

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Segundo Trimestre 2006



Los riesgos: del petróleo a menor actividad  
El crecimiento aún no es generalizado  
El reto de la inflación: consolidar en bajos niveles  
Termina el ciclo bajista de tasas: inicia la "pausa"  
Mayor volatilidad para el peso  
Entramos en la recta final de las elecciones

El primer trimestre de 2006 se ha cerrado, aún sin conocer las cifras oficiales, con un crecimiento elevado en México, que permite pensar que en el conjunto del año la economía podría avanzar en torno a 3.6%, frente a 3.2% que considerábamos previamente. La magnitud de la recuperación de las exportaciones de automóviles tras la introducción de nuevos modelos en la segunda mitad de 2005, y la relativa solidez de la demanda interna, especialmente la inversión en construcción y de servicios, están detrás de esta mejoría en las perspectivas. Estas tasas de crecimiento están ligeramente por arriba del actual crecimiento potencial de la economía. Además, no sólo permiten que el presente ciclo de recuperación económica se alargue ya más de tres años, en línea con el ciclo alcista de la economía norteamericana y mundial, sino también permiten alejar los fantasmas de moderación en el crecimiento a los que podían apuntar los decepcionantes datos de crecimiento del primer semestre de 2005. Ahora bien, dentro de este panorama hay señales que invitan a la cautela y por las que no elevamos más las perspectivas de crecimiento en 2006, y no modificamos las previsiones para 2007: ni la recuperación de la producción manufacturera es sólida más allá del sector automotriz, ni la recuperación del consumo está lo suficientemente extendida como para pensar que se puede acelerar su tasa de crecimiento.

Este ciclo económico ha venido acompañado de una significativa reducción de la inflación hacia la meta de Banxico, con muy buenos registros en la subyacente. Esto ha permitido, que después de los incrementos de la tasa de fondeo bancaria hasta niveles de 9.75% en el verano de 2005 para abortar el peligro de traspaso del choque agrícola de 2004, Banxico haya situado la tasa de fondeo en niveles de 7%, 225 puntos básicos más elevados que los fondos federales en EUA. Y todo esto con un peso que, pese a la depreciación entre febrero y abril, se mantiene apreciado en términos reales de acuerdo a su promedio histórico, dada la abundancia de flujos.

No cabe duda que la relativa rapidez en el ritmo de la reciente depreciación del peso generará una cierta cautela en Banco de México que ha visto como el bajo diferencial de tasas con EUA, después de su agresivo ciclo de bajadas en los últimos siete meses, ya no es suficiente para resguardar al peso de una mayor debilidad y volatilidad ante el cambio de expectativas de incrementos de los fondos federales en EUA por parte del mercado. En este sentido, es de esperar una pausa en su ritmo de bajas, para evitar depreciaciones agresivas del peso que puedan empeorar las expectativas de inflación y que, por ahora, hayamos visto los mínimos de la tasa de fondeo. Ahora bien, las perspectivas de que la inflación se mantendrá dentro del rango de tolerancia del banco central permiten pensar que una vez se calmen las expectativas de incrementos de la Reserva Federal, que creemos que parará en 5%, si los flujos internacionales continúan y tienden a apreciar al peso, podría tener margen adicional de bajada en la segunda mitad del año.

Salvo sorpresas, un banco central con un objetivo de inflación que se está cumpliendo, con las expectativas de inflación en terreno de tranquilidad, y con un peso ligeramente apreciado en términos reales, tiene que ver muchos peligros para la inflación en el horizonte para pensar en incrementos en los próximos meses. Y por ahora, es difícil verlos; con elecciones o sin elecciones, y especialmente en un contexto de solidez de los fundamentos de la economía mexicana.

# Indice

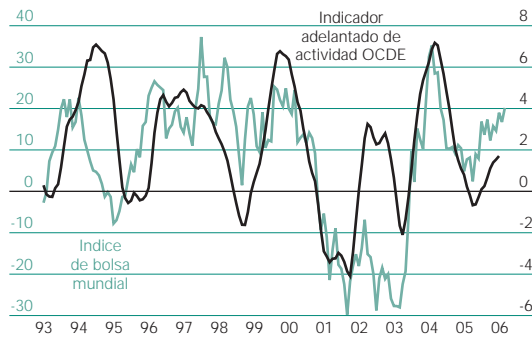
Fecha de cierre: 21 abril 2006

<b>1. Entorno Internacional</b>	
<b>Economía Mundial</b>	2
Recuadro: Mercado Petrolero, Histeria o Histéresis	6
<b>2. Entorno Macroeconómico México</b>	
<b>2006 un Mejor Año en Actividad</b>	8
Recuadro: Nueva Ley de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria	11
<b>Inflación 2006: ¿Se Consolidará en Bajos Niveles?</b>	12
Recuadro: El Traspaso de la Actividad Económica a los Precios	14
<b>3. Mercados Financieros México</b>	
<b>Los Mercados Financieros Previo a las Elecciones</b>	15
<b>Inicia Periodo de Mayor Volatilidad del Tipo de Cambio</b>	17
Recuadro: Emergentes, ¿Son Todos Iguales?...	20
<b>4. Artículos</b>	
<b>¿Cómo Podrían Afectar Menores Flujos Financieros?</b>	21
<b>México: Rumbo a las Elecciones del 2 de Julio</b>	26
<b>5. Indicadores y Pronósticos</b>	31

## Han elaborado esta publicación:

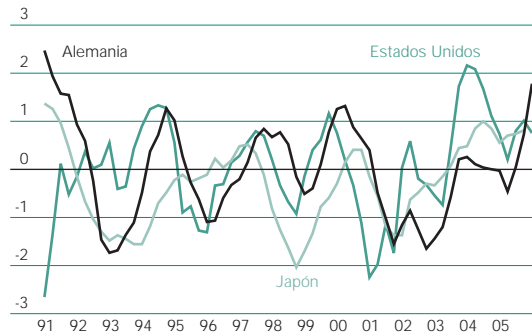
Jorge Sicilia	j.sicilia@bbva.bancomer.com
Adolfo Albo	a.albo@bbva.bancomer.com
Javier Amador	j.amador@bbva.bancomer.com
David Aylett	dp.aylett@bbva.bancomer.com
Giovanni Di Placido	giovanni_diplacido@provincial.com
Fernando González	f.gonzalez8@bbva.bancomer.com
Octavio Gutiérrez	o.gutierrez3@bbva.bancomer.com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

### Indicadores Adelantados de Actividad



Fuente: BBVA con datos de OCDE y Morgan Stanley

### Confianzas Industriales Indices estandarizados



Fuente: BBVA con datos de IFO, ISM y Tankan

### Perspectivas Económicas

	2005	2006p	2007p
PIB (variación % real)	3.5	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>
IPC (variación %)			
General	3.4	<b>2.9</b>	<b>2.1</b>
Subyacente	2.2	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>
Fondos Federales (% fdp)	4.25	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>

fdp fin de periodo  
p pronóstico  
Fuente: BBVA US

### Dinamismo de la actividad mundial

La actividad económica mundial se mantiene relativamente dinámica a pesar de los elevados precios del petróleo. Los indicadores publicados en los primeros meses de 2006 apuntan a un crecimiento alto en los países industrializados, incluyendo Japón. En particular, en EUA, el crecimiento trimestral anualizado en 1T06 estará en torno al 5%, impulsado por un rebote en la expansión del consumo respecto a su crecimiento en 4T05, principalmente de bienes duraderos. El dinamismo se moderará posteriormente para llevar a la economía a crecer en torno al potencial.

Así, esperamos un crecimiento del PIB de 3.3% en 2006 y de 3.2% en 2007. La moderada disminución de la tasa de crecimiento en EUA respecto a 2005 se derivará de una menor extracción de riqueza inmobiliaria —ante una menor apreciación en los precios de la vivienda y el aumento en las tasas de interés—, que provocará que el consumo modere su ritmo de expansión a niveles más congruentes con la tasa de crecimiento del ingreso disponible. Asimismo, la generación de empleo parece haber alcanzado su máximo en el actual ciclo de expansión y todo indica que mantendrá una tendencia estable en los próximos trimestres, a una tasa promedio de entre 1.2 y 1.7% anual. La inversión no residencial seguirá creciendo por arriba del resto de la economía, impulsada por perspectivas favorables y fuertes utilidades empresariales, obtenidas por sólidas ganancias en eficiencia y elevada productividad.

El menor crecimiento de la demanda interna, y en particular del consumo en 2006 podría ser parcialmente compensado por un mayor dinamismo de la demanda externa. Por un lado, en Europa, la recuperación de las confianzas es un hecho, y debería venir acompañada de una mejoría de los datos de actividad, especialmente en países que hasta ahora han mostrado un moderado crecimiento como Alemania. Las condiciones financieras favorables para las empresas o la recuperación del ingreso disponible de las familias, en un contexto de creación de empleo, constituyen bases sólidas para relanzar la demanda interna europea. Por otro lado, Japón sigue mostrando un notable crecimiento, superior a su potencial que podría facilitar una salida de la deflación en 2006.

A pesar del entorno de sólido crecimiento y de los altos precios del petróleo, la inflación se mantiene en un rango relativamente estrecho, especialmente el componente subyacente. Incluso en EUA, donde la utilización de los recursos productivos, capital y trabajo, ha aumentado significativamente y supera sus promedios históricos, el repunte de la inflación energética apenas se ha trasladado a los precios finales. De hecho, el impacto de la globalización, y la evolución de los salarios reales, con tasas de crecimiento prácticamente nulas a pesar de la situación cíclica de la economía, proporciona cierto margen para inferir que cualquier repunte de inflación va a ser relativamente limitado. El pronóstico de inflación subyacente en EUA durante este año es de un crecimiento del 2.5% anual, lo cual implica una moderada tendencia de alza a partir de 2T06. Para la inflación general se espera se mantenga contenida en 2.9% en promedio anual en 2006.

En un contexto donde la capacidad ociosa continúa disminuyendo y la inflación subyacente presenta potenciales riesgos al alza, prevemos que la Fed continúe restringiendo la política monetaria. No obstante, en la medida que la capacidad ociosa parece ya haber alcanzado su nivel más bajo, la inflación subyacente y las expectativas de inflación se mantendrán acotadas, y los indicadores económicos validen, como esperamos, una moderación de la actividad hacia adelante, principalmente en el mercado inmobiliario, anticipamos una pausa en el ciclo de restricción de la política monetaria al llegar al 5% en mayo. No obstante, en la medida que se perciban mayores presiones sobre la inflación subyacente en un contexto de crecimientos elevados, el FOMC podría actuar de forma cautelosa y retrasar esta pausa.

Indudablemente, a medida que se aproxima el final del ciclo de política monetaria, aumenta la incertidumbre sobre su senda futura, dando espacio para períodos de una mayor volatilidad en los pronósticos que los observados en los últimos trimestres. No obstante, con la economía creciendo en torno al potencial y la inflación subyacente estable, prevemos que la pausa podría ser prolongada como ocurrió tras el ciclo de restricción en 1995.

En la UEM, las tasas de interés irán aumentando también de manera gradual y pausada hasta situarse en tasas del 3% a fines de 2006. También Japón dio en marzo el primer paso para cambiar su política monetaria: modificó la política de relajación monetaria "cuantitativa", que podría señalar el abandono de las tasas de interés cero hacia fines de este año. En conjunto, los principales bancos centrales están moderando el grado de relajación que ha caracterizado a la política monetaria en años anteriores, aunque las tasas de interés esperadas son inferiores a los máximos alcanzados en ciclos alcistas previos.

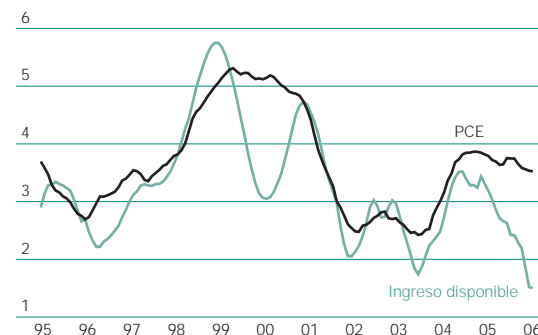
### ¿Un mundo con cambios estructurales?

Uno de los debates más vívidos hoy en día entre economistas es la sostenibilidad del actual modelo de crecimiento mundial en el que, simplificando, China invierte y exporta, mientras que EUA importa y consume, al tiempo que las presiones de inflación se mantienen bajas a nivel global. Este modelo tiene su espejo en un exceso de ahorro en China (al igual que en otros países asiáticos y países productores de petróleo) que financia el ahorro negativo en EUA (con un déficit por cuenta corriente del 7% del PIB), y ayudan a que las tasas de interés a largo plazo se mantengan reducidas.

Además de una mayor credibilidad de la lucha contra la inflación de los bancos centrales, hay otros factores que apoyan que esta situación responda en parte a un cambio estructural, como el desarrollo tecnológico y la globalización de la actividad, con nuevos participantes en la economía de mercado, que está suponiendo una modificación en los mecanismos tradicionales de transmisión de precios y salarios. Esta globalización trasladada a los mercados financieros junto con la menor volatilidad de variables macro, implica una reducción de las "primas" de riesgo y, por tanto, supone una reducción de las tasas de interés de largo plazo.

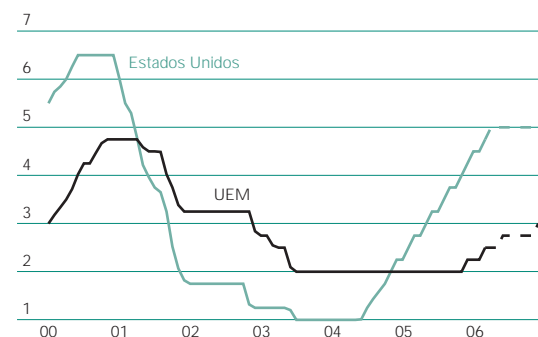
Este último factor novedoso podría explicar el interrogante de que a pesar del aumento de los fondos federales en EUA, las tasas de largo plazo se hayan mantenido relativamente estables, propiciando

### EUA: Ingreso Disponible y Gasto Personal en Consumo (PCE) Variación % real anual, promedio móvil 12 meses



Fuente: BBVA con datos de BEA

### Tasas de Interés Oficiales



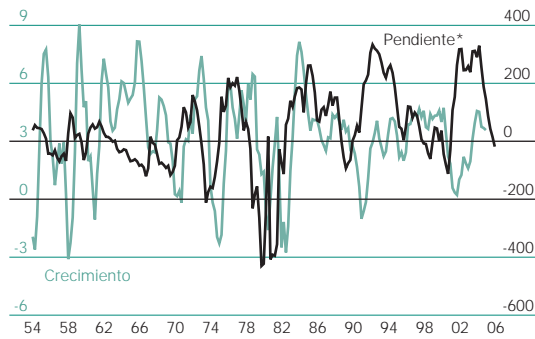
Nota: Estimado a partir de abril 2006  
Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal, BCE

### EUA: Descomposición de los Factores Explicativos para las Tasas a 10 Años

	Tasa 10 años	Tasas reales
1990	8.70	4.00
2005	4.30	2.00
<b>Variación</b>	<b>4.40</b>	<b>2.00</b>
Expectativas de tasas reales	-90	
Expectativas de inflación	-100	
Premio en términos reales	-150	
Prima de riesgo por inflación	-30	

Fuente: BBVA

## EUA: Crecimiento y Pendiente



\* 10 años / 3 meses, 6 trimestres adelantada  
Fuente: BBVA con datos de BEA y Reserva Federal

un significativo aplanamiento de la curva de rendimientos, incluso en algunos momentos una pequeña inversión de la misma.

Habitualmente una inversión de la curva de rendimientos se interpretaba como un anticipo de recesión económica, con un adelanto promedio de cuatro trimestres. Ahora bien, en esta ocasión, es posible añadir, como ha señalado recientemente Bernanke, que el aplanamiento de la curva de deuda puede ser consecuencia de una menor "prima" de riesgo, derivada de la menor incertidumbre macroeconómica y de la mayor demanda de bonos por parte de agentes que resultan poco sensibles a los criterios de rentabilidad-riesgo. Esta explicación podría suponer que una curva de rendimientos plana es compatible con un crecimiento estable en los próximos meses.

Además de estos factores estructurales, algunos elementos coyunturales contribuyen a reducir los riesgos en la situación actual. En primer lugar, el ajuste progresivo al alza de las tasas de interés oficiales constituye un primer paso para limitar el exceso de liquidez que podría haber llevado a subvaluar el riesgo de algunos activos. En segundo lugar, la diferencia en el crecimiento de la demanda interna entre EUA y otras economías se está moderando, a medida que se va relanzando el crecimiento en Europa y Japón, y se modera el crecimiento del sector inmobiliario y del consumo en la economía estadounidense. Por último, el dinamismo de la economía china le está permitiendo ir ajustando de forma lenta pero gradual su tipo de cambio con el dólar.

## Escenarios de riesgo sobre la actividad: poco probables

A pesar de estos cambios estructurales, que constituyen el soporte del escenario base de crecimiento de la economía mundial, hay algunos elementos que podrían suponer riesgos a la baja sobre la actividad. La probabilidad de que la valoración del riesgo por parte de los inversionistas esté siendo muy baja, provocando un aumento del precio de los activos en un entorno en el que las familias están muy endeudadas podría implicar algún ajuste económico. De igual forma, el elevado y creciente déficit de cuenta corriente de EUA, constituye un factor de incertidumbre, especialmente si se observa que una parte del déficit es financiado por el superávit de los países exportadores de petróleo y por los flujos de capital oficiales procedentes de la acumulación de reservas internacionales de un conjunto de países, especialmente emergentes asiáticos, que intentan evitar la reevaluación de sus divisas.

