comercio, restaurantes y hoteles Retail, restaurants and hotels	0.0	1.3	4.3	2.6	-0.3	0.7	2.5	3.8	4.0	5.4	4.0
Transportes y comunicaciones Transportation & communications	1.9	3.3	7.4	4.1	1.4	3.2	4.7	9.5	8.2	6.6	5.6
Financieros, seguros e inmuebles Financial, insurance & real-estate	4.3	4.3	4.6	4.2	4.0	4.2	4.7	4.3	5.0	4.6	4.4
Comunales y personales Community and personal	0.5	0.5	1.7	2.0	0.4	-0.5	-0.1	1.0	1.1	2.3	2.4

- 1 Variación % anual promedio y trimestral anualizada, ajustada estacionalmente/Average annual % change and annualized quarterly % change, seasonally-adjusted
2 Variación % anual promedio y trimestral anual fin de periodo, ajustada estacionalmente/Average annual % change and annual quarterly % change, seasonally-adjusted
3 Fin de periodo, dólares por euro/End of period, US\$ per euro
4 Fin de periodo, %/End of period, %
5 Dólares por barril, promedio/US\$ per barrel, average
6 Variación % real anual/Real annual % change

Nota: Las cifras en **negritas** indican pronóstico
Note: **Bold** figures indicate forecast

	2002	2003	2004	I'03	II'03	III'03	IV'03	I'04	II'04	III'04	IV'04
PIB por habitante ¹ /GDP per capita ¹	6,293	6,008	6,125								
Balance fiscal ² /Fiscal balance ²	-1.2	-0.6	-0.3	-1.6	-1.9	-0.8	0.6				
Requerimientos financieros sector público ²	3.3	3.2	3.3	3.0	3.0	3.1	3.2				
Financial requirements of the public sector ²											
Empleo ³ /Employment ³	12.27	12.23	12.61	12.28	12.22	12.26	12.23	12.39	12.43	12.71	12.61
Salario ⁴ /Wages ⁴	0.3	2.5	3.1	0.4	2.4	2.6	2.5	1.6	1.5	1.4	1.9
Sector externo/External sector											
Balanza comercial ⁵ /Trade balance ⁵	-7.9	-5.6	-6.0	-0.1	-1.4	-1.5	-2.6	-0.4	-0.9	-2.0	-2.7
Exportaciones ⁶ /Exports ⁶	1.5	2.6	12.8	7.2	-2.6	0.0	6.3	10.7	17.5	11.3	11.8
Importaciones ⁶ /Imports ⁶	0.2	1.1	12.6	2.8	-2.5	0.1	4.1	11.6	15.8	12.0	11.3
Cuenta corriente ⁵ /Current account ⁵	-13.8	-8.9	-11.6	-2.0	-1.6	-2.1	-3.3	-1.8	-0.5	-3.9	-5.4
% del PIB/% of GDP	-2.1	-1.4	-1.6	-1.3	-1.1	-1.3	-1.4	-1.1	-0.7	-1.1	-1.6
Inversión extranjera directa ⁵	14.4	10.8	15.5	2.8	3.8	2.2	2.0	7.8	2.5	2.0	3.3
Foreign direct investment ⁵											
Mercados financieros/Financial markets											
Inflación general ⁷ /Headline inflation ⁷	5.70	3.98	4.63	5.64	4.27	4.04	3.98	4.23	4.37	4.82	4.63
Subyacente/Core	3.77	3.66	3.79	3.53	3.60	3.51	3.66	3.52	3.64	3.74	3.79
Tasas de interés primarias, % ⁷											
Primary interest rates, % ⁷											
Cetes 28 días/28-day Cetes	6.98	6.04	7.76	8.43	5.11	4.47	6.04	6.21	6.58	7.49	7.76
Cetes 91 días/91-day Cetes	7.34	6.17	8.06	8.63	5.33	5.00	6.17	6.13	7.22	7.74	8.06
TIIE 28 días/28-day TIIE	8.54	6.29	8.09	9.33	5.50	5.00	6.29	6.25	7.18	7.71	8.09
Bono tasa fija a 10 años	10.12	8.32	10.63	10.58	8.07	8.37	8.32	8.60	10.30	10.27	10.63
10-year fixed rate bond											
Tipo de cambio Fix ⁸ /Fix exchange rate ⁸	10.31	11.24	11.61	10.77	10.48	10.93	11.24	11.15	11.41	11.56	11.61
Riesgo-país*/Country-risk*	329	199	215	289	239	212	199	183	215		
IPC BMV/Mexican stock exchange	6,127	8,771		5,914	7,055	7,823	8,771	10,518	10,282		
Agregados monetarios y actividad bancaria⁹											
Monetary aggregates and banking activity⁹											
Base monetaria/Monetary base	10.7	10.6	10.3	4.1	8.6	8.7	10.6	7.9	11.3	11.3	10.3
Ahorro financiero**/Financial savings**	4.3	8.9	8.5	4.8	5.8	8.1	8.9	9.7	8.4	8.5	8.5
% del PIB/% of GDP	50.6	52.4	55.5	51.7	51.8	55.5	53.0	54.6	53.7	57.7	55.5
Captación total bancaria	-4.2	7.5	7.3	2.7	5.5	4.7	7.5	6.3	8.4	5.4	7.3
Total bank deposits											
Tradicional/Traditional deposits	-5.5	7.4	7.2	5.0	3.8	3.3	7.4	3.0	10.1	5.4	7.2
Vista/Checking and savings	5.0	9.1	9.5	5.8	6.7	7.1	9.1	9.1	14.0	10.1	9.5
Plazo/Term deposits	-14.4	5.7	4.7	4.3	1.4	0.1	5.7	-1.9	6.5	1.3	4.7
Sociedades de inversión ¹⁰ /Mutual funds ¹⁰	4.8	8.2	8.3	-10.5	14.9	13.2	8.2	28.5	-0.5	4.9	8.3
Siefres	23.6	19.1	17.1	20.9	25.4	23.9	19.1	20.8	13.2	14.6	17.1
Crédito vigente de la banca comercial***	7.9	8.1	14.3	12.3	9.8	10.4	8.1	9.5	14.3	14.3	14.3
Commercial banks performing loans***											
Consumo/Consumer	34.7	43.6	32.2	37.2	34.6	40.5	43.6	47.1	46.9	37.5	32.2
Hipotecario/Mortgage	-2.8	7.1	25.8	-4.3	-1.4	1.9	7.1	12.0	15.2	20.6	25.8
Empresas/Commercial	7.1	-0.8	3.8	12.6	7.5	4.4	-0.8	-2.7	1.4	3.0	3.8

