

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Segundo Trimestre 2007



Actividad: 1er semestre débil, espacio de mejoría en el 2do

Inflación: ¿pasó la tormenta de las materias primas?

¿Continuará la pausa monetaria?

Se mantendrá un peso fortalecido con baja aversión

A la espera de avance en reformas: fiscal y energética

Índice

Fecha de cierre: 25 mayo 2007

Editorial	2
1. Entorno Internacional	
Perspectiva Internacional	3
2. Entorno Macroeconómico México	
Clave: La Transmisión de la Desaceleración	5
Recuadro: Empleo y Construcción, Variables Clave para Demanda Interna	8
Inflación: ¿Pasó la Tormenta?	10
Recuadro: El Grado de Persistencia de la Inflación en México	12
3. Mercados Financieros México	
Banxico Subraya su Compromiso de Abatir la Inflación	13
Recuadro: El Tipo de Cambio Frente a los Movimientos del Dólar-Euro	18
4. Indicadores y Pronósticos	19

Consejo Editorial:

Adolfo Albo, Jorge Sicilia

Han elaborado esta publicación:

Editor: Jorge Sicilia	j.sicilia@bbva.bancomer.com
Editor: Adolfo Albo	a.albo@bbva.bancomer.com
Octavio Gutiérrez	o.gutierrez3@bbva.bancomer.com
Ociel Hernández	o.hernandez@bbva.bancomer.com
Cecilia Posadas	c.posadas@bbva.bancomer.com
Eduardo Torres	e.torres@bbva.bancomer.com
Diseño: Fernando Tamayo	fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

La Economía Mexicana ha entrado en una fase de desaceleración que la llevará este año a un crecimiento por debajo de su potencial. Dada la sincronía cíclica de México, el origen es una menor demanda externa en EUA, cuyos efectos se dejan ver principalmente en la industria y en menor medida, en la demanda interna. La generación de empleos superará el promedio de los últimos años al situarse en torno a los 600 mil puestos formales. Ahora bien, comparando la situación actual con la última desaceleración cíclica que enfrentó México por un menor crecimiento en EUA en el año 2000, la demanda interna muestra una mayor fortaleza, como se refleja en la evolución de variables como la construcción, el crédito al sector privado y el empleo. Además, las causas de la desaceleración en EUA son distintas, ahora proviene del mercado inmobiliario, que tiene una menor incidencia en la demanda externa y las perspectivas para EUA son sólo de una moderación en el crecimiento y no de recesión. El menor crecimiento se observará en la primera parte del año, con un probable repunte hacia el año entrante.

En cuanto a la inflación, el balance de riesgos se ha deteriorado. La acumulación de diversos choques de oferta explican su tendencia alcista. Una buena parte de éstos se derivan de condiciones en los mercados internacionales de materias primas: al aumento en el precio de la energía, se suman materiales de construcción, productos agropecuarios, destacan maíz y azúcar. Las condiciones para una moderación de la inflación hacia finales del año están en puerta: la incipiente dilución de estos choques, la menor actividad, la fortaleza del peso, las revisiones salariales alineadas a la meta y, a diferencia de 2005, las ancladas expectativas de inflación. Sin embargo, los riesgos persisten en caso de: nuevos choques de oferta o de una mayor contaminación a otros precios.

Ante este panorama, Banxico optó en abril por restringir la política monetaria, calificando su acción como preventiva y posteriormente en mayo, por hacer una pausa en sus acciones. Sin modificar sus estimados de inflación, las motivaciones se encuentran en la incertidumbre y el deterioro en el balance de riesgos. Si bien, se puede pensar que Banxico podría aprovechar la desaceleración de la economía con el fin de intentar fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación hacia el 3% lo que lo llevaría a ser más restrictivo, creemos que optará por mantener la política monetaria sin cambio con una comunicación sesgada a una mayor restricción hasta que la inflación converja claramente a su meta. Sin duda, los riesgos son que en los próximos meses pueda haber algún incremento aislado en las tasas de interés. En cualquier caso, a finales de año o principios del siguiente el espacio de reducción de las tasas de interés es el escenario más probable.

Un último apunte, de elevada importancia; ha sido el avance en las reformas estructurales, la primera corresponde al ISSSTE. En los próximos meses la siguiente en abordarse será la fiscal, ante una mayor erogación en el corto plazo y después con mayores espacios presupuestales correspondería a la energética. Son los primeros pasos en una agenda llena de temas en donde el país no puede esperar más para elevar su competitividad y lograr un mayor crecimiento potencial que permita una mayor generación de empleos. Confiamos que domine la madurez de los actores, con un balance hacia el beneficio del país y que se continúe avanzando en esta ventana de oportunidad que se deja ver en el horizonte.

Perspectiva Internacional

Continúa la expansión a nivel global

Durante 2007 la actividad económica mantendrá su notable dinamismo, aunque su crecimiento se moderará levemente. Actualmente, la economía mundial se encuentra inmersa en su mayor expansión cíclica desde la crisis petrolera de los años setenta, expandiéndose por quinto año consecutivo a tasas superiores al 4.0%. Sin embargo, lo más característico de este ciclo es la amplia base geográfica que respalda el crecimiento global. Así, los principales motores del crecimiento seguirán siendo los países emergentes, con Asia y, especialmente, China, de actores protagonistas. En cuanto a los desarrollados, la zona euro sigue acumulando sorpresas positivas en actividad y nuestras expectativas de crecimiento, ya por encima del potencial, se ubican un crecimiento del PIB del 2.5%. Japón, segunda mayor economía del mundo, consolida su recuperación económica, tras una década sumida en la deflación.

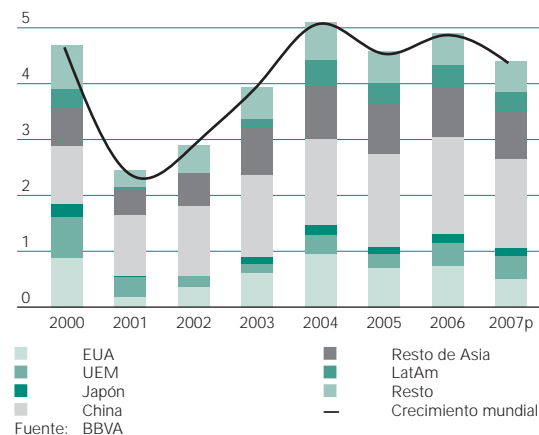
Sin embargo, es EUA, uno de los principales referentes a nivel global, donde recaen las mayores incertidumbres. A la preocupación en torno al ajuste del sector inmobiliario, agudizada con las incertidumbres procedente desde el mercado sub-prime (el segmento más riesgoso del mercado hipotecario), se le une ahora la debilidad transitoria de la inversión no residencial. No obstante, teniendo en cuenta la fortaleza de los fundamentales del sector empresarial que sustentan la inversión, así como la solidez del empleo y del consumo, la economía recuperará su dinamismo en la segunda parte del año. Pese a ello, los riesgos derivados de un ajuste más acusado de la inversión no residencial o del sector inmobiliario en EUA siguen protagonizando junto al impacto que el riesgo geopolítico pueda tener sobre el riesgo del petróleo, los mayores riesgos a nivel global.

EUA: principal foco de incertidumbres

Hasta hace varios meses los principales factores de incertidumbre procedían principalmente de un conflicto bélico con Irán, que eventualmente pudiera desembocar en una escalada en los precios del petróleo, y de una fuerte desaceleración de la economía de EUA consecuencia de un brusco ajuste de su sector inmobiliario. Ambos factores continúan vigentes, aunque el segundo con nuevos elementos. Por un lado, ha surgido con fuerza la preocupación en torno a los problemas por los que están atravesando determinados segmentos más riesgosos del mercado hipotecario, el denominado segmento sub-prime, y su potencial impacto en el consumo privado y en un contagio hacia el mercado financiero en general (credit crunch) que termine impactando de forma muy negativa sobre la economía real. No obstante, la baja importancia relativa del sub-prime en el mercado del crédito hipotecario (7%), la creciente diversificación de los riesgos y el crecimiento de los ingresos que contribuye al mantenimiento de la solvencia de las familias, acotan el riesgo de contagio al resto de la economía.