Ahora bien, junto a los factores de soporte mencionados anteriormente, hay que señalar que, en todo caso, no es fácil anticipar ni la forma de un potencial ajuste ni el detonante del mismo. Un "choque" real, como podría ser un brusco aumento del precio del petróleo, consecuencia de una reducción significativa de la oferta, no necesariamente provocaría un fuerte aumento de la inflación y podría tener como consecuencia una recesión de las economías y menores tasas de interés. Un "choque" financiero, en el que el aumento de la aversión al riesgo llevase a los inversionistas a pedir una mayor remuneración por los activos de EUA y que provocase una depreciación del dólar, significaría un notable aumento de las rentabilidades de la deuda en esta economía. Un error de política monetaria, que implicase tasas de interés oficiales demasiado altas y provocase un desplome del

## China: Evolución del Yuan / Dólar desde la Revaluación de Julio 2005



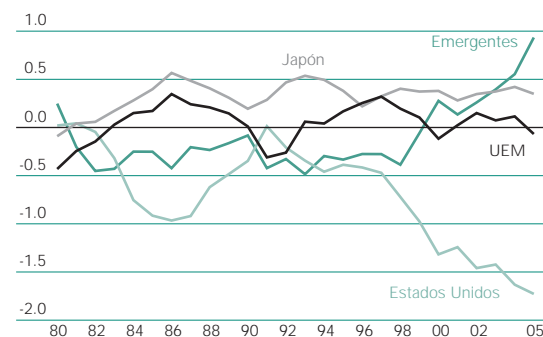
Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

precio de los activos inmobiliarios más que una moderación en el ritmo de crecimiento de sus precios, conduciría a una significativa recesión y a un descenso de tasas de interés en el futuro. Evidentemente, cualquiera de estos escenarios tendría consecuencias más negativas sobre el precio de los activos si fuera acompañado de un aumento de la inflación, en un contexto en el que las ganancias de productividad en EUA se pusieran en duda y hubiera un retroceso en la globalización, derivado de la adopción de medidas proteccionistas en el comercio mundial. El mapa de riesgos, en consecuencia, es diverso y el detonante de un ajuste, difícil de anticipar. En todo caso, cuando se hace un balance entre los factores de soporte y los elementos de riesgo, se concluye que la probabilidad de estos escenarios de ajuste en el contexto actual resulta reducida.

### Tasas de interés de largo plazo con recorrido limitado al alza y dólar estable

En consecuencia, en el escenario central económico, la pendiente de la curva rendimientos en EUA se mantendrá relativamente “plana”, aunque a medida que aumente la incertidumbre sobre la política monetaria y se ralenticen algunos de los flujos de capitales de no residentes, podría mostrar una ligera pendiente. Las tasas de largo plazo de EUA se situarán en el 4.8 y en el 5.1% en promedio en 2006 y 2007, respectivamente. En Europa, las tasas de largo plazo que han descendido significativamente en 2005, se mantendrán en niveles históricamente bajos debido al escaso recorrido al alza esperado para las tasas de interés oficiales y a la demanda de activos de largo plazo de los inversionistas domésticos, en gran medida como consecuencia de medidas regulatorias. Así, en promedio, los tasas de interés a diez años en Europa se situarán en 3.7 y 4.1% en 2006 y 2007, casi un punto por debajo de los de EUA. Este diferencial de tasas de interés seguirá siendo uno de los principales soportes del dólar que con el euro se mantendrá en un rango estable en el entorno del 1.21 en 2006 y del 1.25 en 2007. Ahora bien, la situación de la balanza de cuenta corriente en EUA implica un balance de riesgos a la baja para el dólar.

### Saldo en Cuenta Corriente Porcentaje del PIB mundial



Fuente: BBVA con datos de FMI

### Perspectivas Financieras

	2005	2006p	2007p
<b>Fin de periodo</b>			
<b>Estados Unidos</b>			
Tasas oficiales	4.25	5.00	5.00
Tasas 10 años	4.50	5.20	5.10
<b>UEM</b>			
Tasas oficiales	2.25	3.00	3.25
Tasas 10 años	3.40	3.80	4.20
<b>Dívisas</b>			
Dólar / euro	1.19	1.23	1.26
<b>Promedio</b>			
<b>Estados Unidos</b>			
Tasas oficiales	3.20	4.90	5.00
Tasas 10 años	4.30	4.80	5.10
<b>UEM</b>			
Tasas oficiales	2.00	2.60	3.20
Tasas 10 años	3.40	3.70	4.10
<b>Dívisas</b>			
Dólar / euro	1.24	1.21	1.25

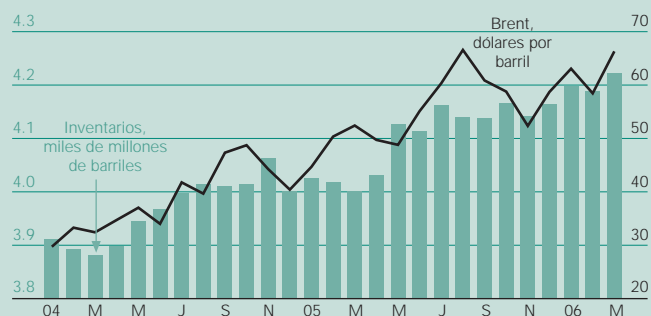
p pronóstico  
Fuente: BBVA US

## Mercado Petrolero: Histeria o Histéresis

### Los fundamentales apoyan una baja de precios

Entre junio de 2004 y marzo de este año, hemos observado un cambio estructural en el mercado petrolero. La demanda se ha incrementado en 3.8%, lo que representa un aumento promedio de 3 millones de barriles diarios; en términos anuales representa un acumulado de 1,135 millones de barriles adicionales. El 70% del crecimiento de esa demanda proviene de los países emergentes, en particular de China, que contribuye con 40%. Sin embargo, en ese mismo período se han constituido unos 255 millones de barriles de inventarios totales para los países de la OECD, para ubicar el stock total de inventarios en 4,222 millones de barriles equivalentes a 137 días de producción actual de la totalidad de la OPEP incluyendo Irak. Paradójicamente el precio del Brent se ha duplicado desde junio de 2004. Parecería que el ciclo actual de precios se desconecta de los fundamentales de la oferta y demanda, que deberían haber impulsado, (corrigiendo por los efectos de las temporadas de huracanes), una disminución de los precios del crudo.

### Inventarios OECD y Precio del Brent



Fuente: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

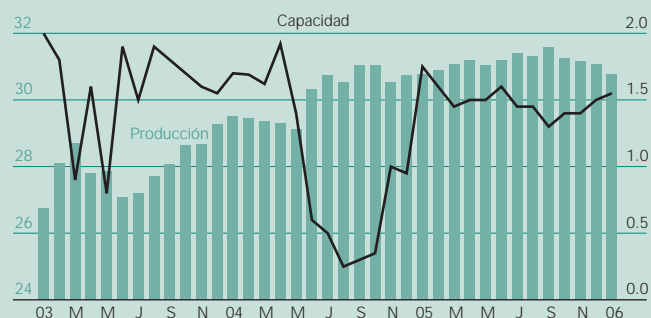
### Nuevo enfoque: las “primas” de riesgo

Dado este comportamiento, conviene recurrir, para analizar el mercado petrolero, a los *modelos de histéresis*, en los que las expectativas, que tienen un importante peso, son una variable exógena que ha estado sujeta a un cambio permanente llevando a nuevos valores de equilibrio de largo plazo. Los elementos que nutren las expectativas tienen que ver con el hecho de que los emergentes, motores actuales de la demanda, tendrán una necesidad creciente de energía en proporción al PIB, por el simple hecho de una convergencia del consumo hacia el observado en los países desarrollados.

Por el lado de la oferta, la concentración de más del 60% de las reservas de petróleo en el Medio Oriente incorpora una prima (distinta a la observada en otros *commodi-*

*ties*), que tenemos que denominar “geopolítica” y que constituye de hecho un elemento estructural. Además, siguiendo con la oferta, los países no-OPEP se enfrentan a tasas declinantes de producción, por tanto para fines de análisis, se puede suponer un comportamiento estático, sin una contribución significativa a la oferta.

### Producción y Capacidad Adicional OPEP Millones de barriles diarios



Fuente: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Al analizar estos elementos, en un horizonte de largo plazo, la demanda por convergencia no viene creciendo por parte de los emergentes a las tasas esperadas por los analistas. Pueda absorber parte de este crecimiento vía una ganancia de eficiencia, suavizando así el crecimiento de la demanda esperada.

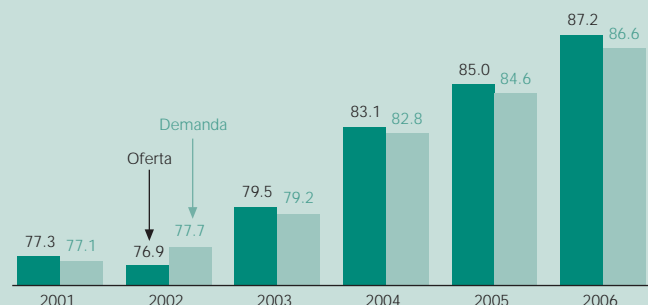
Por el lado de la oferta, precios reales del petróleo por encima de 40 dólares estarían activando el 95% de los proyectos que no eran factibles, con precios cercanos a 20 dólares. Para cuantificar ese potencial impacto, se tendrían aproximadamente 128,000 millones de barriles de reservas no-Opep, equivalente a 1,500 días de la demanda mundial actual y 4,153 días de producción actual de la OPEP. Claro que en esta eventual situación, el tema central son el ritmo de las inversiones y el plazo para que esta producción potencial se coloque en el mercado.

El elemento de riesgo geopolítico tendría dos componentes; el estructural asociado al Medio Oriente y los coyunturales, como son el caso de Irán y Nigeria. Un elemento central al evaluar los shocks geopolíticos que hacen temer una contracción de la oferta de crudo es que estos generan un alza del precio de magnitud y persistencia similar a los shocks que se han asociado a caídas efectivas de producción. De hecho los primeros explican una mayor proporción de las fluctuaciones históricas del precio del Brent que los segundos, siendo una fuerte condicionante de los precios actuales, inclusive si no se produce la temida reducción de la producción.



## Balance entre Oferta y Demanda de Petróleo

Millones de barriles diarios



Fuente: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

En síntesis, estos factores de riesgo geopolíticos han impulsado una presión constante de compras especulativas que se traducen en una demanda adicional, que no considera los equilibrios fundamentales del mercado y que explica parcialmente el comportamiento de los inventarios. Adicionalmente, la creciente liquidez mundial también se ha dirigido a la compra de futuros en el mercado petrolero que ha incorporado elementos propios de los activos financieros que han acotado los precios y provocando una mayor estabilidad de corto plazo en los niveles actuales y respondiendo menos a los fundamentos propios de la oferta y demanda actual.

### El efecto de Nigeria: una “prima” adicional

Un grupo armado autodenominado “*Movement for the Emancipation of the Niger Delta*” (MEND) creado en diciembre de 2005 exige un mayor control del recurso petrolero por parte de Nigeria y desea quitarle poder a las transnacionales. Para lograr su objetivo, se han valido de ataques a la industria petrolera que han dejado como resultado una caída en la producción de aproximadamente 600,000 barriles diarios. La Agencia Internacional de Energía ha señalado que la OPEP ha cubierto esa caída de producción y que no es necesario establecer una política de emergencia para los inventarios de crudo de los países de la OECD, mientras que Nigeria anunció el pronto restablecimiento de la producción. Este factor es un elemento de riesgo geopolítico que viene impactando desde finales de 2005 y que comienza a tener mayor impacto por su participación de mercado en el actual ciclo.

### Irán: baja probabilidad de embargo

El principal factor de riesgo geopolítico que afecta el mercado petrolero es la complicada situación en Irán con respecto a la decisión de ese país de retomar su programa de enriquecimiento de Uranio para generación de energía. Esta decisión es vista por Occidente con cautela, ubican el programa más cerca del desarrollo de armamento que el energético.

El caso ha sido motivo de una declaración unánime del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas que exige a Irán la suspensión completa de todas las actividades de enriquecimiento de uranio en un plazo de treinta días que concluyen a finales de abril. La pregunta clave es ¿terminará esta disputa en un embargo a las exportaciones iraníes?, pareciera que la respuesta trivial es no. Desde el punto de vista iraní, tiene menor holgura de la esperada ante un embargo. Las reservas internacionales, excluyendo el oro, solo cubren 10 meses de importaciones (22% del PIB). Por su parte el gasto público representa 40% del PIB con un fuerte componente de subsidios directos a la población, siendo los ingresos fiscales petroleros 55-60% del total.

Desde el punto de vista de Occidente, la endeble capacidad adicional de producción existente en la actualidad a duras penas permitirá cubrir la salida de las exportaciones de Irán, de 2.9 millones de barriles diarios, generando un fuerte impacto de corto plazo en los precios. Pareciera que existen las condiciones objetivas para alargar la toma de decisiones o llegar a una solución “honorable” para las partes.

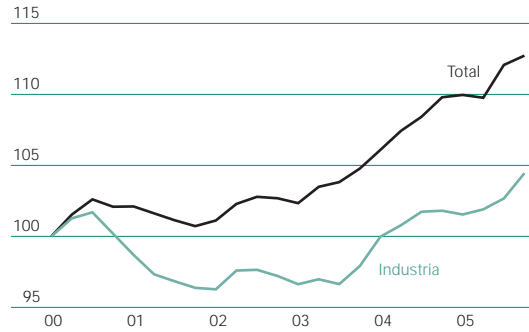
Para colocar en contexto la situación, los eventos típicos de contracción de la producción iraní ocurridos desde 1985, han sido normalmente transitorios, la producción se restablecía en pocos trimestres y relativamente pequeños en cuanto a la magnitud de la caída (promedio de 5%, máximo de 10%, lo que hoy representaría 200 mil y 400 mil b/d respectivamente).

En estos eventos los restantes oferentes de crudo elevaban rápidamente su producción para compensar la reducción iraní, lo cual atenuaba su impacto en el precio del petróleo, que finalmente se eleva progresivamente acumulando un incremento de 3% en términos reales a los cuatro trimestres del evento, desvaneciéndose de forma igualmente progresiva en los siguientes trimestres. Sin embargo, una reducción cinco veces superior a la máxima registrada en el pasado, en los actuales momentos de reducida capacidad excedente de producción, no podría ser contrarrestada por los restantes oferentes de crudo, generando un fuerte incremento real en el precio del crudo. El aplanamiento de los precios de los futuros alrededor de los precios actuales pareciera estar descontando un escenario de baja probabilidad al embargo, pero también de persistencia de esta prima de riesgo en los próximos meses.

Giovanni Di Placido [giovanni\\_diplacido@provincial.com](mailto:giovanni_diplacido@provincial.com)

## PIB México

1er. trimestre 2000 = 100, ajustado estacionalmente



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

## Se reinicia la recuperación

Después de un freno en la actividad en el segundo trimestre del 2005 que suavizó el ritmo de recuperación observado desde mediados del 2002, se volvió a retomar impulso en la economía. Las tasas mensuales de crecimiento nos muestran una recuperación vigorosa desde el tercer trimestre del año pasado, con una ligera moderación en el cuarto y avance vigoroso a principios de este año. En términos anualizados, el crecimiento en el segundo semestre de 2005 fue de 5.6% contra prácticamente cero en el primer semestre. En enero del presente año, el Indicador global de actividad económica (IGAE) reportó un incremento de 5.7% anual, tres puntos porcentuales por arriba del cierre del año inmediato anterior. Este dinamismo sorprendió por su fuerza más no por su dirección y lo relevante en estos momentos es determinar la capacidad de sostener un ritmo de crecimiento alto más allá de situaciones coyunturales o temporales, como el proceso electoral de julio próximo.

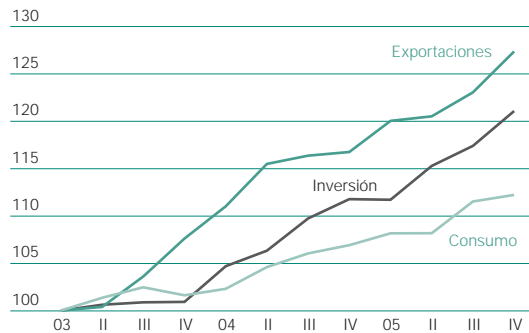
Entre el cuarto trimestre de 2005 y los primeros meses de 2006 hay una mejoría sustancial asociada, en parte al menos, a la mejoría en las condiciones naturales climatológicas imperantes principalmente en el sur del país. El impacto más fuerte fue en el sector agropecuario: a la volatilidad propia de esta actividad se debe agregar el efecto negativo de los huracanes Stan y Wilma y el rezago que causaron en tierras cultivables. Necesariamente, los servicios también resintieron los efectos de las condiciones naturales, en particular los relacionados con turismo (comercio, restaurantes y hoteles) por su impacto en el principal centro receptor de visitantes extranjeros, como lo es Cancún. Dado que, en la industria la dinámica es diferente, toda vez que el fuerte impulso no está asociado a las características del clima, por ello, presenta el cambio más interesante y destacable. Así, las condiciones coyunturales de principios del año magnifican el avance. En ese contexto, este apartado revisa los determinantes del crecimiento, su fortaleza y sus perspectivas.

## Automotriz: motor del sector industrial

En la industria manufacturera sobresale por su evolución el sector automotriz. En particular los automóviles de pasajeros, con un renovado impulso exportador y consecuentemente en producción, han alcanzado en enero 90% y 69% de crecimiento anual respectivamente para el número de unidades. En vehículos de carga y autopartes los resultados también son sobresalientes. Su impacto en el conjunto de la economía es relevante. Dicho sector representa el 3% del PIB total, el 14% de la producción manufacturera y el 26% de las exportaciones manufactureras. La industria automotriz inició su recuperación en el segundo semestre del año pasado después de enfrentar cierta debilidad en el mercado externo, en particular cambios en las preferencias de los consumidores y productos más competitivos para el mercado de exportación. En consecuencia, una vez que se agote el efecto de la incorporación de los nuevos modelos es previsible que estas tendencias favorables se tiendan a consolidar a tasas más bajas lo largo de este año. El comportamiento reciente de la industria nos muestra la materialización de proyectos de inversión de varios años atrás. Desafortunadamente cuando se elimina el efecto del sector automotriz los resultados de la producción manufacturera no son tan buenos, se nota un moderado avance. De hecho el 63% de las ramas productivas registraron resultados positivos en el cuarto trimestre del 2005, entre las que

## Componentes de la Demanda Agregada

1er. trimestre 2003 = 100, ajustado estacionalmente



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

## Indicador Global de Actividad Económica

Variación %

	Anual, serie original				Trim.*
	Total	Agricultura	Industria	Servicios	
1 trim. 05	2.4	0.4	0.1	4.1	0.1
2 trim.	3.2	-2.5	3.0	4.1	0.0
3 trim.	3.4	12.8	0.7	4.5	2.1
4 trim.	2.7	-7.0	2.8	4.1	0.6
Ene. 06	5.7	8.5	6.0	5.6	1.0

Trim. Variación trimestral, ajustada estacionalmente  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

destacan: cuero y calzado, maquinaria y equipo eléctrico y cemento hidráulico. Sin embargo y en promedio, cuando se elimina automotriz el dinamismo del resto es modesto.