1 Dólares/US\$

2 % del PIB/% of GDP

3 Incluye asegurados permanentes, eventuales y trabajadores independientes del IMSS, millones/Includes permanent, temporary and independent IMSS-registered workers, millions

4 Salario medio de cotización del IMSS, variación % real anual/IMSS-average quoted wage, real annual % change

5 Miles de millones de dólares/US\$ billions

6 Variación % anual/Annual % change

7 % anual, fin de periodo/Annual %, end of period

8 Pesos por dólar, fin de periodo/Pesos per US dollar, end of period

9 Variación % anual real, fin de periodo/Real annual % change, end of period

10 Administradas por bancos/Managed by banks

* Diferencia EMBI+, JP Morgan, puntos base, fin de periodo/EMBI+ spread, JP Morgan, basis points, end of period

** M4 - billetes y monedas en circulación/M4 - circulating bills and coins

*** Al sector privado/To the private sector

Nota: Las cifras en **negritas** indican pronósticoNote: **Bold** figures indicate forecast

Estudios Económicos

Economic Research

Economista Principal para México y EUA
Chief Economist for Mexico and the U.S.

Jorge Sicilia Serrano

Tel. (52 55) 5621-4354

j.sicilia@bbva.bancomer.com

Economista Principal México
Chief Economist Mexico

Manuel Sánchez González

5621-3660

manuel.sanchez@bbva.bancomer.com

Estudios Macroeconómicos y Políticos
Macroeconomic and Political Studies

Fernando González Cantú

5621-6310

f.gonzalez8@bbva.bancomer.com

David Aylett

5621-4748

dp.aylett@bbva.bancomer.com

Eduardo Torres Villanueva

5621-2493

e.torres@bbva.bancomer.com

Sistema Financiero y Bancario
Financial and Banking System

Nathaniel Karp

5621-7718

n.karp@bbva.bancomer.com

Fco. Javier Morales E.

5621-5567

fj.morales@bbva.bancomer.com

Javier Amador Díaz

5621-4210

j.amador@bbva.bancomer.com

Estudios Sectoriales y Regionales
Sectorial and Regional Studies

Eduardo Miguel Angel Millán Lozano

5621-4143

e.millan@bbva.bancomer.com

Alma G. Martínez Morales

5621-6243

ag.martinez2@bbva.bancomer.com

Economía Internacional y Propuestas a Autoridades
International Economy and Proposals to the Authorities

Carlos A. Herrera Gómez

5621-2486

carlos.herrera@bbva.bancomer.com

Juan Marcial Nava Ponce

5621-4154

jm.nava@bbva.bancomer.com

Información y Apoyo a Negocios
Information and Business Support

Octavio R. Gutiérrez Engemann

5621-3095

o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

José Gerardo Villoslado

5621-7694

jg.villoslado@bbva.bancomer.com

Coordinador**Coordinator**

Fernando Tamayo Noguera

5621-5994

fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

Fax (52 55) 5621-3297
5621-5823