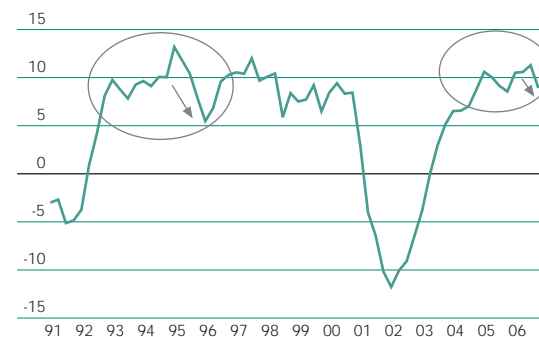
Por otro lado, y el riesgo de mayor relevancia en la actualidad, sería que la desaceleración de la inversión no residencial en la economía norteamericana que comenzó a materializarse a finales de 2006 fuese duradero, lo que causaría un fuerte retroceso de la actividad ante una mayor debilidad del empleo y una fuerte desaceleración del consumo, actualmente los soportes principales de la economía estadounidense. Sin embargo, dada la fortaleza de los fundamentales del sector empresarial que sustentan la inversión y las positivas perspectivas de

Crecimiento y Contribución por Áreas Porcentajes

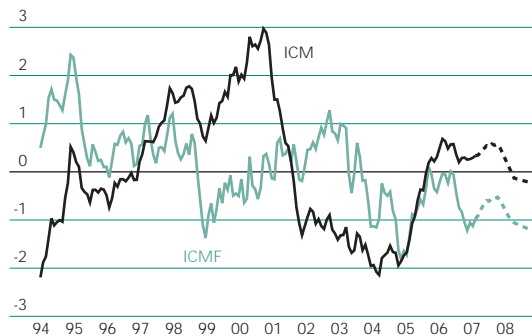


Inversión No Residencial

Variación % anual, real



EUA: ICMF e ICM*



* Utilizando inflación subyacente
 Nota: Pronósticos a partir de abril 2007
 Fuente: BBVA

Pronósticos Financieros

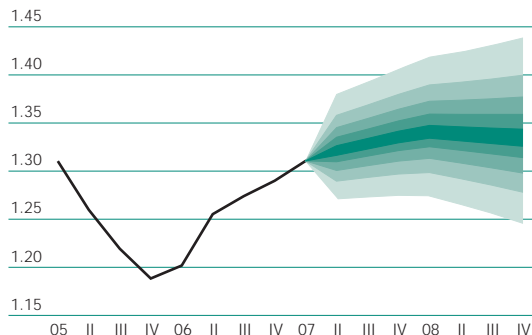
Fin de año

	2005	2006	2007p
Tasas oficiales			
EUA	4.25	5.25	5.25
UEM	2.25	3.50	4.25
Tasas 10 años			
EUA	4.5	4.7	4.8
UEM	3.4	3.9	4.3
Dólar/euro	1.19	1.32	1.33

p pronóstico
 Fuente: BBVA

Dólar / Euro

Fin de periodo



Nota: Pronósticos a partir del 2do. trimestre 2007
 Fuente: BBVA

inversión empresarial, todo apunta a que la evolución más reciente se puede calificar como un *soft-patch*, un reajuste a mitad de ciclo. Por tanto, nuestros pronósticos apuntan a que la economía recuperará el dinamismo en la segunda parte del año, aunque con un crecimiento menor a lo inicialmente esperado para este año (de 2.8% a 2.3%), que posteriormente tenderá hacia su potencial en 2008 (2.8%).

De-coupling de Políticas Monetarias

En la actual situación de divergente posición cíclica de las economías, se explican los distintos caminos a seguir por los Bancos Centrales. En EUA., la Fed mantendrá estables las tasas de interés oficiales en el actual 5.25% durante un período prolongado de tiempo, ya que se unen, por un lado, una inflación subyacente moderándose pero próxima a la parte alta del rango de tolerancia de la Fed, y por otro, una debilidad transitoria de la actividad y unas condiciones financieras todavía laxas. De hecho estas condiciones, que incorporan la evolución del mercado bursátil y de la divisa, además de las tasas de cortos plazo y los bonos de largo plazo, se sitúan actualmente en una zona más relajada que cuando los tasas se ubicaron en el 1% a mediados de 2003.

Lo anterior contrasta con zonas como Japón y Europa, donde la política monetaria continuará normalizándose. En el primero, las tasas oficiales se situarán en torno al 1% a final de año, aunque los movimientos se producirán de forma muy gradual y en función de la evolución de la actividad y de la inflación. En el segundo, el Banco Central Europeo (BCE) elevará la tasa "refi" hasta el 4.25%, apoyado en la fortaleza del crecimiento europeo y en que los riesgos sobre la inflación continúan siendo al alza. A pesar de que el tono monetario en las principales economías seguirá siendo restrictivo, es previsible que continúe la baja volatilidad de los mercados y la elevada liquidez, sustentada por el hecho de que continuará la acumulación de reservas por parte de las economías emergentes y las limitaciones de los tasas de largo plazo a subir observadas en este ciclo. Todo ello, apoyado por las valuaciones bursátiles y las sólidas expectativas de utilidades. En este contexto, se espera un leve repunte de los bonos de largo plazo, aunque más limitado en EUA., debido a la fortaleza de la demanda de deuda norteamericana por inversionistas extranjeros. Así, nuestro pronóstico para los tasas a diez años es de 4.3% para Europa y de 4.8% para EUA.

Por su parte el dólar continúa debilitándose frente al euro desde finales de 2006. En contra de la divisa habrían estado operando factores estructurales como las fusiones y adquisiciones de compañías y las noticias recientes sobre la diversificación de reservas. Respecto a este último, es reseñable la creación de una agencia estatal de reservas en China para la gestión de las mismas, a la cual le seguirán esquemas relativamente similares en Japón y Rusia. No obstante, la reciente debilidad de la divisa parece exacerbada, lo que obedece a que el mercado contempla un escenario menos benigno para la economía estadounidense. Así, en la medida en la que el mercado ajuste sus perspectivas en línea con nuestro escenario base, el dólar debería retornar a niveles más apreciados, en torno a 1.32-1.33\$/€.

De todas formas, tal y como ya se ha expuesto, el balance de riesgos inherentes a la economía mundial, contempla impactos más concentrados en la economía estadounidense, estableciendo un sesgo claramente depreciador sobre el dólar, a la vez que sesga a la baja los bonos de largo plazo.

La Transmisión de la Desaceleración en la Demanda Interna Será la Clave

Revisión de pronóstico 2007

La desaceleración de la economía más importante del mundo ha iniciado y con ella los efectos sobre sus principales socios comerciales no se han hecho esperar. La evolución reciente de la economía estadounidense apunta a que la moderación esperada para 2007 llevará a un menor crecimiento al estimado originalmente en ese país (2.8% estimado originalmente; 2.3% nueva estimación, revisar sección internacional). Los estrechos vínculos comerciales con EUA de México apuntan a que este menor crecimiento se traducirá en mayor moderación en México de lo originalmente estimado, de manera que hemos modificado nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para este año de 3.6% a 3.2%.

Es relevante tener en mente que si bien se espera un crecimiento en actividad menor que en 2006, no se contempla una reducción abrupta en la dinámica de producción del país; en este periodo de desaceleración la tasa de crecimiento de la economía se ubicará ligeramente por debajo de su nivel potencial.¹ Por otra parte, hay que considerar que 2006 fue en varios sentidos extraordinario: factores como un alto precio internacional del petróleo, gastos no recurrentes relacionados con el ciclo electoral y asignación al gasto de recursos pendientes por controversia constitucional impulsaron el crecimiento contribuyendo a que el año pasado fuese el periodo con el mayor y más balanceado crecimiento en los últimos seis años.