### La inversión el componente de la demanda más dinámico

La inversión también renovó su impulso en la segunda parte del 2005. A un mal inicio en la construcción, producto de una lenta absorción de nuevas casas, cambio en políticas gubernamentales para el otorgamiento de crédito, las menores tasas de interés y una mayor competencia en el crédito hipotecario, han llevado a una franca recuperación de esta actividad, con tasas de crecimiento superiores al 6%. Por el lado de inversión en planta y equipo, también es notorio un mayor dinamismo, similar al observado en otros ciclos de recuperación. Lo destacable ahora es el componente importado en esa demanda, mayor al de otros ciclos, producto en parte de una mayor integración comercial y de la relativa fortaleza del tipo de cambio.

### Servicios: crece por encima del promedio

En términos de su evolución reciente, el sector servicios contrasta favorablemente con el agropecuario y el industrial. Con un crecimiento de 5.6% anual en enero de 2006 y consistentemente por encima del 4% a lo largo del año pasado. Es el sector que genera la mayor aportación al crecimiento total de la economía gracias a su elevada participación (70%) en el PIB. Además, es el más estable ya que sus fluctuaciones son menores del promedio (se encuentran entre 4.1% y 5.6% en los dos últimos años). El crecimiento de enero del presente año parece estar compensando una desaceleración en los servicios en 4T05, baste recordar que los ingresos por turismo extranjero registraron una contracción de 6% en los últimos meses del año anterior, producto de los efectos de los diversos huracanes y aunque la recuperación en ese subsector no se ha logrado totalmente, el impacto ya es mucho menor y con una tendencia hacia la normalización e incluso mejoría

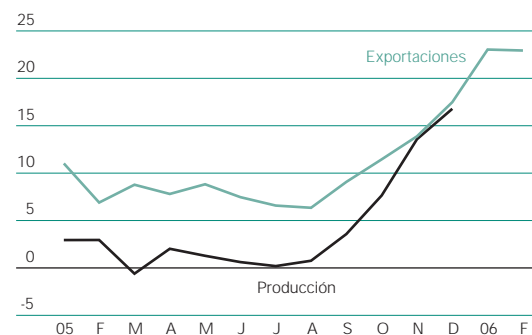
Es importante destacar que los servicios que mantienen una tasa de crecimiento sensiblemente más elevada son los financieros y telecomunicaciones, producto de la expansión del crédito, demanda insatisfecha, nuevos productos, etc. Los servicios reflejan el comportamiento de la demanda interna, la cual está en expansión: los indicadores adelantados disponibles confirman buenas condiciones para el mantenimiento de su dinamismo: el crédito bancario crece en términos reales al 45% y la masa salarial (la combinación del empleo y los salarios reales) ha venido creciendo gradualmente, en diciembre 6.6% (300 pb por arriba del mismo mes del año anterior).

### La expansión del empleo: ¿es sólida?...

La clave para analizar las perspectivas de la demanda interna hacia delante se encuentra en el comportamiento del empleo. A febrero, el empleo formal privado muestra su mejor cara de los últimos cinco años: 629 mil nuevas plazas en doce meses y 5% de crecimiento. Si bien los datos son positivos, existen algunas dudas por su composición. El 71% de los nuevos puestos de trabajo son temporales y el 29% permanente. Estas cifras podrían señalar: una mayor prudencia de las empresas, o bien que ante la rigidez laboral prefieren utilizar ese tipo de contratos, una última opción se encuentra en una mejor fiscalización del IMSS en el registro de sus afiliados en actividades como por ejemplo en la construcción. De esta forma, el empleo en la construcción reporta la

### Industria Automotriz

Variación % anual



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

### Producción Manufacturera

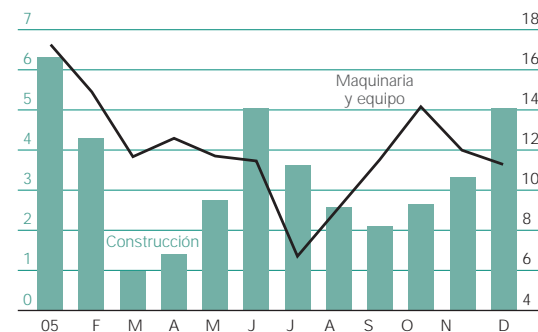
Variación % anual

	2004	2005	2005			
			1 trim	2 trim	3 trim	4 trim
<b>Total</b>	<b>4.0</b>	<b>1.2</b>	<b>-0.6</b>	<b>2.8</b>	<b>0.3</b>	<b>2.4</b>
Maquilladoras	7.6	3.5	5.8	2.2	2.7	3.5
No maquila.	3.7	1.0	-1.1	2.9	0.1	2.3
Vehículos	2.0	6.1	-8.3	3.7	3.6	25.3
Autopartes	9.3	3.8	0.8	4.7	3.4	6.3
Manufacturas sin automotriz	3.2	0.5	0.0	2.2	-0.2	0.0

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

### Inversión Fija Bruta

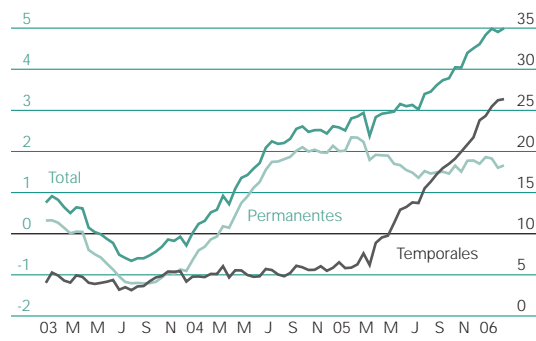
Variación % anual, promedio móvil 3 meses



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

### Asegurados en el IMSS

Var. % anual, últimos 12 meses, datos quincenales



Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS

más alta variación relativa para un total de 115 mil nuevos puestos de trabajo. Sin embargo, más allá de estas dudas, la balanza se inclina a una recuperación del empleo. En términos absolutos es el sector servicios el que hace la mayor aportación al crecimiento del empleo (417 mil). La expansión del empleo se intensificó en el segundo semestre del año y esto coincide con la mejoría en la actividad económica y la tendencia hacia la disminución en la tasa de desempleo abierto.

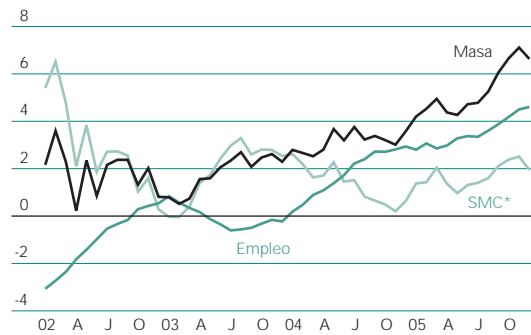
### Perspectivas 2006; un mejor año, pero aún muy sectorizado

Ante la fortaleza de los datos de los primeros meses del año, especialmente en el dinamismo del sector exportador, fortaleza de la inversión y ante la expectativa de una consolidación en el consumo, apoyan un mayor crecimiento de la economía mexicana. Este escenario encuentra su apoyo en la baja inflación, bajas tasas de interés, flujo de crédito, generación de empleos y ligera mejoría de los salarios reales. A ese ambiente se suman un mayor impulso fiscal proveniente de excedentes petroleros, recursos no asignados durante el año pasado de la controversia constitucional y el propio año electoral. Si bien la tasa de crecimiento del PIB podría superar el 3.6%, esto sólo será posible y sostenible si la recuperación del consumo se generaliza, lo que todavía no está aún claro para el futuro inmediato.

En términos del perfil anual, se espera un mayor dinamismo en la primera parte del año que en la segunda. En particular el primer trimestre se verá favorecido por el efecto calendario (semana santa, con mayor número de días laborables en el primer trimestre) y compensación de las condiciones adversas al cierre del año anterior. De esta forma, el crecimiento del PIB en el primer trimestre podría superar el 5% anual, equivalente a un 4% en series desestacionalizadas. Pese a todo, los riesgos a este escenario se mantienen a la baja: un ajuste más severo en la economía de EUA que genere como primer impacto una menor disponibilidad de recursos a los emergentes y en una segunda etapa una moderación para las exportaciones. En el frente doméstico el proceso electoral, además de generar una mayor volatilidad de las variables financieras, se podría traducir en efectos reales en la actividad ante el retraso en decisiones de inversión y consumo, ante una eventual mayor incertidumbre electoral.

### Masa Salarial Real

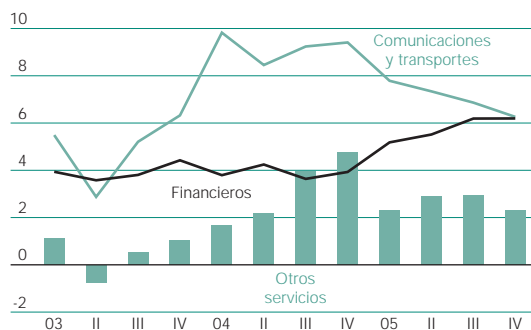
Variación % anual



SMC Salario Medio de Cotización  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS

### Servicios por Actividad

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

### Cuadro Macroeconómico de México

Variación % anual, series ajustadas por estacionalidad

	2004	2005	2006e	2007e
<b>PIB</b>	<b>4.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.6</b>	<b>3.2</b>
<b>Demanda total</b>	<b>6.2</b>	<b>4.6</b>	<b>4.8</b>	<b>4.4</b>
Interna	4.3	5.1	4.7	4.5
Consumo	3.6	4.8	4.3	4.2
Privado	4.1	5.4	4.5	4.5
Público	-0.4	0.3	2.1	1.4
Inversión	7.5	6.2	6.7	5.6
Privada	8.5	10.0	6.4	5.2
Pública	3.6	-9.6	7.7	7.4
Externa	11.7	6.8	8.0	6.6
<b>Importación bienes y servicios</b>	<b>11.6</b>	<b>8.6</b>	<b>7.6</b>	<b>7.5</b>

e estimado  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

## Nueva Ley de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria

El pasado 1° de abril entró en funcionamiento un nuevo marco normativo que concentra, actualiza y moderniza los diferentes ordenamientos en materia presupuestaria, una vez aprobados por el Congreso. Por su importancia para la estabilidad macroeconómica, a continuación se ofrece un detalle de esta nueva ley y su valoración.

### A rango de ley la disciplina fiscal

La experiencia del país de continuas crisis financieras, en donde el elemento común ha sido la vulnerabilidad fiscal, ha generado un consenso hacia la necesidad de mantener la disciplina fiscal como condición necesaria para la estabilidad. La historia ha demostrado, que políticas expansivas de gasto, que no vayan acompañadas de un sano financiamiento y de la búsqueda del equilibrio a la larga conducen a crisis, recesión, y mayor desempleo. En ese contexto, las aportaciones de esta nueva ley son:

- Establece como objetivo explícito un balance fiscal en equilibrio. Igualar los ingresos con los gastos. Se puede recurrir a déficit en casos excepcionales y deberá de ir acompañados de una explicación de motivos y de las condiciones para regresar al equilibrio.
- Cualquier nueva disposición que implique un mayor gasto deberá de justificarse con su fuente de ingreso (o con la reasignación de gasto respectiva) y con un estudio técnico de su impacto económico.
- Si los ingresos observados son menores a los esperados se establecen reglas para su control, se fortalecen los "estabilizadores automáticos". Se puede recurrir al fondo de estabilización y si el desfase entre ingresos y gastos supera un 3% se definen áreas de reducción, como las de comunicación, gastos administrativos, etc. Se pretenden mantener inalterados los gastos de inversión.
- Incorporar en el presupuesto a organismos autónomos, como el IFE, la CNDH, etc., lo que aporta los beneficios de la integración presupuestal.

### Mayor transparencia y menor discrecionalidad

Año con año, los ejercicios presupuestales enfrentan dificultades, más aún en México en donde los ingresos petroleros tienen una elevada participación en el total y por su naturaleza son volátiles. En este sentido, los avances son los siguientes:

- Se establecen reglas para determinar el precio del petróleo. La fórmula considera el precio para las diferentes mezclas de petróleo mexicano observados en los últimos 10 años y los futuros de los siguientes tres años. Con ello, se reducirá la discrecionalidad y las continuas pugnas por elevar el precio estimado.

- Además, como referencia un período de largo plazo.
- Se definen reglas para la distribución de los excedentes petroleros. Se institucionaliza y se perfeccionan las medidas de los últimos años. Se establecerán tres partidas: fondo de estabilización a cargo del gobierno federal, de inversión en infraestructura en Pemex y en los estados.
  - Se pueden establecer compromisos multianuales. Permitirá dar continuidad a la obra pública y generar incentivos para obtener mejores precios.
  - Se definen diferentes conceptos, nueva presentación del presupuesto (de carácter funcionalidad) y reglas para evitar los subejercicios. Se pretende aumentar la transparencia, facilitar la comunicación entre los diferentes poderes y reducir la discrecionalidad.

### Mayor plazo para su análisis y discusión

Para evitar aprobaciones apresuradas que conduzcan a errores se amplían los tiempos del presupuesto:

- 1° de abril: escenarios y variables clave del presupuesto, con los objetivos del déficit (o balance o superávit)
- 30 de junio: avances y proyecto general
- 8 de septiembre: Criterios Generales de Política Económica, estimación del precio del petróleo, propuesta de ley de ingresos y proyecto de egresos.
- 20 de octubre: límite de aprobación de ley de ingresos por parte de la cámara de diputados.
- 15 de noviembre: límite de aprobación del proyecto de egresos por la cámara de diputados.

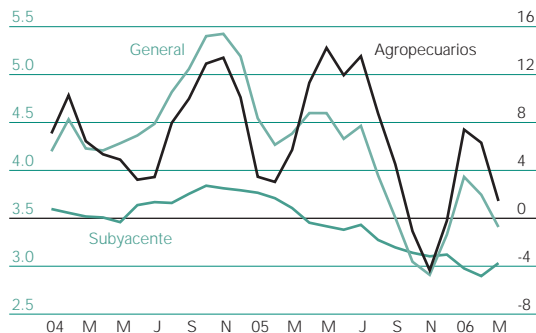
### Quedan tareas pendientes

Esta nueva ley es un avance significativo en otorgar un marco de referencia transparente, reducir la discrecionalidad y fomentar la rendición de cuentas del presupuesto. Por ello, deberá de recibir una positiva valoración. Sin embargo, no se eliminan los problemas de fondo de las finanzas públicas. Ni los bajos ingresos impositivos y la elevada dependencia de las fuentes petroleras, ni la falta de incentivos a los estados para reducir la evasión y elevar la recaudación impositiva, ni medidas para mejorar la calidad y la asignación del gasto (establecer por ejemplo: indicadores de desempeño como la propia ley indica). Además, el estado debería de concentrarse en mejorar la calidad de los bienes públicos (Ej. Seguridad, derechos de propiedad, educación y salud básica, etc) y reducir la presencia en bienes privados que abastece. En la medida que estos cambios ocurran la política fiscal será más sólida y podría fortalecer su función macro, de suavizar los ciclos económicos, a través de medidas pro o anti-cíclicas.

Adolfo Albo

[a.albo@bbva.bancomer.com](mailto:a.albo@bbva.bancomer.com)

## Inflación Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Desde finales de 2004 la inflación en México ha registrado una trayectoria fundamentalmente a la baja. Desde el segundo semestre de 2005 se ubica entre el 3 y el 4%, por debajo del límite superior del intervalo de variabilidad aceptado por el Banco de México e incluso, a finales de ese año, registró niveles inferiores a los de EUA. Aunque con episodios de volatilidad, intrínseca al INPC dada su estructura (elevado peso relativo de los agrícolas y administrados), la mayoría de los componentes coinciden en el proceso de baja. Lo más destacado ha sido el desempeño de la subyacente, en niveles incluso menores al 3% al comienzo de 2006.

Además de conocer los factores que explican la moderación de las presiones de inflación, lo relevante es determinar si se consolidará la convergencia hacia la estabilidad, especialmente en el caso de la subyacente; sobre todo si, como se anticipa, 2006 será un año de recuperación de la actividad económica y en particular de aceleración de la demanda interna.

### ¿Con ayuda de los volátiles?

A marzo de 2006 la inflación se había reducido en un punto porcentual respecto al año previo, de 4.4 a 3.4%. Puede argumentarse que la mayor contribución, 0.6 puntos, provino de los componentes volátiles, aunque sólo la mitad correspondió a agropecuarios. Esto es, de la disminución en la inflación, 0.7 puntos correspondieron al alineamiento de precios públicos al objetivo del banco central (0.2 puntos), a una convergencia progresiva del componente de educación (0.1 puntos), así como al descenso de la subyacente (0.4 puntos).

### Subyacente, sin presiones del exterior

Entre los factores que más han contribuido a la disminución de la inflación subyacente en 2005 y el comienzo de 2006 está el componente "importado". Y es que en el subíndice de mercancías, que representa 55% del total, existe una estrecha vinculación con los precios en EUA, pues se ha avanzado significativamente en la convergencia de precios entre ambas economías. Destaca por supuesto el comportamiento de los bienes comerciables. Por ejemplo, para los segmentos de ropa, alimentos y transporte (automóviles); que representan cerca del 65% de mercancías: tomados en forma conjunta, la tasa de variación anual de estos tres conceptos pasó de 4.2 a 2.8% entre marzo de 2005 y marzo de 2006, lo cual aportó 0.5 de los 0.7 puntos porcentuales que disminuyó el subíndice de mercancías en el mismo periodo. En EUA, la evolución de estas tres categorías de bienes mostró igualmente una tendencia marcada de baja, hasta niveles incluso negativos o cercanos a cero (ropa y transporte).