La transmisión: vía exportaciones e inversión

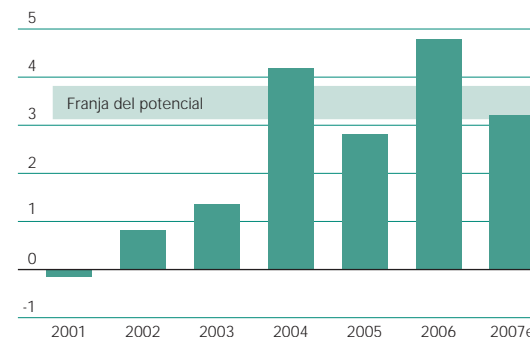
Hasta ahora, la moderación en crecimiento estadounidense ha estado localizada en el sector inmobiliario; el hecho de que el componente importado de dicho sector sea reducido ha ayudado a moderar el efecto sobre otras economías. La transmisión de la moderación en actividad en el mercado estadounidense se transmitirá a otros países vía canales de demanda: a través de menores exportaciones a EUA. En este sentido, bloques de países que han ganado participación en el mercado estadounidense y que no hayan explorado destinos alternativos, especialmente economías emergentes pudieran estar entre las más vulnerables ante la menor demanda de importaciones de EUA.² Menor actividad en el sector vivienda implicará moderación en divisiones de la manufactura relacionados con la construcción (productos metálicos, vidrio, madera, muebles etc.) que disminuirán dinamismo industrial en aquel país.

Es claro que a raíz de la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) la sincronía entre México y EUA se ha intensificado, en particular en su sector manufacturero, donde las relaciones inter-industriales se fortalecieron, por lo que conviene seguir la dinámica industrial con cautela. En este sentido, al efecto de menor dinamismo manufacturero relacionado con el sector inmobiliario se agrega un factor especialmente relevante para el caso de las exportaciones mexicanas: la industria automotriz. Como ha

1 Análisis de BBVA ("Determinantes y características de los ciclos económicos en México" por publicarse) ubican al crecimiento potencial de la economía en una tasa de entre 3.5% y 3.9%.

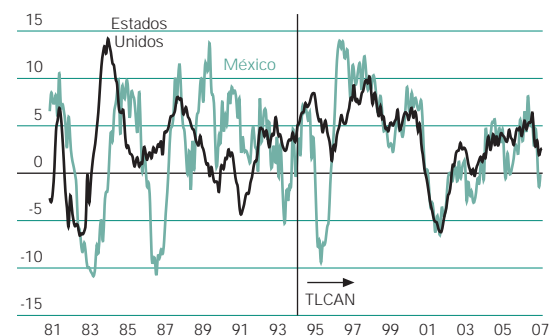
2 La participación en el mercado estadounidense de las manufacturas provenientes del bloque China-Brasil-India y Rusia pasaron de 10.9% entre 1995 y 2000 a 18.3% entre 2001 y 2006. En el caso de México esta comparación es de 9.7% a 10.8% en los mismos periodos.

Producto Interno Bruto Variación % real anual



e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

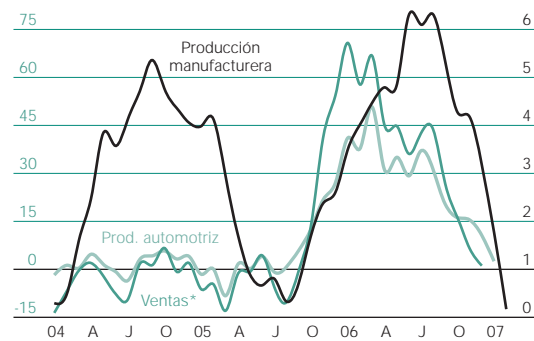
Producción Manufacturera Variación % anual, series desestacionalizadas



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Reserva Federal

Sector Automotriz

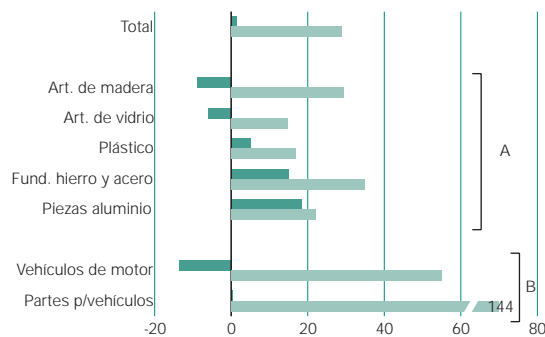
Variación % anual, promedio móvil tres meses



* Ventas externas de vehículos, var. en unidades
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Rubros de la Exportación

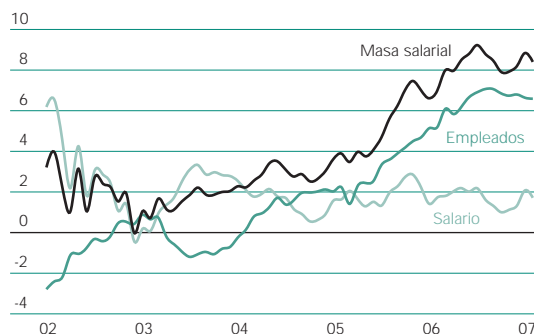
Variación % anual en dólares; promedio enero-febrero



■ 2007
■ 2006
A Relacionados con la industria de la construcción
B Sector automotriz
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Masa Salarial

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

sido informado en su oportunidad, el auge del sector manufacturero observado desde mediados del año 2005, se explica en buena medida por la reestructura de la industria automotriz norteamericana y el cambio en preferencias en el mercado norteamericano, orientado hacia vehículos de menor costo, muchos de ellos producidos en México, e implicó un dinamismo extraordinario en el segmento de exportación, que por la importancia de la rama dentro del total de manufacturas (cerca de 21.5%) impactó fuertemente a la producción industrial.³ Para mediados de junio del año pasado, la exportación de vehículos automóviles llegó a un máximo en cerca de 160 mil unidades al mes (en torno a 98 mil un año antes). En los siguientes meses las exportaciones del sector, aunque continuaron en niveles elevados, en términos de variaciones anuales y ante una base de comparación muy alta, implicaron una moderación pronunciada.

Los últimos datos de producción industrial muestran que la desaceleración se intensificó a partir de diciembre del año pasado: de variaciones que promediaron 3.6% en el último trimestre de 2006 a sólo 0.6% anual en el primero de este año. La vinculación entre la menor dinámica de las manufacturas estadounidense y la producción mexicana ya se ha traducido en expansiones considerablemente menores e incluso negativas en rubros relacionados con el sector automotriz. El crecimiento promedio de exportaciones vinculadas a vehículos de motor, ha pasado de 53% en el primer trimestre del año a -8.5% en los primeros tres meses de 2007. Las exportaciones manufactureras han crecido (en términos de dólares) 6% en el primer trimestre del año (21% en el mismo periodo del año previo). Por otro lado, el sector de la construcción ha mostrado un débil inicio del año, con crecimiento en el trimestre de 2%, significativamente por debajo de lo observado en el mismo periodo del año previo (8.9%). El motivo de la menor dinámica se puede encontrar a un lento inicio de año en construcción de obra pública y posibles episodios menores de sobreoferta en el segmento de vivienda de interés social, que deberían revertir a lo largo del año.

En cuanto a las exportaciones petroleras, un factor relevante a tomar en cuenta para este 2007 es el del menor precio y plataforma de exportación esperado: de acuerdo a Criterios Generales e Política Económica (SHCP) se estima que el precio promedio del crudo de exportación se ubique en torno a los 42.8 dólares por barril: casi 10 dólares menor al precio observado en 2006; mientras que la plataforma de exportación se estima que pueda descender de 1.810 millones de barriles diarios (mbd) en 2006 a 1.628 mbd en este año. El efecto neto implica menores recursos por concepto petrolero del orden de 11 mil 400 millones de dólares.

Por lo anteriormente expuesto, la magnitud y duración de la moderación dependerá en buena medida de la magnitud de la moderación estadounidense. Sin embargo, la demanda interna jugará un papel crucial en la suavidad de este ciclo: permitirá mantener una dinámica de crecimiento razonable hasta que en particular en la segunda parte del año, una vez que la peor parte de la desaceleración estadounidense haya ocurrido, permita un nuevo impulso en la actividad de México. Hasta ahora, factores relacionados con la demanda interna han muestra-

3 Aquí se incluyen las siguientes divisiones: fabricación y ensamble de automóviles (en torno del 15%; motores y partes 3%; accesorios 1.2%; y otros como fabricación y ensamble de carrocerías, frenos y transmisiones).

do resistencia a la desaceleración, en particular al compararlos con el periodo más reciente de moderación vinculada al mercado externo.

Factores de impulso interno aún fuertes

Sectores vinculados con el mercado interno (consumo y servicios) si bien han mostrado desaceleración en la última parte del año, mantienen sólidas tasas de crecimiento. Paralelamente, las ventas al menudeo se han mantenido relativamente estables en los últimos meses: variación anual en el primer bimestre de 1.6% frente a 2.4% en el cuarto trimestre del año pasado.

Elementos clave a vigilar en los meses siguientes serán el comportamiento del empleo y de los salarios reales. Asimismo será relevante que continúe el dinamismo en el financiamiento y en la entrada de divisas por concepto de remesas. Respecto al empleo y los salarios (masa salarial) conviene señalar que el empleo en el presente ciclo de desaceleración se compara muy favorablemente frente al ciclo más próximo de desaceleración iniciado en el sector externo (Ver recuadro "El empleo y la construcción: variables clave para la demanda interna en este ciclo").⁴ En particular, en este periodo de desaceleración, la creación de empleo formal ha seguido en ascenso, inclusive y en contraste con lo que ocurría el año pasado, es el segmento permanente de los trabajadores, en mayor medida que el temporal, el que se incorpora a la fuerza de trabajo. La comparación con el ciclo previo muestra una diferencia sustancial en la resistencia a la baja, lo cual se verifica inclusive para trabajadores de la industria de la transformación.

Respecto a las remesas, conviene tomar en cuenta un posible factor de riesgo: una proporción importante (cerca del 28%) de los connacionales (varones) que laboran en Estados Unidos lo hacen en el sector de la construcción.⁵ La vinculación entre la dinámica en ese sector (medido como inicio de casas nuevas y envío de remesas) es significativa; por lo que no se descarta un efecto adicional negativo sobre el monto de remesas a nuestro país, que totalizó más de 23 mil millones de dólares en 2006 y para 2007 podría aportar un monto similar.

Los riesgos

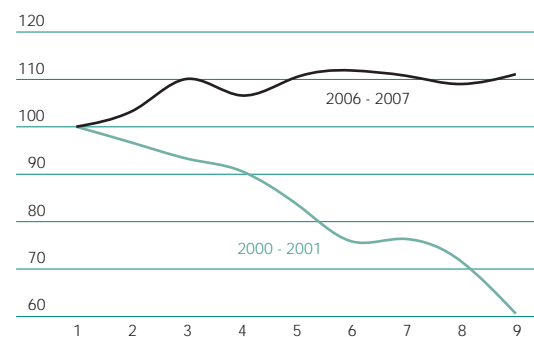
Como se ha mencionado en el pasado, el riesgo más importante que enfrenta la economía mexicana consiste en un escenario de desaceleración más pronunciada en Estados Unidos. En este caso, México podría entrar en un periodo de moderación prolongado generalizándose a la demanda interna y los efectos negativos podrían verse magnificados por efectos vinculados a una mayor volatilidad en el sector financiero. Hasta ahora, sin embargo, este riesgo está contenido y su probabilidad es reducida. En el mercado interno los riesgos se relacionan con el inicio de un periodo prolongado de inflación elevada que pueda llevar a restricciones adicionales de política monetaria y por otro lado con la posible percepción de lentitud en el proceso de aprobación de reformas.

⁴ Como se menciona en el recuadro, el inicio de la desaceleración de este ciclo es comparable al de 2001 en los primeros meses en el sentido de que ambos tuvieron su origen en desaceleración en el sector industrial estadounidense. La gran diferencia es que a en 2001 la evolución de la actividad llevó a una menor actividad generalizada a lo que se unieron factores adversos como los ataques terroristas en Nueva York con lo que se desencadenaría en una severa recesión. En el escenario actual esta posibilidad se considera poco probable.

⁵ Conapo: la migración mexicana y el mercado de trabajo estadounidense. Cifra para 2005 para la población masculina nacida en México.

Empleo Total

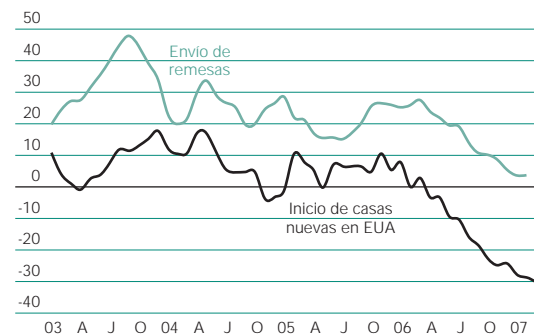
Índice 100 = mes de inicio de la desaceleración



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Mercado Inmobiliario en EUA y Remesas

Variación % anual, promedio móvil tres meses



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Depto. de Comercio

Cuadro Macroeconómico de México

Variación % anual, series ajustadas por estacionalidad

	2004	2005	2006e	2007e
PIB	4.2	2.8	4.8	3.2
Demanda total	6.2	4.4	7.0	5.3
Interna	4.3	5.2	6.1	4.3
Consumo	3.6	4.6	5.1	3.7
Público	4.1	5.1	5.0	4.2
Privado	-0.3	0.3	6.0	-0.1
Inversión	7.5	7.6	10.0	6.4
Externa	11.7	7.0	11.2	6.9
Importación b. y servs.	11.6	8.5	12.3	8.5

e estimado
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

El Empleo y la Construcción: Variables Clave para la Demanda Interna en este Ciclo

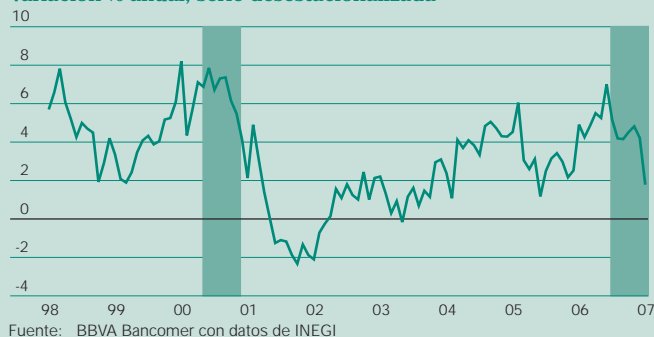
Comparación de ciclos con similar detonador

Para poner en contexto la desaceleración económica, es oportuno realizar un ejercicio de comparación histórica de la magnitud con la que variables clave se han moderado en este ciclo frente a un periodo con similares características. En particular, se compara la dinámica de los primeros nueve meses de la desaceleración de este y el pasado ciclo; el primero en la era post-TLCAN.

En ambos casos, la moderación inició con menor dinámica en EUA; en 2000 la desaceleración detonó en la segunda mitad del año como resultado de importante contracción en sectores de la industria vinculados con la alta tecnología. En el presente ciclo, la moderación tiene su origen en el sector inmobiliario pero también en un reciente ciclo de moderación en la producción industrial. Dos diferencias notables hacen la comparación entre ambos ciclos de moderación posible sólo en los primeros meses de iniciada la misma: en primer lugar, el carácter global de la industria de la alta tecnología contrasta con la naturaleza predominantemente interna del sector construcción, característica que en el primer caso pudo haber magnificado el efecto. En segundo término, la moderación económica de entonces se vio exacerbada con los ataques terroristas del 11 de septiembre, con lo que se intensificaron los riesgos de una economía que ya se encontraba en desaceleración. A la menor dinámica industrial en sectores vinculados con el comercio exterior en alta tecnología se le sumó el efecto negativo sobre turismo y transportes, de esta forma el crecimiento en ese año (2001) resultó negativo, y de carácter recesivo, situación que no se contempla en el escenario actual.