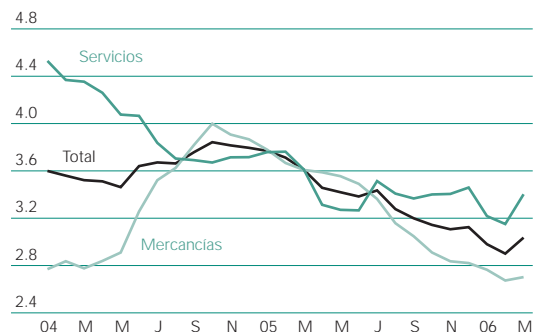
En cuanto al tipo de cambio, si bien en años anteriores (previo a 2000) su contribución a explicar la variabilidad de la inflación era importante, a medida que se ha reducido su volatilidad, también se ha reducido su impacto sobre la subyacente. Así, con una inflación subyacente en EUA en niveles inferiores al 2.5%, y sin presiones a la vista en los principales componentes que tienen impacto directo sobre la inflación en México, además de la expectativa de volatilidad modesta y anticipada en el tipo de cambio, el subíndice de mercancías podría continuar apoyando la baja de la subyacente, o al menos contribuir a su estabilidad.

## Inflación

	Peso (%)	Var. % anual Mar'05	Var. % anual Mar'06	Dif. (pp)	Contrib. (pp)
<b>INPC</b>	<b>100.0</b>	<b>4.4</b>	<b>3.4</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.0</b>
Subyacente	69.6	3.6	3.0	-0.6	-0.4
Mercancías	37.0	3.6	2.7	-0.9	-0.3
Servicios	32.5	3.6	3.4	-0.2	-0.1
No subyacente	30.4	6.0	4.2	-1.8	-0.6
Agropecuarios	8.1	5.7	1.5	-4.3	-0.3
Admin. y concert.	17.2	5.7	4.8	-0.9	-0.2
Educación	5.2	7.5	6.5	-1.1	-0.1

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

## Inflación Subyacente Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

### Servicios, la clave

En lo que respecta a servicios, la tendencia, aunque también a la baja, es menos clara que en el caso de las mercancías. El componente de vivienda, que aporta el 55%, ha comenzado a repuntar ligeramente desde la parte final de 2005, si bien desde niveles particularmente bajos. El aumento en vivienda mantiene una alta correlación con los precios al productor del sector construcción, que ha registrado una recuperación significativa desde el segundo semestre de 2005, y previsiblemente continuará por lo que resta de 2006. Las cotizaciones de las materias primas, destacadamente acero y concreto, son los principales determinantes para este componente de precios, por lo cual, de éstos depende en buena medida la evolución de los servicios de vivienda. En el caso del acero, los precios internacionales podrían mantener acotadas las presiones de alza.

En el resto de los servicios, los que muestran un mayor crecimiento se refieren a los financieros y las telecomunicaciones que contribuyen a generar una mayor oferta en la economía. De esta forma existen señales mixtas: aunque para algunas categorías persiste la tendencia a la baja, la recuperación de la economía comienza a generar incrementos en otras. Las tasas de variación anual son en general las más altas dentro de la subyacente, y al cierre del primer trimestre de 2006 fluctuaban en un rango entre 3 y 4%. Más que un riesgo de repunte, la evolución de los servicios podría limitar el margen de baja de la subyacente. Si bien con el proceso de estabilización de precios se ha incrementado la contribución de las presiones de demanda a la variabilidad de la subyacente, el análisis econométrico sugiere que a niveles de crecimiento de la economía como los que se estiman para 2006, de 3.6%, las presiones serían marginales (ver recuadro).

Por otra parte, con resultados de inflación mejores a lo anticipado en los primeros meses de 2006 se han moderado sus expectativas, que a su vez tienen relación directa con las negociaciones salariales y éstas con el subíndice de servicios. Expectativas a la baja podrían contrarrestar al menos parcialmente los incrementos en algunos componentes de la subyacente. Los modelos de estimación coinciden en señalar que en el contexto actual, de relativa estabilidad cambiaria, crecimiento económico moderado y expectativas a la baja, la inflación subyacente no enfrenta presiones, y si bien no es claro el margen que tendría para bajas adicionales, podría estabilizarse hacia niveles próximos al 3%.

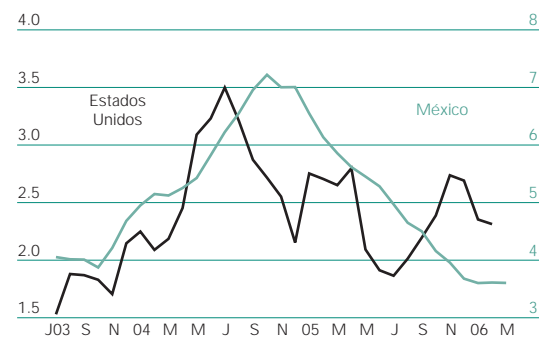
### En síntesis, un escenario más favorable

En general, la perspectiva de corto plazo muestra un panorama de inflación más favorable. Nuestros nuevos pronósticos, que se pueden considerar como una actualización más que una nueva valoración de la inflación, son al cierre del año, de 3.3% para la general y 2.9% para la subyacente.

Por último, aunque más optimistas, no se pasan por alto los riesgos. Éstos podrían agruparse en choques de oferta vinculados a los precios agrícolas, del petróleo (que podrían evitar la convergencia de los precios públicos), y de materias primas (acero, cemento); o de demanda, como un crecimiento en el consumo privado por encima de lo previsto. Por ello, si bien se modifica marginalmente el escenario para 2006, el de 2007 se mantiene sin cambios: inflación general en 3.5% y subyacente en 3% al cierre.

### Inflación: Alimentos\*

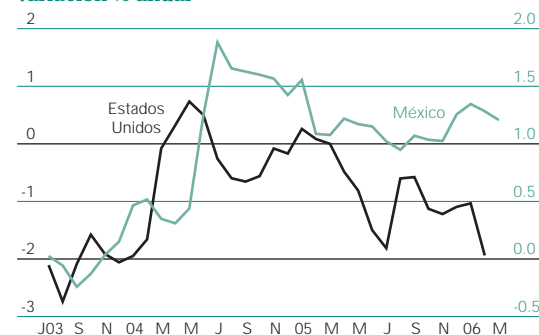
Variación % anual



\* Excluye frutas y verduras y carnes y huevo en ambos países  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y BLS

### Inflación: Ropa

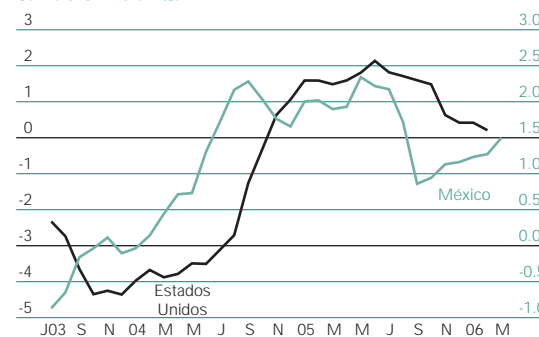
Variación % anual



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

### Inflación: Transporte\*

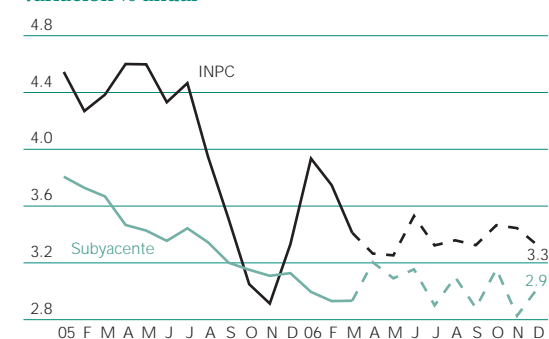
Variación % anual



\* Considera sólo automóviles  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y BLS

### Inflación 2005 - 2006

Variación % anual



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

## El Traspaso de la Actividad Económica a los Precios: ¿Cuánto y Desde Cuándo?

Tras un periodo de más de tres años en expansión, y con señales de aceleración al comienzo de 2006, la economía mexicana se acerca a un ciclo de crecimiento más estable, en el que la recuperación de la demanda interna ha sido el factor clave. En este proceso ha destacado también la moderación en las presiones de inflación, que hacia finales de 2005 había logrado ya la convergencia hacia el objetivo de largo plazo del Banco de México. La pregunta es ¿Cuánto más? Para la inflación subyacente, una vez alcanzado el nivel de 3% comienzan a aparecer señales de rigidez para descensos adicionales.

El ciclo de crecimiento actual de la economía mexicana no está determinado por recuperaciones fuertes tras choques externos o desequilibrios internos, algo novedoso. La normalidad del ciclo económico está permitiendo identificar una relación más clara entre actividad económica y su transmisión a precios, que se ha incrementado en los últimos años. Un análisis de descomposición de varianza para la inflación subyacente muestra que, previo al 2000, la propia inercia de la inflación y el tipo de cambio eran los elementos principales para explicar la volatilidad de la inflación; a partir de ese año, adquiere más importancia el crecimiento, y la evolución de los precios energéticos, que han tenido mayor variabilidad en los últimos años.

### Inflación Subyacente: Descomposición de Varianza Contribución, %

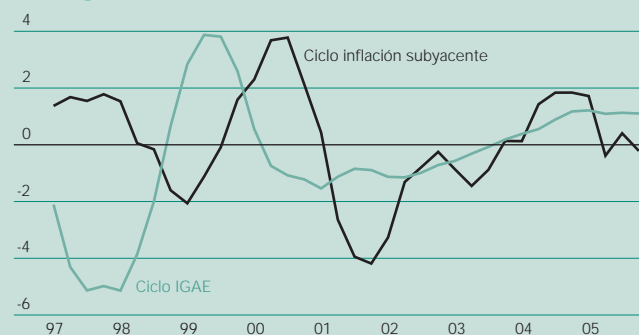
	1996-2000	2001-2005
Materias primas	1.7	19.6
Energía	1.3	27.1
IGAE	8.9	21.3
Peso	28.5	19.8
Salarios	17.1	7.2
Subyacente	32.6	2.3
Tasa	10.0	2.7

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Lo anterior adquiere sentido al notar que el proceso de estabilización macroeconómica a lo largo de la última década ha estado caracterizado por altos periodos de volatilidad tanto en la inflación como en el crecimiento, lo cual daba lugar a distorsiones de mercado que dificultaban una respuesta rápida del mecanismo de precios. Así por ejemplo, en el periodo 1996-2000, parecería que los precios habrían tardado hasta un año en reaccionar a los cambios en la demanda. De hecho, es a partir de 2001, cuando el ciclo económico se "normaliza" (es decir que el crecimiento no está determinado por políticas de

ajuste) y el proceso de convergencia de la inflación a la meta del banco central se acelera, que es posible identificar una relación directa entre ambas variables.

### Desviaciones Respecto a Tendencia Puntos porcentuales



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

Un análisis con modelos VAR de inflación subyacente con PIB, tipo de cambio y expectativas, así como de regresión lineal<sup>1</sup>, revela que la relación más estable entre crecimiento e inflación puede establecerse a partir de 2002. De acuerdo con estas estimaciones, la respuesta de la inflación subyacente a una desviación de un punto porcentual en el crecimiento de la economía por encima de su potencial de largo plazo (actualmente estimado alrededor del 3%) podría ser de hasta 0.1 puntos porcentuales un trimestre más adelante; su efecto sin embargo, sería persistente y creciente, dado su impacto sobre las expectativas de inflación. El choque alcanzaría su máximo impacto al sexto trimestre, para comenzar a diluirse gradualmente a partir de entonces.

Ahora bien, lo que parece claro es que en el proceso de formación de precios la variable más relevante es la propia expectativa de inflación. En el contexto actual, con el proceso de convergencia hacia la meta del Banco de México prácticamente concluido (lo cual tiende también a estabilizar las expectativas) y un crecimiento ligeramente por arriba del potencial, será difícil para la inflación subyacente lograr reducciones adicionales significativas.

Eduardo Torres

[e.torres@bbva.bancomer.com](mailto:e.torres@bbva.bancomer.com)

1 Se especificó un modelo de inflación subyacente que toma en cuenta presiones de demanda, expectativas, estacionalidad y tipo de cambio, con series mensuales del periodo 2002-2005 bajo la siguiente estructura:  

$$\text{Suby}_t = 0.01 * \text{TCambio}_{t-3} + 0.17 * \text{Suby}_{t-12} + 0.10 * \text{OutputGap}_{t-1} + 0.69 * \text{Exp}12_{t-3}$$

(2.5) (5.3) (4.3) (20.1)  
 $R^2 = 0.73$   
 Valores en paréntesis se refieren a estadístico-T para cada coeficiente



## Los Mercados Financieros Previo a las Elecciones Federales

Las tasas de interés de corto plazo mantuvieron su tendencia a la baja iniciada en agosto de 2005 la cual fue acompañada por una reducida volatilidad. Este comportamiento se puede caracterizar tanto por el paulatino retiro de la política monetaria restrictiva de Banco de México —ante la disminución de la inflación doméstica— como por la persistencia en la abundancia en la liquidez internacional que ha mantenido la fortaleza del peso. Esta evolución contrasta con la observada por las tasas de interés de largo plazo. Si bien durante enero y febrero también registraron una disminución, en marzo y abril corrigieron esta tendencia al presentar incrementos tanto en su nivel como en su volatilidad. Este desempeño es la suma de diversos factores: la mayor sensibilidad al comportamiento de las tasas de largo plazo de países industrializados (particularmente EUA), la perspectiva de un mayor crecimiento en México con respecto al año pasado, y la rigidez a la baja de las expectativas de inflación de mediano plazo.

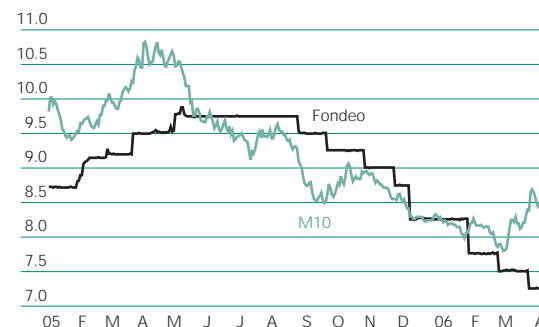
Hacia delante, es previsible que a los elementos anteriores se añada una mayor incertidumbre ante el proceso electoral y el rumbo de la política monetaria en EUA. Sin embargo, los fundamentales económicos continúan señalando un cierre de año más favorable (v.gr. expectativas favorables de inflación). Bajo este entorno, es conveniente cuestionarse cuáles serán los principales determinantes del comportamiento de las tasas de interés en los próximos meses y en qué magnitud eventos específicos —como las elecciones— influirán en su dinámica en el corto plazo.

### Determinantes de las tasas de interés en los próximos meses

Para las tasas de interés de corto plazo, las variables relevantes —a monitorear por Banco de México— serán la evolución de la inflación doméstica y las condiciones financieras internacionales (por su relación con el tipo de cambio). En lo que respecta a precios, en los próximos meses podremos observar la disminución de la inflación general hacia niveles próximos a la meta y la subyacente en torno al 3%. Si bien la menor inflación es favorable, las condiciones financieras en EUA —con sesgo a observar tasas de interés de corto y largo plazo más elevadas— llevan a una mayor incertidumbre sobre la paridad cambiaria e influyen para que el Banco Central mantenga una pausa en el ciclo de baja en la tasa de fondeo bancaria en niveles de 7% el cual se pudiera mantener por lo menos hasta que se supere el periodo electoral. Dados los niveles actuales de crecimiento de la economía y de la inflación esperada, consideramos que el ciclo de baja de la tasa de fondeo ha terminado. Bajadas adicionales en el fondeo pudieran registrarse en el segundo semestre del año sólo en caso de una convergencia de las expectativas de inflación hacia la meta (3%).

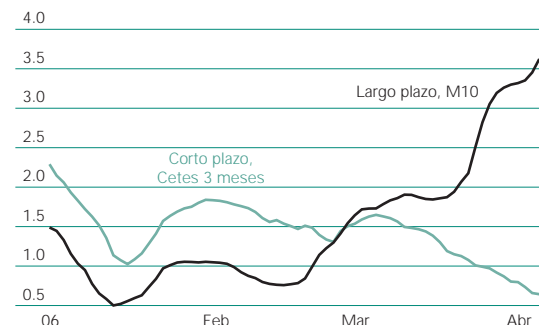
Por su parte, es probable que las tasas del bono a 10 años registren en el segundo trimestre del año una mayor volatilidad. Si bien existen factores que contribuyen a limitar el alza en dichos rendimientos (p.e. baja inflación esperada, liquidez internacional y perspectivas de un reducido déficit fiscal), consideramos que en los próximos meses los factores dominantes sobre estas tasas serán las expectativas de mayores rendimientos en EUA y el latente incremento en la “prima” de riesgo ante la evolución política interna (pre/post-electoral).

### Fondeo Bancario y Bonos a 10 Años % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

### Coefficiente de Variación de Tasas de Interés % de desviación con respecto a la media de periodo, 30 días



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

**Pendiente de la Curva de Rendimiento**  
**Bonos 10 años menos fondeo, puntos porcentuales**



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

**Escenario de Moderación de Flujos**  
**% , fin de periodo**

	Fondeo Bancario	M10
1er. trimestre 2006	7.25	8.6
2do. trimestre 2006	<b>7.25</b>	<b>8.8</b>
3er. trimestre 2006	<b>7.25</b>	<b>8.5</b>
4to. trimestre 2006	<b>7.00</b>	<b>8.2</b>

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

**Escenario de Elevados Flujos**  
**% , fin de periodo**

	Fondeo Bancario	M10
1er. trimestre 2006	7.25	8.6
2do. trimestre 2006	<b>7.00</b>	<b>7.5</b>
3er. trimestre 2006	<b>6.75</b>	<b>7.5</b>
4to. trimestre 2006	<b>6.75</b>	<b>7.1</b>

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

No descartamos que durante el segundo trimestre la incertidumbre doméstica e internacional imprima alzas transitorias sobre el M10 (incluso arriba del nivel actual, 8.6%). No obstante, en la medida en que se defina el rumbo político en la segunda parte del año y se mantengan las condiciones de liquidez internacional —estimamos una curva relativamente plana en EUA— la tasa del M10 tenderá a disminuir hacia niveles de 8%. Estos estimados contemplan la permanencia en la posición de extranjeros en la tenencia de bonos en México y el aumento de las posiciones de inversionistas locales, toda vez que las tasas a largo plazo en EUA podrían estabilizarse en niveles próximos al 5%.