IGAE

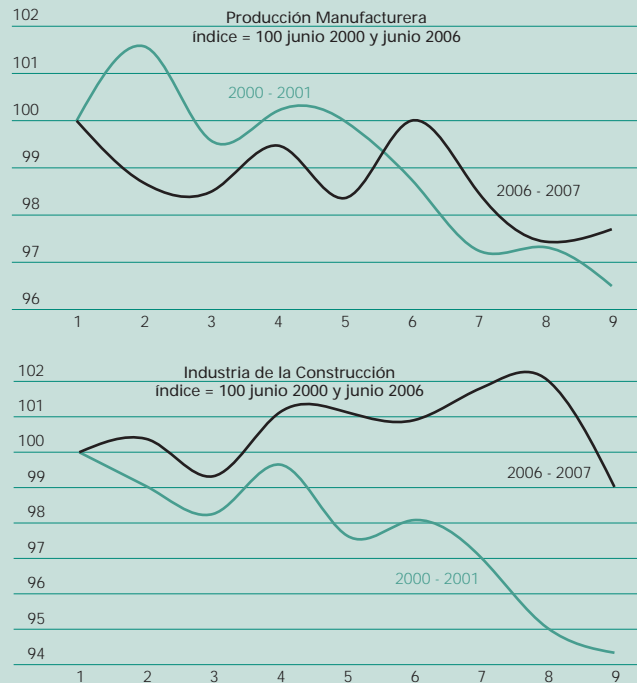
Variación % anual, serie desestacionalizada



En las comparaciones que se describen a continuación se muestra la moderación en relación a la cresta del ciclo; este punto es el mes de junio de los años 2000 y 2006, respectivamente.

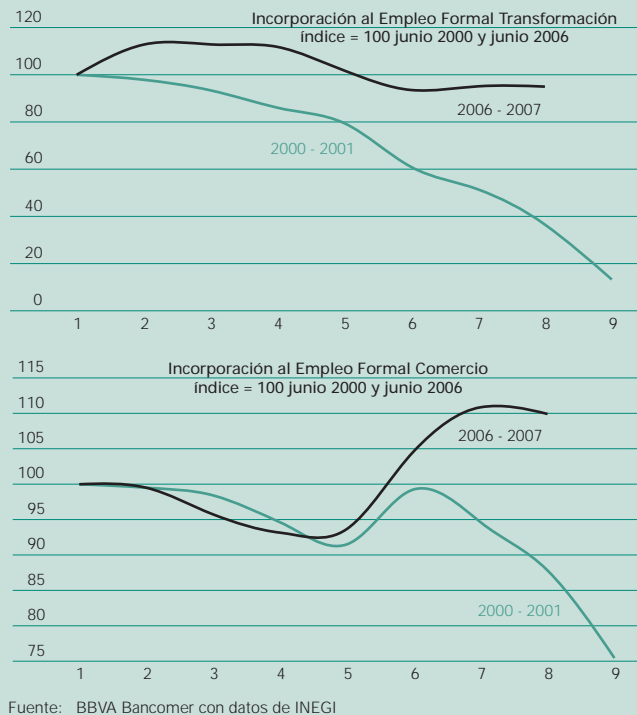
En producción:

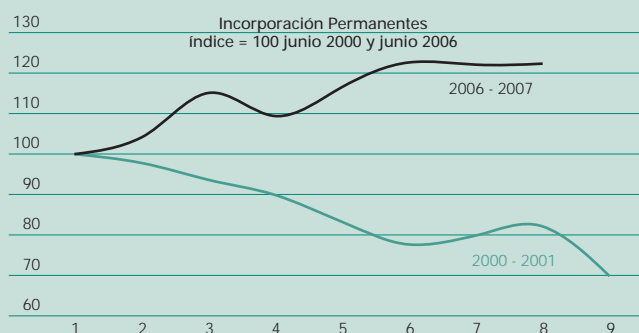
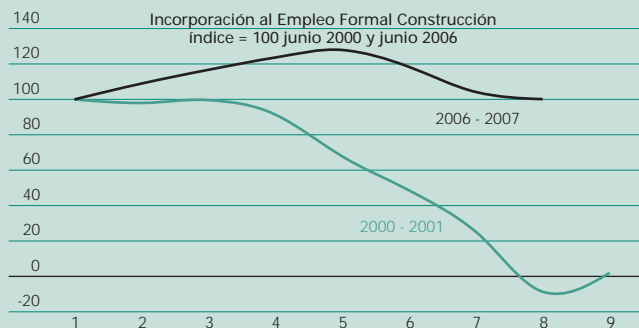
Manufacturas con fuerte moderación; en contraste, la construcción con relativa solidez



En empleo:

A diferencia del ciclo previo, la incorporación al empleo formal mantiene dinámica favorable

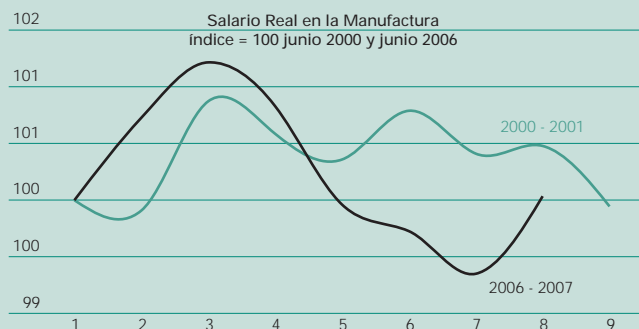
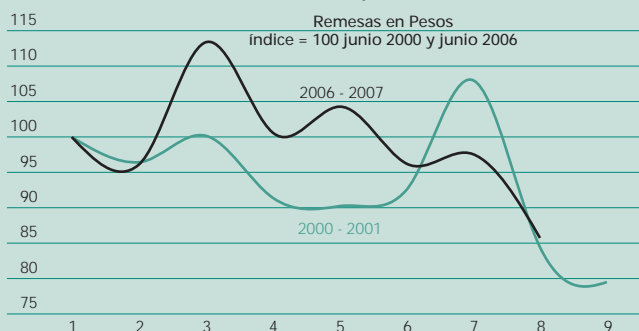




Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

A vigilar:

Variables relevantes a vigilar por su relevancia en la demanda interna son remesas y salario real



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Las similitudes

En cuanto a producción la similitud más relevante se encuentra en el comportamiento de las manufacturas.

En el ciclo anterior, al igual que en este, el sector manufacturero y en particular el vinculado al de exportación resintió fuertemente la desaceleración estadounidense. Del trimestre junio-agosto al diciembre-enero del ciclo pasado se perdieron casi siete puntos de crecimiento en manufacturas, en el presente ciclo son 6 pp menos.¹

Las diferencias

En el sector productivo, diferencia importante es en el rubro de la construcción. Mientras que en el periodo previo su dinámica fue considerablemente menor en todos los trimestres considerados, en el presente ciclo dicha industria ha mantenido relativa fortaleza.

La otra diferencia a destacar, y que será clave en los siguientes meses, es el comportamiento del empleo: la dinámica de incorporación de trabajadores en los sectores que ocupan la mayor proporción del empleo es muy positiva y a penas se percibe la desaceleración en algunos de ellos (construcción y, notablemente transformación), mientras que en otros como comercio hay inclusive un despegue importante en los últimos seis meses. Cabe destacar que en cuanto a la composición del empleo, la comparación también es positiva: tanto el segmento de trabajadores permanentes como el de eventuales se comparan favorablemente con el ciclo previo. Por último, en este ciclo, el crédito seguirá siendo un factor que imprima fortaleza al mercado interno.

Los temas a vigilar

Temas a vigilar por su importancia como factores de impulso a la demanda interna son las remesas y el salario real. En el primer caso, el posible impacto de la desaceleración en el sector inmobiliario estadounidense sobre el envío de remesas no debe desdeñarse. En el segundo caso, el salario real (tanto en la manufactura como el calculado con base en el promedio diario del salario base de cotización al IMSS) muestra un relativo estancamiento; la positiva dinámica del empleo formal ha contribuido a mantener el crecimiento de la masa salarial en niveles elevados² por lo que será clave la evolución del empleo en los siguientes meses; para analizar si la moderación en México como esperamos, es suave y transitoria.

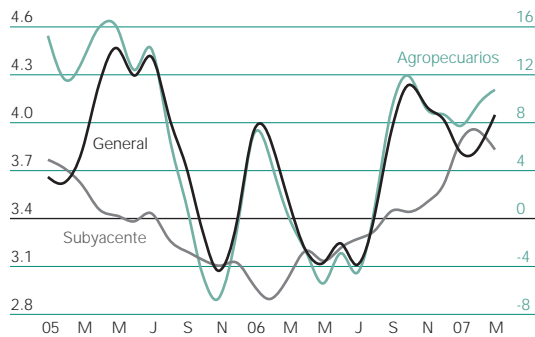
Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.bancomer.com

1 Crecimiento promedio en las manufacturas jun-sep. '00: 7.4%, dic-feb. '01: 0.4; jun-sep. '06: 6.3%, dic-feb. '07: 0.2%.

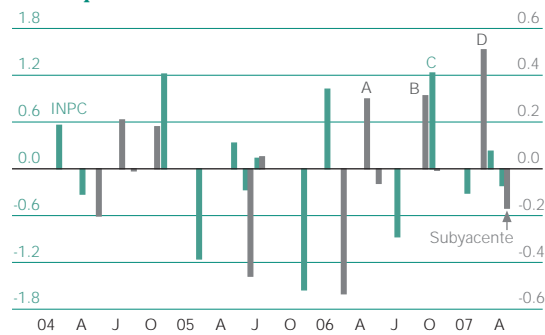
2 8% en último trimestre del año frente a 8.6% en promedio en los dos trimestres anteriores.

Inflación Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación: Variaciones Acumuladas Puntos porcentuales



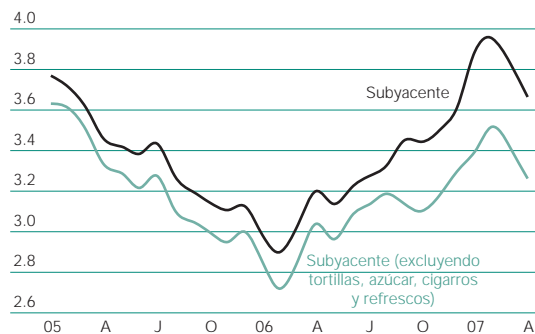
A Acero, abril - mayo 2006
 B Tortilla-azúcar, junio - septiembre 2006
 C Jitomate, julio - octubre 2006
 D Tortilla, cigarros, refrescos; octubre 2006 - febrero 2007
 Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Choques de Oferta 2006-2007

Periodo	Productos	Impacto, pp
Subyacente		
Abr. - may. 2006	Acero	0.3
Jun. - sep. 2006	Tortilla, azúcar	0.3
Oct. 2006 - feb. 2007	Tortilla, refrescos, cigarros	0.5
INPC		
Jul. - oct. 2006	Jitomate	0.5

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Inflación Subyacente % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

En los primeros meses del 2007, la inflación en México reflejaba el efecto de diversos choques de oferta acumulados a lo largo de un año. Aunque la vulnerabilidad del índice general de precios a fluctuaciones en los precios volátiles es conocida, la diferencia respecto a episodios previos, por ejemplo en 2005, ha sido el impacto sobre la subyacente. Por otra parte, los episodios de oferta observados en el último año se originaron en su mayoría en los mercados internacionales, donde ha aumentado la volatilidad, y por tanto la incertidumbre de los precios de algunos futuros de alimentos y materias primas, que se ha trasladado al repunte de algunos componentes del subíndice subyacente. Esto al final implica un deterioro en el balance de riesgos sobre la inflación, pues si bien hay elementos que mitigan las presiones (estabilidad del peso, desaceleración económica), se mantiene el riesgo de aparición de nuevos choques y de contaminación de precios agrícolas a otros precios que podrían impactar en las expectativas de inflación.

Una cronología de los choques recientes

2006 fue un año caracterizado por la recurrencia de episodios de choques de oferta que incidieron sobre la inflación a través de diversos componentes. Primero fue el alza en materias primas (petróleo, acero y otros metales), asociada al fuerte crecimiento en la economía mundial, y particularmente en algunos países emergentes (China, India, entre otros). La transmisión hacia los precios domésticos se reflejó principalmente en el componente de servicios de vivienda del subíndice subyacente: éste último aumentó en 0.3 puntos porcentuales, de 2.9 a 3.2% en el segundo trimestre por dicho efecto.

Entre junio y septiembre se materializó un segundo choque, esta vez originado en el mercado internacional de granos (mayor demanda de maíz para la producción de etanol en EUA). El impacto sobre la subyacente, vía tortilla y azúcar, fue nuevamente un alza de 0.30 puntos porcentuales en la tasa anual. Habría que añadir que en este periodo, contingencias climáticas generaron daños en importantes regiones agrícolas (Michoacán, Sinaloa), y particularmente en cultivos con elevada ponderación en el índice de precios al consumidor, como el jitomate; por este último efecto, la inflación general se incrementó en 0.5 puntos porcentuales entre agosto y octubre.

Hacia finales del 2006 e inicios de 2007, un incremento adicional en tortilla atribuible al repunte en cotizaciones internacionales de maíz, en refrescos por alzas en azúcar y jarabe de maíz, así como en cigarros por alza en impuestos, dio lugar a un nuevo incremento en la subyacente de 0.5 puntos porcentuales.

Así, la trayectoria de alza en la inflación subyacente, desde su nivel mínimo histórico, en febrero de 2006, 2.9%, hasta su máximo, en febrero de 2007, 3.95%, se explica por fuertes incrementos en un número reducido de productos. De hecho, es de destacar que salvo por alimentos, los componentes de la subyacente mantuvieron durante 2006 relativa estabilidad, y en el transcurso de 2007 sus tasas anuales han mostrado una moderada disminución. Más aún, si se eliminan tortillas, azúcar, refrescos y cigarros, la tasa anual del subíndice subyacente habría alcanzado máximos en 3.5%.

Una diferencia importante en los choques observados en el periodo reciente respecto los de años previos es el anclaje de las expectativas de inflación. A medida que la inflación ha logrado converger a la meta de largo plazo de Banxico (con su intervalo de variabilidad de +/- un punto porcentual) y la principal fuente de volatilidad radica en el componente agrícola, las expectativas inflacionarias han incorporado gradualmente los choques de oferta por este sector como fenómenos transitorios. En 2006 y 2007 el traslado de la volatilidad de corto plazo sobre las expectativas es menor que en los años anteriores.

¿Se agotaron los choques?

En un contexto de desaceleración de la economía y expectativa de estabilidad en el peso (apoyada en buena medida en liquidez internacional), la interrogante en términos de la evolución futura de la inflación tiene que ver con los choques de oferta y su impacto en la subyacente, particularmente en alimentos. Sobre estos últimos, es difícil anticipar que no se van a producir nuevos incrementos en precios internacionales de granos o en agrícolas domésticos, ni tampoco se garantiza el pleno cumplimiento de los acuerdos para mantener la estabilidad en el precio de la tortilla.

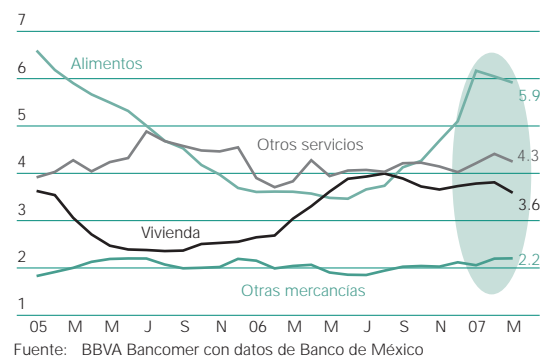
¿Qué esperar para lo que resta del 2007?

La gradual moderación en la tasa anual de los componentes de la inflación subyacente en el transcurso de 2007, así como las señales por parte de los mercados de futuros de agotamiento de las presiones de alza en granos así como en materiales de construcción (acero y otros metales), permiten cierto optimismo en cuanto a la evolución futura de la inflación.