**¿Hasta que nivel pudiera repuntar la volatilidad?**

Nuestro escenario base (“moderación de flujos”) supone una corrección gradual en los flujos internacionales en la medida en que los principales Bancos Centrales del mundo continúen su ciclo alcista de tasas de referencia. Sin embargo, este escenario no descarta una “burbuja” de mayor incertidumbre financiera a partir del segundo trimestre vinculado al ritmo de ajuste de las tasas de interés en EUA y a la situación política interna. Un ejercicio sobre la volatilidad financiera en México nos señala que ante una disminución en el diferencial de tasas de fondeo entre México y EUA de 25 pb, la volatilidad implícita del tipo de cambio y de la tasa del M10 se incrementan en 1.3 y 1.1 veces, respectivamente, en las semanas próximas al evento. Por su parte, la cercanía de acontecimientos políticos implica un aumento de la volatilidad de 2 y 1.7 veces respectivamente acorde a lo experimentado en las elecciones del 2000.

De esta forma y a manera de ejercicio, si simuláramos un aumento de 25 pb de la tasa de la Reserva Federal (10 de mayo) junto a una disminución de la tasa de fondeo bancaria de 25 pb (26 de mayo) y a una intensificación del debate político a un mes de la elección, el tipo de cambio pudiera llegar hasta 11.9 ppp lo que implicaría mayor prima de riesgo incorporada en las tasas de interés las cuales pudieran situarse hasta en 9.6% para el M10. No obstante, estos impactos tenderían a diluirse en la medida en que la trayectoria de la inflación sea descendente y no se exacerbe el conflicto postelectoral.

**Los riesgos se acumulan para 2007**

Las actuales condiciones económicas de inflación (cercana al 3%) y de crecimiento próximo al potencial, junto a las expectativas de un pronto alto en el alza de la tasa de la Reserva Federal (en 5%) sugieren que nos aproximamos al fin del ciclo de baja de la tasa de fondeo bancario. Sin embargo, es importante enumerar los riesgos que se pudieran materializar para 2007, a demás de los existentes para EUA, y afectar la futura conducción monetaria: primero, todavía es latente el riesgo de un repunte en la inflación esperada ante un potencial repunte en los precios internacionales de bienes comerciables y un crecimiento económico superior al potencial; y segundo, la implementación de nuevas políticas económicas que impliquen mayores primas de riesgo para el país podrían limitar la eficiencia en la política monetaria. En cualquier caso, es importante destacar la importancia de contar con una conducción de política monetaria que no induzca virajes erráticos de las tasas de interés y que ratifique su compromiso para contrarrestar presiones inflacionarias de mediano plazo. En este sentido y ante un Banco Central con un objetivo de inflación —con perspectivas a cumplirse en el mediano plazo— y una tasa de interés real en 4%, no cabe esperar repuntes en la tasa de fondeo, salvo que se materialice algún escenario de riesgo.

## Se Inicia Periodo de Mayor Volatilidad del Tipo de Cambio

### Nerviosismo en mercados internacionales revierten la tendencia del peso

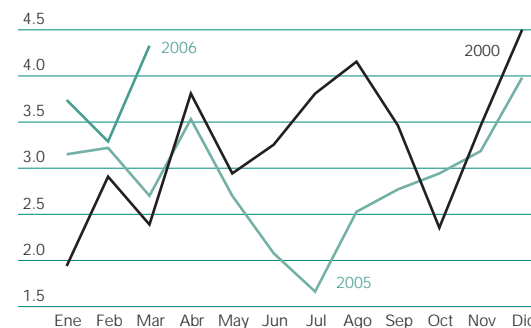
En estos primeros meses del 2006, tal y como lo esperábamos, la moneda mexicana ha presentado una mayor volatilidad a la observada durante todo 2005, e incluso que la del 2000. Después de haber iniciado un proceso de apreciación nominal que ha durado aproximadamente año y medio, la paridad registró el primer repunte importante en un lapso poco mayor a un mes (del 1° de marzo al 7 de abril el peso fluctuó de 10.46 a 11.14 ppp). La fortaleza cambiaria del 2004 y 2005 se sustentó en la favorable coyuntura macroeconómica, que refleja la persistencia a la baja de la inflación y sus expectativas, estabilidad del crecimiento económico, blindaje financiero, y elevados flujos de capital provenientes de remesas y petróleo (además de los derivados por el exceso de liquidez global y tasas de interés atractivas en el mercado doméstico); sin embargo, después de 6 meses de haberse iniciado el relajamiento monetario y la descoordinación de la política monetaria doméstica de la de EUA, ha regresado el nerviosismo a los mercados financieros ante la perspectiva de que las tasas de interés internacionales aumenten más de lo esperado (*efecto activo financiero*), lo que ha incidido en las primas de riesgo de las tasas de interés y presionado a las monedas latinoamericanas.

### Se aproximan periodos de mayor incertidumbre: Fundamentales acotarán la presión

Es muy probable que la tónica del comportamiento del peso no cambie en los siguientes meses, y continuemos observando niveles de volatilidad más altos que en el último año. La presión al alza seguirá originándose en el contexto financiero internacional, que de seguir contemplando un escenario de mayores tasas de interés y un eventual ajuste complaciente del déficit de cuenta corriente en EUA, incrementará la aversión al riesgo y así el atractivo por activos de países emergentes. Asimismo, el tipo de cambio en el 2T06 reflejará la intensificación del ruido político, lo que propiciará un mayor nerviosismo de los inversionistas ante la incertidumbre entorno al futuro de la estabilidad económica.

Conviene señalar que el diferencial actual de tasas de interés con EUA ya no garantiza ser un ancla ante un contexto de mayores riesgos. A pesar de que el diferencial se ha reducido desde finales de agosto de 2005, éste continuaba siendo atractivo en un entorno de menor riesgo país. Sin embargo, ante la expectativa de alzas en los Fondos Federales hacia el 5.25% que descuentan los mercados en la actualidad, el diferencial de tasas ya no compensó la prima de riesgo requerida en instrumentos de largo plazo, lo que generó un movimiento especulativo en contra del peso. En este sentido, consideramos que Banxico moderará sus acciones con el fin de evitar contribuir en la variabilidad de las variables financieras, lo que implica una tasa de fondeo no menor a 7% hasta después de las elecciones, en la que sujeto a la evolución de la coyuntura macroeconómica se pudiera evaluar un posible ajuste adicional.

### Volatilidad Mensual Anualizada del Tipo de Cambio Pesos por dólar



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

### Tipo de Cambio Pesos por dólar



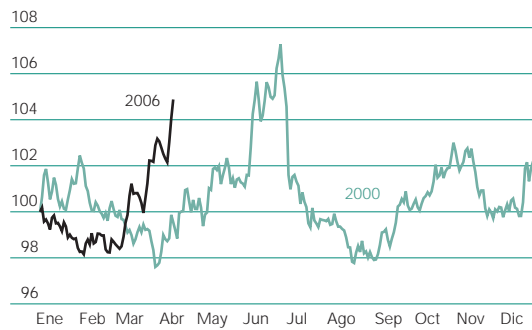
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

### Tasas de Interés de Largo Plazo en México y Estados Unidos



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

### Índice del Tipo de Cambio al Inicio de Año Electoral



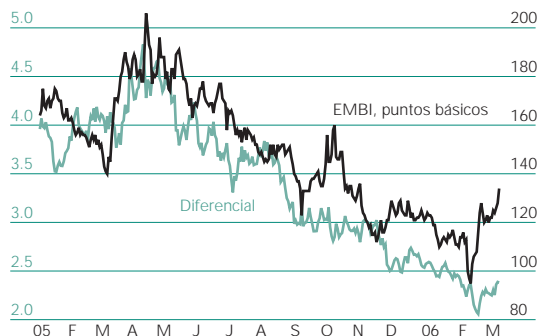
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

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

	Moderación (cautela)	Flujos
1er. trimestre 2006	10.8	10.8
2do. trimestre 2006	<b>11.4</b>	<b>10.8</b>
3er. trimestre 2006	<b>11.3</b>	<b>10.7</b>
4to. trimestre 2006	<b>11.3</b>	<b>10.6</b>

Fuente: BBVA Bancomer

### Diferencial de Tasas de Interés Ajustado por Riesgo y Spread Soberano (EMBI)



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Así, se mantendrán las condiciones que incidirán en una depreciación del tipo de cambio pero en un nivel todavía de fortaleza (escenario base de moderación de flujos); es decir, el tipo de cambio real seguirá por debajo de su equilibrio de los últimos años. Consideramos que hacia finales de 2006, los fundamentales moderarán la pérdida de atractivo del peso ante la incertidumbre, ya que se vislumbra un muy buen año en materia inflacionaria, repunte de la actividad económica, solidez de las finanzas públicas (sin exposición a riesgo cambiario), y la continuación de flujos por petróleo y remesas (moderación de flujos financieros pero no reversión). En conjunto, la paridad cotizará entorno a 11.3 ppd al cierre del año, con mayor presión en el segundo trimestre, en el que podría alcanzar los 11.4 ppd.

### Diferencial de tasas de interés: ¿Por qué se había retrasado el tan esperado ajuste cambiario?

De agosto del año pasado a principios de marzo de este 2006, el diferencial de tasas de interés de corto plazo se ha reducido en 375 pb y los de largo plazo en 210 pb. A pesar de ello, la cotización de la paridad peso-dólar fluctuó en rangos muy estrechos —y se apreció casi 4.0 % hasta los primeros días de Marzo

El efecto que el diferencial de tasas de interés tiene sobre la divisa depende de lo que propicia un ajuste en el diferencial. Éste, más una prima por riesgo, debe reflejar en el mediano y largo plazo las expectativas del tipo de cambio que a su vez dependen de los fundamentales (principalmente precios).

En estos últimos meses, el relajamiento monetario y la reducción de las tasas de interés a lo largo de la curva son el resultado del proceso de convergencia inflacionaria, lo que ha quitado presión sobre el peso. Esto significa que hemos visto una transición a un posible nuevo equilibrio que representa una inflación esperada menor, y por lo tanto un diferencial de tasas de interés también más estrecho. En el proceso, la variable de ajuste que en este caso es la divisa se vio favorecida.

Por otro lado, tal y como ya lo hemos documentado en publicaciones anteriores, la fortaleza de la moneda se ha magnificado ante los ingresos extraordinarios por los elevados precios del petróleo y las remesas; conjuntamente, el exceso de liquidez en los mercados internacionales ha sensibilizado aún más el apetito por riesgo, dando margen a menores tasas de interés. Por ejemplo, el diferencial ajustado por riesgo ha disminuido (hasta febrero) 51 pb menos que el no ajustado. Los rendimientos de bonos en los mercados estadounidenses, europeos y algunos asiáticos han estado en mínimos en los últimos años, lo que ha propiciado una búsqueda exhaustiva por rentabilidad que algunos países Latinoamericanos han aprovechado para colocar deuda más barata y así, como es el caso específico de México, desarrollar un mercado de deuda local más líquido.

Si el diferencial de tasas ya representa un equilibrio del diferencial inflacionario con EUA, y si el Banco central arraiga su credibilidad, esperamos que, en promedio, cambios en las tasas de interés inducidos por la política monetaria mantengan una relación inversa con el peso-dólar, sobre todo si estos modifican las oportunidades

de fondeo de una divisa por otra. Es por ello, que hoy en día este diferencial ya no garantiza ser un ancla ante una mayor incertidumbre financiera en el corto plazo, ya que éste representa la estabilidad nominal en México y no compensa, mediante política monetaria, cambios en la percepción del riesgo.

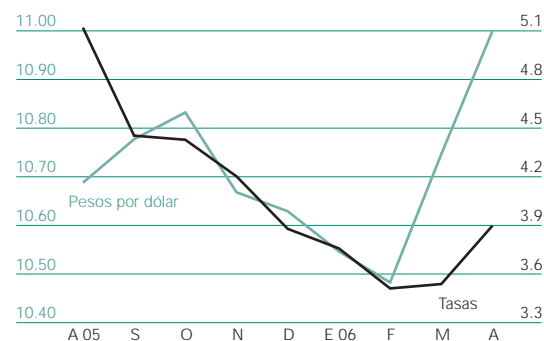
### No se descarta por completo, la fortaleza nominal del peso

A pesar de que se contemplan periodos de presión para el tipo de cambio, también asignamos una probabilidad aunque menor al escenario base, a que la reversión paulatina de los flujos se retrase y, junto con el sustento macroeconómico, mantenga al peso en niveles bastante sólidos (y la volatilidad estará sujeta sólo a la incertidumbre entorno a los comicios de este año). De hecho, hoy en día, se mantienen las oportunidades de inversión en instrumentos domésticos, y los datos macroeconómicos (inflación, actividad económica, remesas y petróleo) siguen respaldando la fluctuación cambiaria dentro de un rango de fortaleza. Esto implicaría que de revertirse el riesgo político después de las elecciones y de no ser suficientes los incrementos en las tasas de interés internacional para remover el exceso de liquidez en emergentes, la divisa mexicana presentaría condiciones para cotizar por debajo de 10.8 ppd al finalizar el año.

### Indicios de que se acentuará la depreciación real en el 2007

Son 4 los factores que influirán en el tipo de cambio durante el 2007 y que pudieran propiciar ajustes al alza del tipo de cambio real : a) la posible corrección del déficit en cuenta corriente en EUA, que pudiera empezar a incidir sobre el dólar y el peso desde finales de 2006, b) la combinación entre la ya inminente intensificación del incremento de tasas de interés en otras regiones del mundo, c) el retraso en materia de competitividad de nuestra economía, d) diferencial de tasas de interés de corto plazo reducido. Sólo un exceso de ímpetu en los mercados financieros al inicio del nuevo sexenio, y la todavía fortaleza de las cuentas externas, moderarían o en su caso apreciaría la moneda mexicana (escenario al que asignamos una menor probabilidad).

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



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

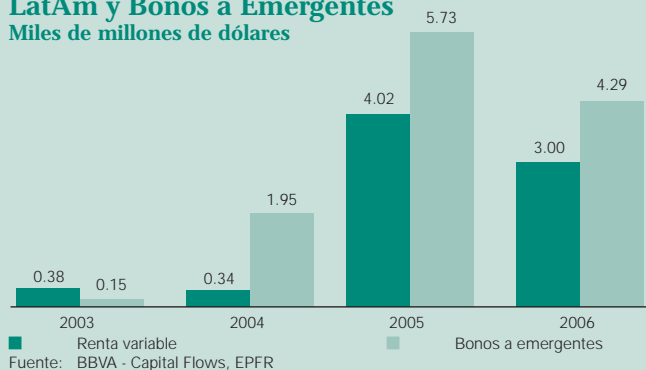
## Emergentes, ¿Son Todos Iguales?...

### Buen comienzo de año en flujos a emergentes

2005 fue un año en el que, para los mercados emergentes, se alinearon las estrellas. En esa alineación, las estrellas que más brillaron fueron la elevada liquidez internacional, la baja aversión al riesgo, el elevado precio de las materias primas y un buen crecimiento económico mundial. Todo esto redundó en un 2005 en el que los mercados emergentes recibieron importantes entradas netas de capital. En lo que va de 2006, los emergentes han recibido entradas netas en renta fija que sobrepasan el 70% de las acumuladas en 2005. Durante el primer trimestre de 2006 las entradas en renta variable en América Latina ya acumulan el 75% respecto de 2005. Sumando a un excelente 2005, el espectacular comienzo de 2006, la pregunta que surge es si los cambios por el contexto favorable se va a mantener o si por el contrario estamos ante una situación en la que los inversionistas tratan de obtener altas rentabilidades antes de que se produzca un cambio en las condiciones del mercado. Hay economías que han aprovechado para "hacer sus deberes", y esto podría ser valorado por los inversionistas a la hora de penalizar o premiar.

### Entradas Netas Acumuladas de Renta Variable en LatAm y Bonos a Emergentes

Miles de millones de dólares



### En principio la volatilidad no preocupa

Una de las primeras variables que se puede observar para intentar valorar si la coyuntura actual de los mercados emergentes debe preocupar es, por ejemplo, observar la evolución de la volatilidad en estos mercados. Tanto global como regionalmente, la volatilidad se mantiene en niveles bajos. Particularmente, y si observamos los últimos dos años, América Latina no tiene un comportamiento que preocupe, más bien lo contrario. Desagregando por países, en América Latina la gran mayoría de los mercados no muestran repuntes en la volatilidad. Perú y México, debido a la incertidumbre electoral, son una excepción, aunque en todo caso el recorrido al alza en la volatilidad ha sido moderado.

En las últimas semanas hemos asistido a algunos hechos que años atrás quizás hubieran implicado una penaliza-

ción generalizada de todos los emergentes, aunque la misma no se produjo. Es el caso de Islandia, que en lo que va del 2006 acumuló una depreciación del 12% y tuvo serios problemas para colocar su última emisión de deuda a 4 años, ante un elevado déficit en cuenta corriente, todo lo cual finalizó con un aumento de tasas de interés por parte de la autoridad monetaria. Esta situación fue perfectamente localizada por los inversionistas, que únicamente penalizaron a este mercado.

### Poca aversión al riesgo, pero cautela

Además de analizar la volatilidad de los mercados, resulta útil revisar la información obtenida de los índices de aversión al riesgo. En general, los índices de aversión al riesgo<sup>1</sup> se mantienen en niveles bajos, aunque han comenzado a dar señales de cierto repunte, tanto sea a nivel global como regional. En Asia las señales han comenzado a verse desde principios de 2006, mientras que en América Latina aún no se observa un claro repunte.

### LatAm: Índice de Aversión al Riesgo (IAR) y EMBI



### En conclusión, inversionistas más selectivos

Si valoramos el incremento de volatilidad que se observa en algunos mercados, y aunque no contemporáneas, el moderado incremento de aversión, se podría señalar que los inversionistas podrían comenzar a realizar una penalización selectiva en las economías emergentes. Un aumento mayor al esperado en las tasas de interés de los países desarrollados provocaría una menor liquidez, algo que induciría un aumento selectivo de los diferenciales de crédito, y así, el costo de oportunidad de invertir en algunas economías aumentaría. La realidad y la evolución de algunos mercados muestran que están surgiendo las primeras señales indicando que ya no todos los mercados son iguales ante los ojos de los inversionistas.

Eduardo Pedreira [eduardo.pedreira@grupobbva.com](mailto:eduardo.pedreira@grupobbva.com)

1 Ver nota técnica "¿Señales de cambio en la aversión al riesgo?" del 9 de marzo de 2006, donde se presenta un análisis detallado.