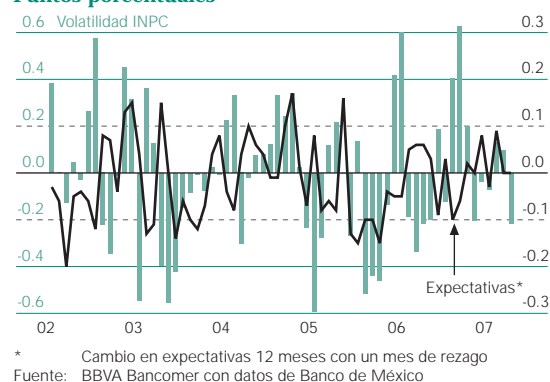
Hacia delante se identifican dos posibilidades. La primera, que conforma nuestro escenario base, parte de la gradual dilución del choque agrícola, en un contexto de menor dinamismo económico (mundial e interno), estabilidad financiera (particularmente en el tipo de cambio) y expectativas ancladas. Bajo este escenario, la inflación general y subyacente comenzarían a mostrar señales claras de moderación en la segunda mitad del año, colocándose al cierre en niveles de 3.7 y 3.5% respectivamente.

El segundo escenario considera la posibilidad de una extensión de los choques de oferta. Una segunda ronda de incrementos en alimentos elaborados no puede descartarse del todo si los precios de los granos en los mercados internacionales continúan mostrando señales de alza. Igualmente, incrementos significativos en precios volátiles (agropecuarios, administrados y concertados) podrían dar lugar a un nuevo repunte en la inflación general, por encima del 4.5%, nivel descontado ya en los pronósticos para el segundo y tercer trimestres simplemente por efectos estadísticos. En este entorno, un elemento de preocupación adicional sería el eventual deterioro en expectativas, que se traslade a salarios y que a su vez retrase o modere la trayectoria a la baja en la subyacente. Las perspectivas bajo este escenario apuntarían a niveles de inflación general hacia finales del 2007 aún en rangos cercanos al 4%, y la subyacente por encima del 3.5%.

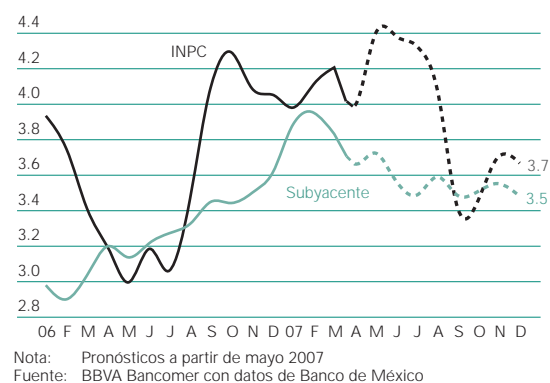
Inflación Subyacente: Principales Subíndices Variación % anual



Volatilidad Inflación Observada vs. Expectativas Puntos porcentuales



Inflación 2006 - 2007 % anual



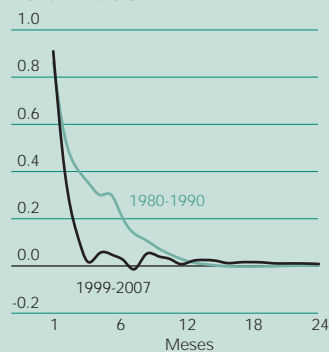
Comentario Sobre el Grado de Persistencia de la Inflación en México

La velocidad con la que los cambios en la inflación revierten a su tendencia de mediano y largo plazo define su grado de persistencia. Esta característica de la dinámica inflacionaria es de vital importancia en el diseño de la política monetaria, al grado que, entre otros factores, puede ser el resultado mismo de la eficiencia en su implementación.

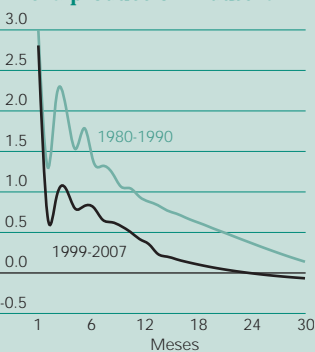
A nivel internacional se ha registrado una caída en esta velocidad de ajuste explicada por: mayor credibilidad en las autoridades monetarias para contrarrestar la inflación, globalización y competencia internacional, así como una menor afluencia y magnitud de choques de oferta (entre otros).¹

La inflación en México ha experimentado cambios fundamentales en su dinámica, que incluye también el ajuste a la baja de la persistencia, incluso en mayor grado que en países desarrollados.² Una forma de apreciarlo es identificando la respuesta de la inflación a choques simulados en distintos periodos (innovaciones en la inflación). Sin embargo, dado que también es probable que la magnitud de los choques que afectan a los precios sea diferente, ponderamos la simulación con la desviación estándar de la inflación del periodo.

Respuesta a un Choque de 1 Desviación Estándar De la inflación¹



De la producción industrial



¹ Ponderado por la desviación estándar de la inflación del periodo.
 Nota: SVAR que incluye: precio del petróleo, producción industrial, inflación, tasa de interés, agregado monetario. Variables desestacionalizadas y en cambios.
 Fuente: BBVA Bancomer

Se aprecia en la gráfica que la respuesta de la inflación a un choque de una desviación estándar es similar en el primer periodo. Sin embargo, durante los siguientes meses, la convergencia hacia su tendencia para los años de 1999-2007 es mucho mayor que la que, en promedio, se presentó en 1980-1990; esto, independientemente de la diferencia en la fuerza de las perturbaciones que afectaban a la inflación. Una explicación alternativa es que la estabilidad económica actual ha influido en el patrón de crecimiento de los precios. En la gráfica se observa que las fluctuaciones de la producción industrial son también menos persistentes, pero si controlamos

por el grado de variación, como se hizo en el caso de la inflación, tanto la magnitud, como la persistencia de la actividad económica son muy parecidas. Esto nos sugiere que todos aquellos factores que han transformado las características de las fluctuaciones del crecimiento económico en nuestro país, pudieran estar detrás del nuevo dinamismo de la inflación, incluyendo el diseño e implementación de la política monetaria.

Simulaciones de Choques en el Ciclo Inflacionario y Expectativas

1 desviación estándar



Nota: SVAR que incluye: precio del petróleo, producción industrial, inflación, expectativas de inflación, tasa de interés. Variables desestacionalizadas y en cambios. El resultado es sensible a cambio de orden entre inflación y expectativas (2002-2007)
 Fuente: BBVA Bancomer

La variabilidad del componente volátil de la inflación no ha cambiado en los últimos 6 años, como es de esperarse, pero el de la inflación subyacente ha disminuido considerablemente, lo cual claramente refleja la dominancia de componentes económicos, específicamente de demanda, en la inflación tendencial. Llama la atención que las expectativas inflacionarias de mediano plazo están mucho más ancladas, y que en la relación estadística entre éstas y la inflación, domina el efecto de las expectativas sobre los precios y no en la otra dirección (ver gráfica —otras metodologías arrojan el mismo resultado). Esto indica que en México las autoridades monetarias han jugado un papel importante en la dinámica actual de la inflación, si bien el camino para anclar las expectativas en 3.0% puede ser más arduo, y requerir un costo más alto de sacrificio de crecimiento (o una serie de choques positivos de oferta que lleven a la inflación durante un periodo largo a esos niveles). Por lo pronto, la convergencia de la inflación hacia 3.5% es una buena noticia.

Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com

- 1 Frederic S. Mishkin (Marzo 2007) resume, a su juicio, los hechos estilizados relevantes sobre los últimos resultados sobre los cambios en la dinámica inflacionaria en algunos países. Remarks at the Annual Macro Conference.
- 2 El mismo Banco Central ha expuesto algunos detalles sobre este fenómeno. Ver documento de trabajo de Banxico 2007-01

Banxico Subraya su Compromiso de Abatir la Inflación en un Contexto Incierto

El comportamiento de los mercados financieros en el año se ha visto alterado por eventos tanto internos como externos. Entre los que más han incidido sobre inversionistas destacan —en lo externo— los temores de una mayor desaceleración en EUA ante las condiciones en el mercado inmobiliario y de hidrocarburos; y —en lo interno— el deterioro en el balance de riesgos de inflación, la restricción no esperada de las condiciones monetarias internas y la posibilidad de aprobación de reformas estructurales con incidencia sobre las perspectivas de riesgo soberano.