## ¿Cómo Podrían Afectar Menores Flujos Financieros al País?

Octavio Gutiérrez  
Ociel Hernández

o.gutierrez3@bbva.bancomer.com  
o.hernandez@bbva.bancomer.com

La extraordinaria entrada de flujos financieros a países emergentes en los últimos años no deja de llamar la atención ni de ser motivo de controversias. En 2005 se estima que éstos ascendieron a más de 26 mil millones de dólares en el mercado de dinero y renta variable. En tan sólo los primeros cuatro meses del 2006, se ha observado un dinamismo similar al de todo 2005. Esto es parte de un fenómeno global visto en los últimos años en donde se estima que el volumen internacional de flujos asciende a 10% del PIB mundial.

En México, esta condición fue una de las razones que facilitó un comportamiento favorable de los mercados financieros desde mediados del 2004 hasta el primer trimestre del 2006. Estos flujos permitieron que: el tipo de cambio iniciara un periodo de continuo fortalecimiento, el riesgo país se ubicara en mínimos históricos, las tasas de largo plazo disminuyeran y la bolsa de valores tuviera un repunte sostenido. No obstante, la experiencia de salidas masivas de capital en períodos de elecciones y/o en momentos de incertidumbre internacional alertan sobre las consecuencias de vivir eventos de mayor volatilidad en un futuro y nos sugiere la conveniencia de cuestionarnos sobre la capacidad de nuestra economía para hacer frente a una potencial reducción en la liquidez internacional.

### ¿Cuál es la posición de México frente a una menor liquidez internacional?

Ante la elevada oferta de recursos internacionales, nuestro país ha optado por impulsar prácticas prudentes a fin de apuntalar la estabilidad macroeconómica. Por un lado, la política fiscal se ha orientado a reducir los requerimientos financieros de su gasto y a mejorar el perfil de la deuda pública al extender sus plazos de vencimiento y acotar su exposición al riesgo cambiario y de tasas de interés. Por otro lado, en la política monetaria y cambiaria se ha logrado el consenso sobre los beneficios de que el banco central autónomo opere con objetivos de inflación —con un objetivo de 3.0% y un rango de variación de +/- 1 punto porcentual—, y que el régimen de tipo de cambio sea flexible.

Se ha fomentado el desarrollo del sistema financiero interno que ha permitido no sólo hacerlo más profundo, sino también ha favorecido la creación de nuevos mercados (v.gr. productos derivados, MexDer). Estos avances permiten una mejor administración (o cobertura) de riesgos financieros y promueven la planeación de largo plazo en la economía. Por otro lado, el prudente manejo de políticas económicas, el fortalecimiento de las instituciones financieras (con mayor capitalización, mejores prácticas internacionales, etc) y el cambio en la regulación contribuyen a prevenir que el sistema bancario se convierta en el origen de transmisión de crisis financieras como lo fue en el pasado.

En suma, la estrategia seguida ha generado las condiciones favorables para atraer la permanencia de los flujos financieros y evitar una salida abrupta de capitales. Lo anterior nos lleva a un marco económico sólido que contribuye a modular la volatilidad de los mercados.

### Flujos de capital son un fenómeno global

Los cambios estructurales ha permitido que México se beneficie de la elevada liquidez internacional; sin embargo, el contexto mundial ha amplificado el ímpetu de los mercados sobre inversiones en países

### Niveles de Mercados Financieros Junio de 2004 vs. marzo de 2006, promedio

	Junio 2004	Marzo 2006
Tipo de cambio (ppd)	11.39	10.76
EMBI+ (pb)	213	123
Fondeo bancario (%)	6.36	7.45
M10 (%)	10.37	8.26
Bolsa IPC (var. % anual)	45.4	43.2

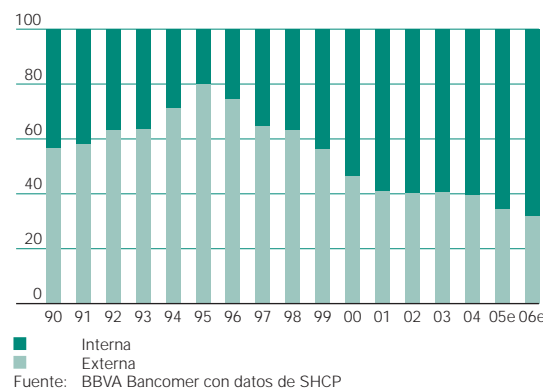
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Bloomberg

### Flujos a Mercados Emergentes Millones de dólares, promedio móvil 4 semanas



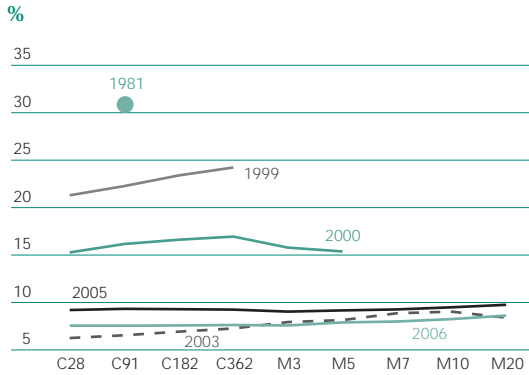
Fuente: BBVA Bancomer con datos de EPFR

### Deuda Interna y Externa Neta % del total



Fuente: BBVA Bancomer con datos de SHCP

### Evolución de la Curva de Rendimiento



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

emergentes. Una gama amplia de eventos globales han coincidido para generar un exceso de liquidez, entre los cuales podemos destacar tres:

Primero, las tasas de interés en distintas regiones (EUA, Europa y algunos países Asiáticos) se mantienen sumamente bajas como consecuencia, por un lado, de la política monetaria expansiva de diversos bancos centrales tras la baja en la inflación en el mundo en los últimos años; así como la elevada y creciente participación de inversionistas institucionales<sup>1</sup>, en particular en el mercado de bonos, presionando a la baja los rendimientos en los países industrializados. Al mismo tiempo, un grupo significativo de economías emergentes enfrentan un prolongado periodo favorable en sus cuentas externas.

Segundo, el exceso de ahorro sobre la inversión en gran número de países. El repunte significativo del precio de materias primas ha fortalecido los ingresos de países oferentes y propiciado una abundancia de recursos que se traduce en una elevada demanda por activos de EUA que permite financiar el déficit fiscal y de cuenta corriente de esa economía.

Tercero, la contribución de países emergentes a la estabilidad económica global es más evidente: su integración a los mercados internacionales ha permitido no sólo repercutir en bajos precios de mercancías, sino también ampliar las oportunidades de inversión internacional. Paralelamente, firmas multinacionales han experimentado una expansión sin precedentes en estas economías que —apoyado en el crecimiento mundial— ha fortalecido sus hojas de balance y los recursos disponibles para invertir.

Las causas de este exceso de recursos financieros hacen poco probable una súbita reversión de los capitales internacionales que se sustente puramente en eventos económicos domésticos. Las debilidades estructurales que persisten en México sólo serán evidentes en el corto plazo ante un contexto de aguda incertidumbre que vemos poco probable. Aún en caso de presentarse, los sólidos fundamentos macroeconómicos de la actualidad tenderían a acotar los periodos de volatilidad y mitigar la severidad de cualquier posible ajuste financiero.

### Dos potenciales causas de ajuste de flujos: desbalances en EUA y crisis de confianza sobre México

Si bien consideramos poco probable observar una reversión abrupta y duradera de los flujos internacionales, es conveniente analizar los eventos que pudieran detonar un entorno de elevada incertidumbre así como los canales por los cuales se pudiera transmitir a los mercados financieros en México. De igual forma este ejercicio nos permite vislumbrar las fortalezas y debilidades de nuestra economía frente a dichos eventos, así como el grado de severidad que pudieran tener estos ajustes sobre nuestra economía.

#### Causa internacional: ajuste por desbalances en EUA

La economía de EUA transita por un periodo de elevado déficit de cuenta corriente (6.4% del PIB en 2005 que equivale a 805 mil millones de dólares) el cual es resultado principalmente del desahorro familiar (-0.5% del ingreso personal disponible) y del elevado déficit fiscal (2.6% del PIB).<sup>2</sup> No obstante, los excedentes de recursos generados por economías asiáticas

### México: Fundamentales Económicos

	1988	1994	2000	2006
Inflación (var. % anual, fp)	51.7	7.1	9.0	3.6
Déficit fiscal (% del PIB)	7.4	0.1	1.1	0.2
RFSP (% del PIB)	nd	3.0	3.3	1.9
Deuda pùb. neta (% PIB)	54	37.6	23.1	21.0
Déficit cta. corriente (mmd)	2.4	29.7	18.5	16.4
Déficit cta. corriente (% PIB)	1.3	7.0	3.2	2.1
Reservas internacionales <sup>1</sup>	11.9	17.9	32.4	64.0
<b>Financiamiento de la cuenta corriente<sup>2</sup></b>				
IED	21.2	37.0	90.6	109.8
Remesas	79.9	11.7	35.5	121.9
Reservas intencionales	494.1	60.4	175.2	390.2

<sup>1</sup> Miles de millones de dólares, promedio  
<sup>2</sup> % de la cuenta corriente  
 RFSP Requerimientos Financieros del Sector Público  
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México, INEGI y SHCP

<sup>1</sup> Tanto los tradicionales como los fondos de pensiones y jubilaciones, como lo de carácter especulativo como lo son los " hedge funds" .



y por exportadores de materias primas (particularmente países productores de petróleo) han permitido no sólo financiar este elevado déficit de cuenta corriente en EUA, sino también hacerlo con bajas tasas de interés al incorporar reducidas primas de riesgo producto de la menor volatilidad en los ciclos mundiales de crecimiento económico y de inflación.

Si bien estos desequilibrios tenderán a corregirse, no está del todo claro el momento, las características y la magnitud de este proceso, ni su detonante inmediato. En todo caso, el ajuste debería registrar una desaceleración del consumo en EUA y un incremento en las tasas de interés mundiales asociado a mayores primas de riesgo. No obstante, es debatible si este reacomodo se presentará de forma gradual o si detonará abruptamente de forma tal que implique un escenario de "stress" económico con recesión en EUA, posible incremento de la inflación global si éste escenario viene producido por incrementos adicionales en el precio del petróleo, aumento de las tasas de interés por mayores primas de riesgo (freno a flujos de inversión), y depreciación del dólar frente a divisas asiáticas.

Por el momento existen indicios para pensar que el ajuste del desbalance internacional será gradual.<sup>3</sup> A pesar de ello, y a manera de ejercicio, es interesante preguntarse cómo afectaría una corrección abrupta en EUA sobre la economía mexicana bajo nuestra coyuntura actual. Cualitativamente, dicho ajuste se transmitiría hacia México a través de un repunte del déficit comercial (menores exportaciones de manufacturas e hidrocarburos) que desaceleraría la actividad industrial así como la inversión y el empleo. A lo anterior se añadiría una menor liquidez internacional que induciría una mayor depreciación del peso y que contribuiría a un repunte en la inflación doméstica. Con ello, las tasas de interés se incrementarían (mayor prima de riesgo y mayor inflación esperada) y desmotivaría la demanda interna en México.

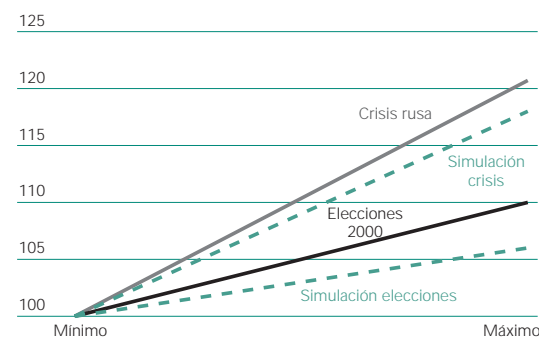
Asumiendo en forma ilustrativa como un escenario de riesgo, que ante un incremento significativo adicional de los precios del petróleo, la economía de EUA se desaceleraría en 2006 y 2007 (crecimiento 2.9 y -0.4%), la inflación repunta a 4 y 3.3%, las tasas de largo plazo se incrementarían a 6.3 y 7.8% y el dólar se depreciara hacia niveles de 1.40 respecto al euro, observaríamos un repunte internacional en las primas de riesgo (entre 2 y 3 veces a los observados actualmente) que frenaría la disponibilidad de recursos para la economía mexicana. Bajo el contexto actual de la economía mexicana (régimen cambiario flexible, profundidad de mercados financieros, expectativas inflacionarias de largo plazo de un dígito, reducido déficit fiscal y composición de deuda pública), nuestros ejercicios indican que este freno de recursos internacionales implicaría para los mercados financieros: (i) una depreciación del tipo de cambio que lo situaría en 12 y 13.6 ppp; (ii) repunte de las tasas de interés de corto y largo plazo (Cetes 91 días hacia niveles entre 9.2 y 10.5%; y bonos a 10 años de 11.6 y 14.7%); y (iii) contracción en la bolsa de valores entre 15 y 20% anual, al cierre de los siguientes dos años.

2 En el corto plazo, se observa un creciente efecto de elevados precios del petróleo sobre las cuentas externas de EUA al grado de contribuir hasta con 1% del PIB en el déficit comercial de ese país en los últimos 12 meses.

3 Entre los elementos que apuntan a un ajuste gradual tenemos: sesgo de alzas en las tasas de interés de bancos centrales en el mundo para acotar el riesgo de inflación al moderar el dinamismo de consumo; persiste dinamismo productivo en China que genera excedentes de reservas y elevada demanda de materias primas; avances en la flexibilización cambiaria en países asiáticos; aumento en la renta de las familias en EUA; y la inflación internacional se mantiene en rangos bajos. Asimismo, la productividad en EUA se mantiene en rangos muy favorables.

### Índice de Ajuste del Tipo de Cambio

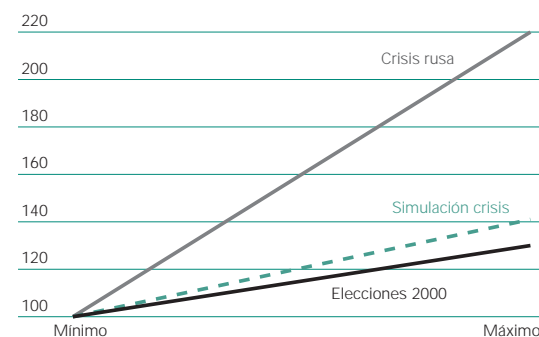
Representa la tendencia entre el valor mínimo y máximo alcanzado durante el evento



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

### Índice de Ajuste de Tasas de Interés

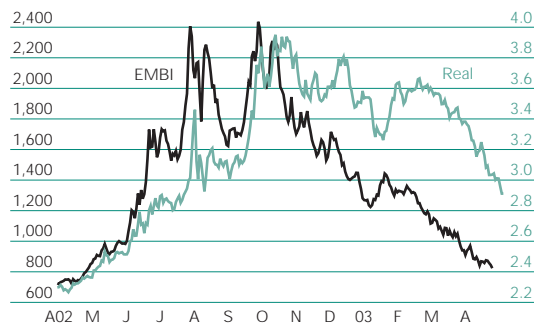
Representa la tendencia entre el valor mínimo y máximo alcanzado durante el evento



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

## Real Brasileño y Spread

6 meses antes y después de las elecciones del 2002



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

En todo caso, lo que muestran estas cifras es el avance en la solidez de la economía para enfrentar un “choque” externo de esta naturaleza. Es decir, en términos comparativos los impactos en las diferentes variables son menores a los observados en otros momentos de incertidumbre para la economía mexicana

## Causa nacional: crisis de confianza sobre México

Este 2 de julio se llevarán a cabo elecciones federales en nuestro país. Este acontecimiento forma parte de un ciclo político que abarca a varios países Latinoamericanos (Chile, Bolivia, Perú, Brasil y Venezuela, algunos de estos procesos ya concluidos) en un lapso de tiempo relativamente corto. Tradicionalmente, estos periodos de activismo político han correspondido con un cambio en la percepción del riesgo país, depreciaciones de las divisas Latinoamericanas y restricción de la demanda por activos de la región, lo que ha desatado periodos de desaliento económico y en ocasiones de crisis financieras.

México hoy enfrenta los comicios federales en un marco económico interno bastante favorable; al grado de que en décadas no se alineaban elementos como: finanzas públicas y cuentas externas sanas, refinanciamiento de la deuda externa cubierta para los próximos 2 años, inflación baja, y desarrollo del mercado financiero y bancario.<sup>4</sup> A pesar de ello, no se puede descartar por completo que el sentimiento del mercado gire conforme nos aproximemos a la elección. Así ha sucedido, en diferentes magnitudes, en elecciones previas en Latinoamérica: por ejemplo, el último acontecimiento que desencadenó un aumento sustantivo de la volatilidad en la región fueron las elecciones en Brasil del 2002. En esa ocasión, los mercados fueron acrecentando la especulación —y por tanto el nerviosismo— a raíz de que se vislumbrara la victoria del entonces candidato de izquierda (percibido como un candidato populista) Luiz Inácio Lula Da Silva al que se asociaba a un discurso de no redención de pago de la deuda externa. El “spread” soberano aumentó en más de 1,600 pb en los 6 meses previos, mientras que el real brasileño se depreció en más de 60%. Ya concluidas dichas elecciones —y después de que Lula Da Silva anunciara su gabinete y moderara su discurso hacia uno más ortodoxo— los mercados financieros depositaron nuevamente su optimismo en Brasil, situación que, con algunos tropiezos, se ha mantenido hasta el momento.<sup>5</sup>

Las elecciones del 2000 en México generaron menos agitación con relación a las de Brasil; sin embargo, sí hubo un periodo de mayor incertidumbre que aumentó moderadamente la volatilidad del tipo de cambio y del riesgo país. Así, el peso se deslizó de 9.5 en enero de 2000 a 10.08 pppd a la semana previa a las elecciones; asimismo, el EMBI+ de México fluctuó en rangos más estrechos que los de Brasil, incrementándose casi 150 pb semanas antes de las elecciones.

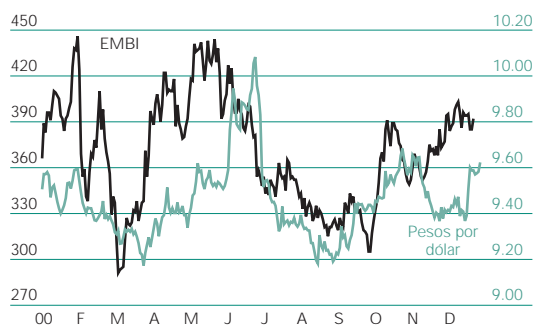
Actualmente, una mayor incertidumbre pareciera no estar justificada dada la solidez de los fundamentales económicos y los avances en la inflación. En materia política, las elecciones están sustentadas por instituciones que garantizan el respeto del voto y la ratificación de la

4 Elementos que constituyen el actual “blindaje financiero”.

5 Brasil enfrentó estas elecciones con un contexto financiero y económico muy desfavorable con relación a la situación de la economía mexicana en el 2000 y la actual. En particular, presentaba mayor vulnerabilidad de las cuentas externas (elevado déficit de cuenta corriente), financiamiento con flujos de corto plazo deuda pública elevada y sensible a la volatilidad de las tasas de interés y del tipo de cambio.

## Peso Mexicano y Spread

6 meses antes y después de las elecciones del 2000



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

democracia —que junto a las reformas económicas— forma parte del paquete de transformación estructural del país de los últimos años.

Entonces, ¿qué generaría un giro en el sentimiento de los inversionistas ante las elecciones? La incertidumbre sobre la continuación de la estabilidad económica es en periodo electoral la fuente de los movimientos especulativos. Las elecciones generan dudas asociadas a la capacidad del nuevo gobierno para enfrentar nuevos retos, a las formas e ideologías utilizadas para lograrlo, e incluso a la credibilidad de los argumentos de los candidatos. Es, en principio, una valoración subjetiva que no siempre ofrece el beneficio de la duda. Sin embargo, a pesar de la sensibilidad del sentimiento del mercado hacia algún país emergente, la justificación económica está en la posibilidad (aunque sea remota) de que el rendimiento esperado de las inversiones se torne negativo de un momento a otro. Y es en este instante, en el que los inversionistas emigran y reclaman una mayor prima riesgo.

Las elecciones en México no están exentas de una posible pérdida de confianza; a pesar de ello, la solidez de los fundamentales mitigará las presiones de corto plazo. Como ejercicio ilustrativo, calculamos el efecto que tendría sobre el nivel del tipo de cambio el aumento en la volatilidad estimada en dos veces el efecto que hubo de las elecciones del 2000 en las principales variables financieras. Con el tipo de cambio al cierre de esta edición próximo a 11.0 ppd, si las elecciones fueran en un mes, nuestra simulación de dos veces la incertidumbre en las elecciones previas llevarían al tipo de cambio a 11.59 ppd, diseminándose el efecto a lo largo de tres meses. Esta depreciación simulada de 5.36% no representa un escenario de riesgo, pero sí captura una mayor incertidumbre en un contexto de fortaleza estructural.

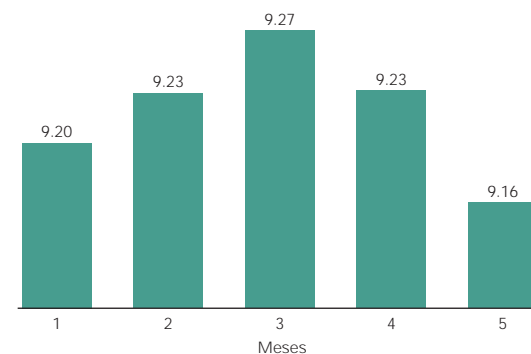
Desde otro punto de vista, la magnitud del movimiento del tipo de cambio, nuevamente muestra el avance en la fortaleza de la economía al contrarrestar la volatilidad de los mercados financieros, toda vez que el ajuste lo llevaría a niveles similares a los observados en octubre de 2004.

## Conclusiones

En este artículo hemos expuesto de manera general, las condiciones ante las cuales la economía podría enfrentar un periodo de mayor volatilidad financiera y sus posibles orígenes. Así, hemos analizado y simulado lo que a nuestro juicio representan las principales fuentes de riesgo: ajuste de los desequilibrios internacionales y un posible cambio en la percepción del mercado ante los comicios del 2 de Julio. Es un ejercicio ilustrativo al que se le asigna una probabilidad muy inferior a la del escenario base, y que permite deducir que la probabilidad de enfrentar una crisis financiera similar a las del pasado es menor. Sin embargo, se deben reconocer las causas y mecanismos de los eventos que pudieran generar mayor inestabilidad y señalar algunas estimaciones simplemente indicativas. En cuanto a los fundamentales económicos, México, junto con Chile en su momento, es el país que presenta la mayor fortaleza frente a sus comicios electorales, por lo cual existen las condiciones para contener y limitar la volatilidad de los mercados financieros, si ésta llegara a ocurrir. En este sentido, esa potencial volatilidad, no es sinónimo de crisis, sino muestra de la absorción de esos eventos.

## Simulación del M10 de un Incremento de 2 Veces la Prima de Riesgo Asociada a las Elecciones de 2000

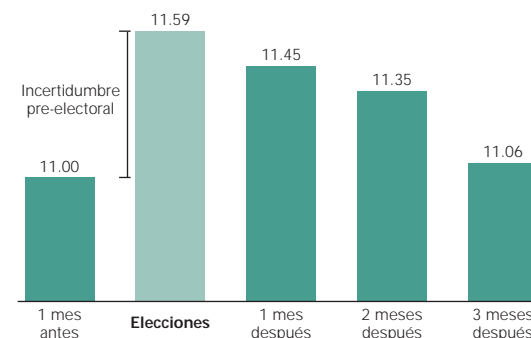
Base = 8.6%



Fuente: BBVA Bancomer

## Simulación del Tipo de Cambio ante 2 Veces el Riesgo de las Elecciones de 2000

Pesos por dólar



Fuente: BBVA Bancomer

## México: Rumbo a las Elecciones del 2 de Julio

### El 2 de Julio, se Renovarán 1,431 Puestos de Elección Popular

- 1 Presidente
- 128 Senadores
- 500 Diputados Federales
- 3 Gobernadores
- 423 Presidentes Municipales
- Jefe de Gobierno de México D.F.
- 16 Delegados de México D.F.
- 359 Diputados Locales

Fuente: IFE

### Calendario Político Abril - diciembre 2006



Fuente: BBVA Bancomer

### Popularidad de Candidatos Presidenciales Marzo-abril 2006, %

	AMLO (PRD)	Madrazo (PRI)	Calderón (PAN)	Diferencia 1° - 2°
Parametría	40.0	29.0	29.0	11.0
Reforma	41.0	25.0	31.0	10.0
Mitofsky	38.0	29.0	31.0	7.0
Mark. Pol.	37.0	29.0	32.0	5.0
Arcop	31.0	23.0	27.0	4.0
El Universal	38.0	25.0	34.0	4.0
Milenio	34.0	31.0	31.0	3.0
GEA-ISA	34.0	28.0	36.0	2.0
Beltrán	36.0	28.0	34.0	2.0
<b>Promedio</b>	<b>36.6</b>	<b>27.4</b>	<b>31.7</b>	<b>5.3</b>

Fuente: Sondeos nacionales de empresas respectivas

Este 2 de julio, los votantes elegirán al nuevo Presidente de la República para el periodo 2006-2012, así como los 500 diputados y 128 senadores que integran el Congreso de la Unión. También habrá comicios para escoger el Jefe de Gobierno de México D.F., la Asamblea Legislativa y las 16 delegaciones de esa entidad, y los gobernadores de Guanajuato, Jalisco y Morelos. Adicionalmente, las legislaturas y las presidencias municipales de nueve estados (Campeche, Colima, Guanajuato, Jalisco, Morelos, Nuevo León, Querétaro, San Luis Potosí y Sonora) serán renovadas. En suma, 1,431 cargos públicos estarán en juego.

Las campañas formales de los candidatos a la Presidencia comenzaron el pasado 19 de enero. De los cinco aspirantes presidenciales que contienen en esta elección, solamente tres están colocados en una posición competitiva: Andrés Manuel López Obrador (PRD); Felipe Calderón Hinojosa (PAN); y Roberto Madrazo (PRI). López Obrador es respaldado por otros dos partidos, el PT y Convergencia Democrática, mientras que Madrazo cuenta con el apoyo del PVEM. El candidato del PAN es el único de los tres que no estableció una alianza electoral con otra fuerza política. Los otros candidatos presidenciales son Patricia Mercado (Alternativa Socialdemócrata y Campesina) y Roberto Campa (Nueva Alianza).

### La Infraestructura Electoral es un Factor de Confianza

Ante la posibilidad de una elección reñida, la infraestructura electoral edificada en los últimos años es un factor de confianza. Hoy día, hay 73 millones de personas registradas en el padrón electoral, 20% más que en los comicios de 2000. Para las elecciones de este 2 de julio, se imprimirán 226.7 millones de boletas, 18% más que hace seis años. Dichas boletas incorporan nuevas modalidades de seguridad, incluyendo papel especial, marcas de agua y fibras ópticas. Habrá 5.8 millones de actas. Los sufragios se efectuarán en 134 mil casillas, 18% más que en 2000. Habrá casillas de atención especial en 5,353 secciones electorales. Según el Instituto Federal Electoral (IFE), habrá casi un millón de funcionarios de casillas, 23,791 capacitadores-asistentes y 3,265 supervisores electorales. Igual que en las dos anteriores justas presidenciales, la jornada cívica contará con la presencia de un gran número de observadores electorales y de visitantes extranjeros. El Programa de Resultados Electorales Preliminares (PREP), un mejorado sistema de conteo rápido y las encuestas de salida permitirán que los resultados se conozcan la misma noche de las votaciones.

El país cuenta con el "blindaje" jurídico-institucional para resolver cualquier controversia derivada de los sufragios. El Tribunal Electoral del Poder Judicial de la Federación (Trife), creado en 1996, tiene entre sus funciones: realizar el cómputo final de resultados, calificar la elección del Presidente de la República y hacer la declaración de Presidente-electo (antes responsabilidad del Congreso de la Unión a través del Gran Colegio Electoral); resolver en forma definitiva e inatacable, las impugnaciones que se presenten en materia electoral federal; y fortalecer el sistema de medios de impugnación, para garantizar los principios de constitucionalidad y legalidad de actos y resoluciones electorales. Los magistrados electorales no dependen del Poder Ejecutivo Federal. El Trife genera confianza y es la máxima autoridad para resolver disputas. De hecho, anuló dos elecciones para gobernador en Tabasco y Colima. Si bien los actuales magistrados serán reemplazados en septiembre de 2006, el Trife tardaría no más de seis semanas en resolver una controversia electoral.

## En Casi Todos las Encuestas, López Obrador Encabeza las Intenciones de Voto

Desde el arranque de la contienda presidencial, casi todas las encuestas colocan a López Obrador a la cabeza de las intenciones de voto, mientras que Calderón y Madrazo mantienen una disputa por el segundo lugar. Según los sondeos del diario Reforma y Consulta Mitofsky publicados en el mes de marzo, el candidato del PRD disfruta una ventaja de entre siete y diez puntos porcentuales sobre su más cercano contrincante. La encuesta de GEA-ISA es la única que sitúa a Calderón por encima de López Obrador. En todo caso, el más reciente sondeo del diario Milenio, publicado en la primera semana de abril, podría indicar que la contienda electoral se está volviendo más competitiva, ya que el candidato del PRD acapara 34% de las intenciones de voto, mientras que Madrazo y Calderón se ubican solamente tres puntos detrás de él, con 31% cada uno. Independientemente del respaldo que tienen los candidatos a la Presidencia, el sondeo del periódico El Universal reveló que 42% de los consultados cree que López Obrador va a ganar las elecciones. Sólo 19% opinó igual de Calderón y Madrazo.

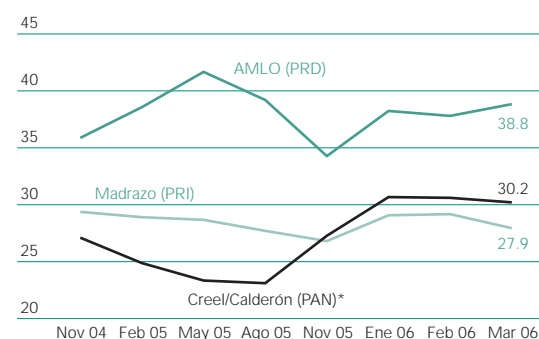
### Valoración

La etapa decisiva de la campaña electoral será en mayo y junio, luego de la "tregua" de semana santa. Durante esos meses, se prevé que la contienda se tornará más rispida y los ataques personales entre los aspirantes presidenciales subirán de tono. Los candidatos sostendrán dos debates televisados. El primero de esos debates se celebrará el día 25 de abril; el segundo está programado para el 6 de junio. La información disponible indica que López Obrador solamente asistirá al segundo de esos encuentros. Los debates permitirán a los votantes evaluar con detenimiento las cualidades de cada contendiente. Por otra parte, los mercados financieros esperan que los dos eventos les proporcionen mayores pistas económicas. Ante la expectativa de una elección reñida, los candidatos intensificarán sus esfuerzos por conseguir el apoyo de quienes aún no han decidido por quién van a votar. La mayoría de las encuestas coinciden en que aproximadamente 20% de los electores se ubica en esa categoría. Muchos de ellos no acudirán a las urnas; empero, si un grupo numeroso de los restantes se inclina por el mismo candidato, podría determinar el resultado final.

Si el margen de diferencia entre quienes queden en primer y segundo lugar se reduce a un punto porcentual, esto podría motivar nerviosismo. Sin embargo, suponiendo que un candidato obtiene 37% de los votos y otro 36%, con una participación de 60% de los electores (o sea 43.8 millones), ese punto porcentual representaría 400 mil votos, lo que es una cantidad considerable. En una democracia, los comicios se ganan o pierden por un voto. La contienda presidencial en Costa Rica (febrero 5) es un buen ejemplo de lo disputado que puede ser una elección. El candidato ganador, Oscar Arias Sánchez, aventajó a su más cercano competidor, Otton Solís Fallas, por apenas 18,169 votos: 40.9% v. 39.8%. Ese desenlace no provocó cuestionamientos por parte del perdedor y en los días posteriores, la discusión giró en torno a la conveniencia de celebrar o no la segunda vuelta electoral (Solís acabó reconociendo su derrota). No se puede descartar la posibilidad de que en México, la elección venidera produzca un resultado apretado; empero, esto evidenciaría la vitalidad del sistema democrático. En el balance final, la infraestructura con que cuenta el IFE para organizar los sufragios, así como la bien ganada credibilidad del Trife para resolver controversias electorales, son elementos de certidumbre que habría que valorar.

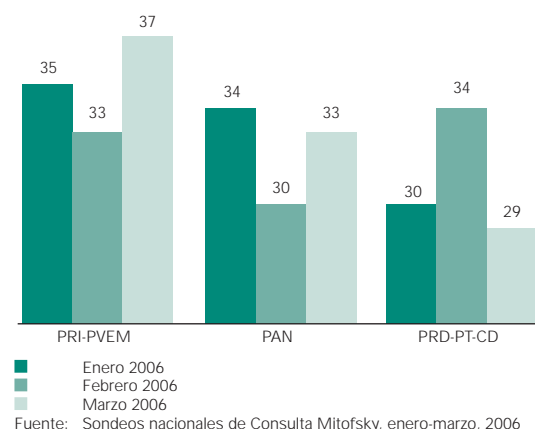
## Respaldo a Aspirantes Presidenciales

Promedio de tres encuestas, %



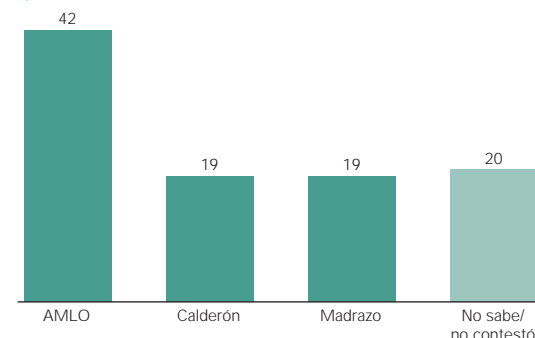
\* Hasta ago. 2005 se midió con Creel, a partir de nov. con Calderón  
Fuente: Sondeos nacionales de Milenio, Reforma y Consulta Mitofsky

## Diputados Federales: Preferencia Electoral %



## ¿Cuál Candidato Cree Usted que Va a Ganar en las Próximas Elecciones?

%



Fuente: Sondeo nacional de El Universal, 3-6 marzo 2006

## Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	II'05	III'05	IV'05	I'06	II'06	III'06	IV'06	I'07	2005	2006	2007
<b>Actividad Económica</b>											
PIB (variación % real anual)	3.6	3.6	3.2	<b>3.5</b>	<b>3.4</b>	<b>3.0</b>	<b>3.4</b>	<b>3.1</b>	3.5	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>
Gasto personal en consumo	3.9	3.8	2.9	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>	<b>3.4</b>	<b>3.0</b>	3.5	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>
Inversión fija bruta	8.0	7.9	7.1	<b>7.1</b>	<b>5.9</b>	<b>4.7</b>	<b>6.2</b>	<b>5.6</b>	8.1	<b>6.0</b>	<b>5.7</b>
No residencial	9.2	8.3	6.8	<b>8.2</b>	<b>7.5</b>	<b>6.3</b>	<b>7.7</b>	<b>6.4</b>	8.6	<b>7.4</b>	<b>6.7</b>
Estructuras	1.7	1.9	1.5	<b>2.0</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	2.0	<b>0.9</b>	<b>0.5</b>
Equipo y software	11.8	10.6	8.7	<b>8.3</b>	<b>7.7</b>	<b>6.0</b>	<b>7.8</b>	<b>7.8</b>	10.9	<b>7.5</b>	<b>8.1</b>
Residencial	6.1	7.2	7.6	<b>5.8</b>	<b>3.7</b>	<b>2.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.8</b>	7.1	<b>3.9</b>	<b>3.5</b>
Exportaciones totales	7.7	6.9	6.4	<b>6.4</b>	<b>5.7</b>	<b>7.0</b>	<b>8.4</b>	<b>7.5</b>	6.9	<b>6.9</b>	<b>7.0</b>
Importaciones totales	5.7	5.1	5.3	<b>5.3</b>	<b>6.9</b>	<b>7.8</b>	<b>7.0</b>	<b>6.1</b>	6.3	<b>6.7</b>	<b>6.4</b>
Consumo del gobierno	1.8	2.0	1.6	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	1.8	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>
<b>Contribución al Crecimiento (pp)</b>											
Gasto personal en consumo	2.7	2.7	2.1	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	2.5	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>
Inversión privada	0.7	0.7	1.1	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	1.0	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>
Exportaciones netas	-0.1	-0.1	-0.2	<b>-0.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.2</b>	-0.3	<b>-0.4</b>	<b>-0.3</b>
Consumo del gobierno	0.3	0.4	0.3	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	0.3	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>
<b>Precios y Costos (variación % anual, promedio)</b>											
CPI	3.0	3.8	3.7	3.7	<b>3.7</b>	<b>2.5</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	3.4	<b>2.9</b>	<b>2.1</b>
Subyacente	2.1	2.1	2.1	2.1	<b>2.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	2.2	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>
PCE	2.5	3.1	3.0	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	2.8	<b>2.4</b>	<b>1.6</b>
Subyacente	2.0	1.9	2.0	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	2.0	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>
Deflactor del PIB	2.5	2.9	3.1	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>1.9</b>	2.8	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>
Productividad	2.4	3.1	2.4	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>	2.7	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>
Compensación real por hora	2.7	1.7	0.1	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	2.0	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>
Costo laboral unitario	3.2	2.4	1.3	<b>2.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	2.6	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>
<b>Otros Indicadores</b>											
Producción industrial (variación % real anual)	3.0	2.8	3.0	3.2	<b>3.5</b>	<b>4.1</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>	3.2	<b>3.6</b>	<b>3.4</b>
Capacidad utilizada (%)	79.9	79.9	80.5	81.0	<b>81.1</b>	<b>81.3</b>	<b>81.5</b>	<b>81.7</b>	80.1	<b>81.2</b>	<b>81.9</b>
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	17.2	18.0	15.9	16.9	<b>17.0</b>	<b>16.9</b>	<b>16.9</b>	<b>16.9</b>	16.9	<b>16.9</b>	<b>16.9</b>
Inicio de casas (miles, anualizado)	2,044	2,101	2,059	2,131	<b>1,906</b>	<b>1,868</b>	<b>1,869</b>	<b>1,869</b>	2,072	<b>1,944</b>	<b>1,890</b>
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	167	155	179	197	<b>160</b>	<b>160</b>	<b>160</b>	<b>140</b>	165	<b>169</b>	<b>140</b>
Tasa de desempleo (promedio, %)	5.1	5.0	4.9	4.7	<b>4.7</b>	<b>4.7</b>	<b>4.7</b>	<b>4.7</b>	5.1	<b>4.7</b>	<b>4.6</b>
Tasa de ahorro personal	-0.2	-1.8	-0.4	<b>-0.7</b>	<b>-0.9</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	-0.5	<b>-0.3</b>	<b>1.1</b>
Balanza comercial (mmd)	-197	-185	-225	<b>-217</b>	<b>-223</b>	<b>-226</b>	<b>-230</b>	<b>-229</b>	-724	<b>-828</b>	<b>-884</b>
Balanza cuenta corriente (mmd)	-788	-742	-906	<b>-868</b>	<b>-892</b>	<b>-906</b>	<b>-921</b>	<b>-915</b>	-805	<b>-897</b>	<b>-946</b>
% PIB	-6.4	-5.9	-7.1	<b>-6.7</b>	<b>-6.8</b>	<b>-6.8</b>	<b>-6.8</b>	<b>-6.7</b>	-6.5	<b>-6.8</b>	<b>-6.8</b>
Balance fiscal (mmd, año fiscal)	—	—	—	—	—	—	—	—	-318	<b>-352</b>	<b>-285</b>
% PIB	—	—	—	—	—	—	—	—	-2.6	<b>-2.7</b>	<b>-2.0</b>
Brent (dólares por barril, promedio)	53.9	65.5	61.1	66.4	<b>65.6</b>	<b>60.8</b>	<b>59.4</b>	<b>58.1</b>	58.3	<b>63.1</b>	<b>56.7</b>
<b>Mercados Financieros (fdp)</b>											
Fed funds (%)	3.25	3.75	4.25	4.75	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>	4.25	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>
Libor 3 meses (%)	3.52	4.07	4.54	5.00	<b>5.37</b>	<b>5.37</b>	<b>5.37</b>	<b>5.37</b>	4.54	<b>5.37</b>	<b>5.37</b>
Nota del Tesoro 10 años (%)	3.91	4.32	4.39	4.85	<b>4.90</b>	<b>5.00</b>	<b>5.20</b>	<b>5.18</b>	4.39	<b>5.20</b>	<b>5.10</b>
Dólar/euro	1.21	1.20	1.18	1.21	<b>1.21</b>	<b>1.22</b>	<b>1.23</b>	<b>1.24</b>	1.18	<b>1.23</b>	<b>1.26</b>

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

## Indicadores y Pronósticos México

	2002	2003	2004	2005	2006	I'05	II'05	III'05	IV'05	I'06	II'06	III'06	IV'06
<b>Actividad Económica</b>													
PIB (series desestacionalizadas)													
Variación % real anual	0.8	1.4	4.2	3.0	<b>3.6</b>	3.6	2.2	3.4	2.7	<b>4.1</b>	<b>4.6</b>	<b>3.2</b>	<b>2.4</b>
Por habitante en dólares*	6,520	6,355	6,727	7,418	<b>7,544</b>	6,992	7,412	7,406	7,862	<b>7,404</b>	<b>7,614</b>	<b>7,268</b>	<b>7,891</b>
Miles de millones de dólares	649	639	676	755	<b>799</b>	707	750	748	814	<b>808</b>	<b>808</b>	<b>764</b>	<b>816</b>
<b>Inflación (% fdp)</b>													
General	5.7	4.0	5.2	3.3	<b>3.3</b>	4.4	4.3	3.5	3.3	3.4	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>
Subyacente	3.8	3.7	3.8	3.1	<b>2.9</b>	3.6	3.4	3.2	3.1	3.0	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>
<b>Mercados Financieros</b>													
Tasas de interés (% fdp)													
Fondeo bancario	—	6.1	8.8	8.3	<b>7.0</b>	9.5	9.8	9.3	8.3	7.3	<b>7.0</b>	<b>7.0</b>	<b>7.0</b>
Cetes 28 días	7.0	6.0	8.6	8.0	<b>7.0</b>	9.6	9.6	9.0	8.0	7.3	<b>7.1</b>	<b>7.0</b>	<b>7.0</b>
TIIIE 28 días	8.5	6.3	9.0	8.6	<b>7.3</b>	9.9	10.0	9.5	8.6	7.6	<b>7.4</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>
Bono 10 años (% fdp)	10.1	8.3	9.7	8.5	<b>8.2</b>	10.5	9.6	8.5	8.5	8.7	<b>8.8</b>	<b>8.5</b>	<b>8.2</b>
Tipo de cambio													
Pesos por dólar, fdp	10.3	11.2	11.3	10.7	<b>11.3</b>	11.3	10.8	10.8	10.7	11.0	<b>11.4</b>	<b>11.2</b>	<b>11.3</b>
<b>Finanzas Públicas</b>													
Balance fiscal (% del PIB)	-1.2	-0.6	-0.3	-0.1	<b>0.0</b>	nd	nd	nd	-0.1	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>0.0</b>
RFSP (% del PIB)	3.3	3.1	2.7	2.1	<b>1.5</b>	nd	nd	nd	2.1	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>1.5</b>
<b>Sector Externo**</b>													
Balanza comercial (mmd)	-7.6	-5.8	-8.8	-7.7	<b>-7.3</b>	-10.2	-9.7	-9.5	-7.7	<b>-6.2</b>	<b>-6.0</b>	<b>-7.1</b>	<b>-7.3</b>
Cuenta corriente (mmd)	-13.5	-8.6	-7.2	-5.7	<b>-7.0</b>	-8.8	-8.3	-9.4	-8.1	<b>-6.7</b>	<b>-8.3</b>	<b>-7.7</b>	<b>-7.0</b>
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.1	-1.3	-1.1	-0.7	<b>-0.9</b>	-1.3	-1.2	-1.3	-1.1	<b>-0.9</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.9</b>
Petróleo (mezcla mexicana, dpb, fdp)	24.7	25.0	32.4	48.5	<b>45.5</b>	33.7	40.1	50.7	48.5	<b>47.3</b>	<b>47.3</b>	<b>46.5</b>	<b>45.5</b>
<b>Agregados Monet. y Act. Bancaria (var. % anual)</b>													
Captación bancaria tradicional	-5.5	7.5	6.3	4.4	<b>4.8</b>	3.1	2.3	4.0	4.4	<b>6.8</b>	<b>3.7</b>	<b>4.1</b>	<b>4.8</b>
Créd. vigente banca comercial***	8.5	8.6	26.1	27.0	<b>21.9</b>	29.6	30.0	29.3	27.0	<b>25.9</b>	<b>25.4</b>	<b>23.4</b>	<b>21.9</b>
<b>Demanda Agregada (var. % anual, desestacionalizada)</b>													
Total	1.0	1.2	6.2	4.6	<b>5.3</b>	4.3	4.1	4.9	4.9	<b>5.4</b>	<b>6.3</b>	<b>5.1</b>	<b>4.3</b>
Demanda interna													
Consumo	1.3	2.1	3.6	4.8	<b>4.7</b>	5.7	3.4	5.2	5.0	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	<b>4.6</b>	<b>4.4</b>
Privado	1.5	2.2	4.1	5.4	<b>5.1</b>	6.6	3.8	5.9	5.3	<b>5.3</b>	<b>5.2</b>	<b>5.0</b>	<b>4.8</b>
Público	-0.2	1.0	-0.4	0.3	<b>1.6</b>	-0.6	0.2	-0.2	2.0	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>
Inversión	-0.7	0.4	7.2	8.0	<b>7.8</b>	6.3	8.4	6.9	10.3	<b>9.4</b>	<b>8.7</b>	<b>7.6</b>	<b>5.6</b>
Privada	-4.1	-1.5	8.5	10.0	<b>7.9</b>	4.4	7.6	6.5	23.6	<b>9.0</b>	<b>8.5</b>	<b>8.0</b>	<b>6.0</b>
Pública	16.8	8.5	2.5	-0.3	<b>7.3</b>	17.1	12.2	9.3	-19.6	<b>11.5</b>	<b>9.5</b>	<b>5.8</b>	<b>4.1</b>
Demanda externa													
Importaciones	1.4	2.7	11.7	6.8	<b>10.5</b>	8.1	4.4	5.7	9.1	<b>9.0</b>	<b>9.4</b>	<b>11.3</b>	<b>12.1</b>
<b>PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)</b>													
Agropecuario	0.2	3.1	3.4	-1.2	<b>0.3</b>	-0.6	-3.4	6.1	-6.3	<b>-0.3</b>	<b>5.2</b>	<b>2.9</b>	<b>-7.0</b>
Industrial													
Minería	0.4	3.7	3.5	1.2	<b>3.0</b>	-0.2	0.6	1.5	3.0	<b>5.5</b>	<b>1.7</b>	<b>2.9</b>	<b>2.2</b>
Manufacturas	-0.7	-1.2	3.7	1.4	<b>3.8</b>	2.4	0.6	0.5	2.0	<b>3.8</b>	<b>4.8</b>	<b>4.4</b>	<b>2.3</b>
Construcción	2.1	3.3	6.1	3.2	<b>4.2</b>	2.6	3.1	2.2	4.8	<b>6.3</b>	<b>4.7</b>	<b>4.1</b>	<b>1.9</b>
Electricidad, gas y agua	1.0	1.5	2.8	1.4	<b>2.0</b>	0.5	2.9	1.8	1.1	<b>2.3</b>	<b>0.8</b>	<b>2.1</b>	<b>2.9</b>
Servicios													
Comercio, restaurantes y hoteles	-0.1	1.5	5.4	3.3	<b>3.0</b>	5.1	2.8	3.2	2.2	<b>3.0</b>	<b>4.9</b>	<b>2.8</b>	<b>1.4</b>
Transporte y comunicaciones	1.8	5.0	9.2	7.0	<b>7.4</b>	8.1	6.7	6.8	6.5	<b>8.3</b>	<b>8.6</b>	<b>7.0</b>	<b>5.7</b>
Financieras, seguros e inmuebles	4.2	3.9	3.9	5.7	<b>5.1</b>	5.2	5.5	6.1	6.0	<b>6.0</b>	<b>5.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.2</b>
Comunales y personales	0.9	-0.5	0.5	2.3	<b>1.9</b>	2.1	1.9	2.6	2.6	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>

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

## Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
<b>Bogotá</b> <a href="http://www.bbva.com.co">www.bbva.com.co</a>		
Situación Macroeconómica Colombiana	Standard & Poor's	Bogotá, Enero 2006
Situación Macroeconómica Colombiana	FMI	Bogotá, Marzo 2006
Algunas Consideraciones sobre la Coyuntura Económica	Fedesarrollo	Bogotá, Marzo 2006
<b>Buenos Aires</b> <a href="http://www.bancofrances.com.ar">www.bancofrances.com.ar</a>		
Panorama Macroeconómico de Argentina 2005/2006	Clientes Banca Corporativa	Buenos Aires, Febrero 2006
Canales de Transmisión de la Pol. Monet. y Cambiaria en Argentina	Banco Central de la República Argentina	Buenos Aires, Marzo 2006
<b>Caracas</b> <a href="http://www.provincial.com">www.provincial.com</a>		
Perspectivas Macroeconómicas 2006-2007	Reunión de Clientes	Caracas, Enero 2006
Mercado Petrolero	Banca Mayorista Global	Caracas, Febrero 2006
Venezuela: Proyección Económica 2006-2008	XIV Asamblea de Cavidea	Caracas, Marzo 2006
Venezuela: Economic Outlook 2006-2007	Banca Mayorista Global	Caracas, Marzo 2006
<b>Lima</b> <a href="http://www.bbvaabancocontinental.com">www.bbvaabancocontinental.com</a>		
Situación Económica	KIA	Lima, Enero 2006
Peru: Economic Outlook	AMEX	Lima, Enero 2006
Las Claves de la Economía Peruana	Reunión Económica para Ejecutivos	Lima, Febrero 2006
Perú: Situación Económica	Reunión Económica para Ejecutivos	Lima, Marzo 2006
Situación Económica	Moody's	Lima, Marzo 2006
<b>Madrid</b> <a href="http://www.bbva.com">www.bbva.com</a>		
Flujos de Capitales a Emergentes: Situación Actual y Perspectivas	BBVA	Madrid, Enero 2006
Perspectivas para América Latina	Prensa	Madrid, Enero 2006
Situación Inmobiliaria	Prensa	Madrid, Febrero 2006
Tendencias en la Economía Mundial	Clientes	Lima, Febrero 2006
Entorno Internacional y su Impacto en los Mercados Inmobiliarios	BBVA	Bogotá, Febrero 2006
Entorno Económico Mundial	Prensa	Madrid, Marzo 2006
Recuperación de la UEM: ¿Mito o Realidad?	Intermoney	Madrid, Marzo 2006
Mercado Cambiario Internacional: ¿Una Nueva Etapa?	Universidad Autónoma, ICAE	Madrid, Marzo 2006
<b>México</b> <a href="http://www.bancomer.com">www.bancomer.com</a>		
Mexican Banking and Financial System	Universidad de Columbia	México D.F., Enero 2006
Crédito al Consumo: Perspectivas y Factores de Riesgo	Misión FMI-BM a México	México D.F., Enero 2006
México: Perspectivas Económicas en un Año de Elecciones	Consejos Regionales	Gira nal. (8 ciudades), Feb. 2006
México ante las Elecciones de 2006	Hipotecaria Nacional	Gira nal. (8 ciudades), Feb. 2006
México: Retos y Oportunidades	Clientes corporativos	México D.F., Febrero 2006
México: en el Contexto Global y ante las Elecciones	Banca Patrimonial y Privada	Gira nal. (8 ciudades), Mar. 2006
Perspectivas Internacionales... con una Atención Especial a México	Banca Privada	México D.F., Marzo 2006
<b>BBVA USA</b> <a href="http://www.bancomer.com">www.bancomer.com</a>		
U.S. Economic Perspectives: The Importance of the Housing Sector	Banca Corporativa	San Juan, Puerto Rico, Ene. 2006
U.S. Economic Perspectives	Banca Corporativa	San Juan, Puerto Rico, Ene. 2006
<b>Santiago de Chile</b> <a href="http://www.bhif.cl">www.bhif.cl</a>		
Desafíos para Chile en el Contexto Global 2005-2006	Agentes Banca Personas BBVA	Valparaíso, Enero 2006
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, Enero 2006
Panorama 2006-2007	Directivos BBVA Provida	San Esteban, Marzo 2006
A 25 Años de la Reforma del Sistema de Pensiones	Prensa y Directorio BBVA Provida	Santiago, Marzo 2006



## Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos Av. Universidad 1200 Col. Xoco 03339 México D.F. Tel. (52) (55) 5621 5994 Fax (52) (55) 5621 3297 www.bancomer.com

### Servicio de Estudios Económicos Grupo BBVA

#### Director

José Luis Escrivá

#### Subdirector

David Taguas

#### Economistas Jefe

Norteamérica: Jorge Sicilia

México: Adolfo Albo

Estados Unidos: Nathaniel Karp

LatAm y Mercados Emergentes: Luis Carranza

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

#### Europa:

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

### Servicio de Estudios Económicos Norteamérica

Jorge Sicilia

j.sicilia@bbva.bancomer.com

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

David Aylett

david.aylett@bbva.bancomer.com

Fernando González

f.gonzalez8@bbva.bancomer.com

Octavio Gutiérrez

o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

Ociel Hernández

o.hernandez@bbva.bancomer.com

Carlos Herrera

carlos.herrera@bbva.bancomer.com

Alma Martínez

alma.martinez@bbva.bancomer.com

Eduardo Millán

e.millan@bbva.bancomer.com

Javier Morales

francisco.morales@bbva.bancomer.com

Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.bancomer.com

Eduardo Torres

e.torres@bbva.bancomer.com

Nathaniel Karp

n.karp@bbva.bancomer.com

Javier Amador

j.amador@bbva.bancomer.com

Marcial Nava

jm.nava@bbva.bancomer.com

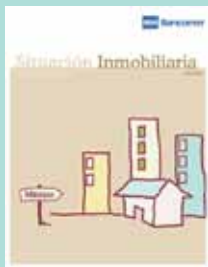
Fernando Tamayo

fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

Elisa Sánchez

elisa.sanchez@bbva.bancomer.com

## Otras publicaciones



#### Situación de:

Argentina

Chile

Colombia

España

Perú

Venezuela

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

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