De esta forma, la volatilidad financiera se incrementó, con el bono a tasa fija a 10 años fluctuando en lo que va del año entre 7.4 y 8.1%; y el tipo de cambio entre 10.77 y 11.21 pesos por dólar. Los episodios de repunte en la volatilidad se concentraron en marzo tras aumentar las inquietudes sobre el grado de desaceleración en EUA y finales de abril tras el alza no anticipada en la tasa de fondeo bancaria.

Si bien, anticipábamos incrementos en la volatilidad durante el primer semestre es conveniente valorar los eventos que más han contribuido a este comportamiento y sus perspectivas para el resto de 2007. En términos generales consideramos que durante el tercer trimestre continuarán las interrogantes sobre el balance de riesgo de la inflación, la postura monetaria que adopte Banxico en el corto plazo y el grado de desaceleración económica en EUA.

Para finales de este año y principios de 2008 seguimos viendo posibilidades de graduales bajadas en las tasas de interés de todos los plazos con un tipo de cambio cerrando en niveles próximos a 11 ppd. A continuación se analizan a mayor detalle los principales factores en los que sustentamos los estimados anteriores.

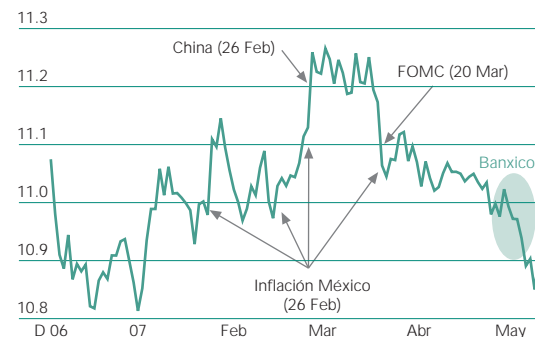
¿Cómo valoramos el alza en la tasa de fondeo bancaria?

En una decisión no esperada por el mercado, el pasado 27 de abril el Banxico decidió restringir las condiciones monetarias internas de forma tal que la tasa de fondeo bancaria pasó de 7% a 7.25% y posteriormente, el 25 de mayo, optó por hacer una pausa en este nivel. A nuestro juicio, estas medidas incorporan información relevante para valorar, la cual atañe a: (a) los factores que llevaron a tomar esta decisión; y (b) la respuesta en los mercados cambiario y de bonos de largo plazo frente a este endurecimiento.

Con respecto a los antecedentes de estas medidas, se destacó que a lo largo del primer trimestre Banxico prefirió mantener su pausa en el ciclo monetario (fondeo bancario en 7% desde 21-abr-06). Esta decisión estuvo enmarcada por un entorno de acumulación de choques de oferta que afectaron los precios en mercados específicos (v.gr. azúcar y maíz-tortilla) y que lo llevaron —en primera instancia— a alertar sobre un posible endurecimiento monetario en caso de mayor deterioro en el balance de riesgos. El perfil de inflación que anunció Banxico fue de un rango entre 4-4.5% en el 3T07 y entre 3.5-4% para finales de año tanto para la general como la subyacente.

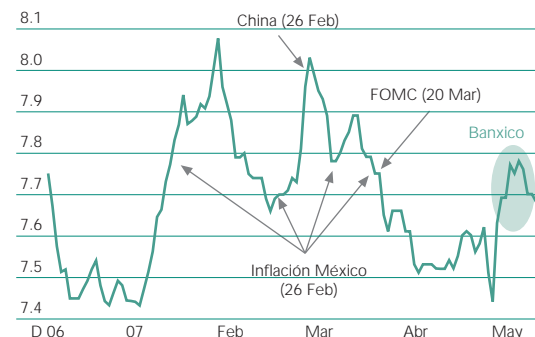
Tras anunciar una reducción en los precios de la primera quincena de abril (por factores propios a la temporada turística y decisiones

Tipo de Cambio Pesos por dólar



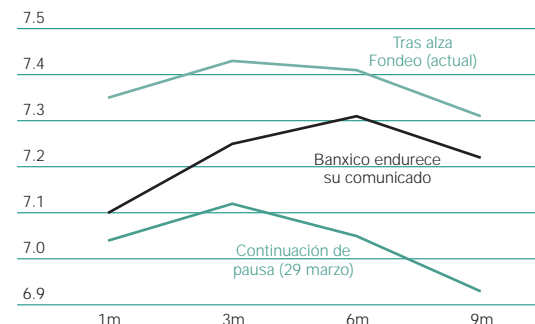
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Tasa de Interés de Largo Plazo M10, %



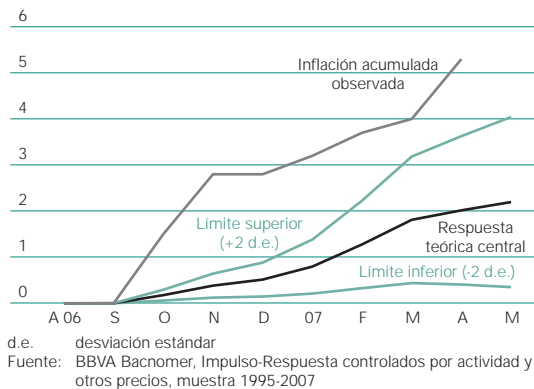
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Perspectiva de Fondeo Bancario Implícita FRAs



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Respuesta Acumulada en Pecuarios ante Impulsos Continuos en Maíz Puntos porcentuales de inflación



en precios administrados), Banxico optó por endurecer en una ocasión las condiciones monetarias en 25 pb en vista a que se había incrementado “ la incertidumbre asociada a la determinación de los precios”, particularmente de tortilla y otros alimentos cuyos insumos sean granos. Así, consideró “ conveniente reforzar de manera preventiva la postura monetaria” y con la intención de “ subrayar” su compromiso con la meta inflacionaria. Pese a introducir señales de mayor incertidumbre, Banxico mantuvo su perfil de inflación para 2007 y espera que mejore el balance de riesgos en este año. Además, Banxico eliminó de forma explícita las advertencias que venía haciendo sobre las condiciones que motivarían un nuevo movimiento de alza y se limita a indicar que la medida tiene el propósito de alcanzar un mejor balance de riesgos.

Esta comunicación junto al hecho de que sostiene su perfil de inflación lleva a Banxico a adoptar un sesgo monetario más restrictivo, lo cual se justificaría al: (i) definir cómo preventivo el movimiento; (ii) señalar que la desaceleración de la actividad podría contribuir a mitigar los riesgos; y (iii) omitir la advertencia explícita de una nueva restricción.

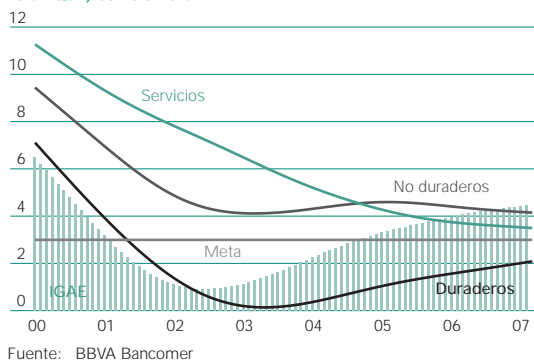
El panorama de desaceleración económica y la estabilidad del tipo de cambio serán elementos que apoyarán a que Banxico mantenga sus tasas en niveles de 7.25% durante los próximos meses. Para que este escenario se materialice será necesario que la inflación subyacente muestre una tendencia a la baja —como esperamos a partir de junio—, que no resurjan nuevos choques de oferta, y que no se deterioren las expectativas de inflación de mediano plazo y las negociaciones salariales.

Una segunda interpretación del comunicado, que resulta de una valoración parcialmente distinta a la anterior, consiste en que el Banco Central podría estar visualizando presiones adicionales sobre inflación —derivada de choques anteriores en alimentos— que no registraba tres meses atrás cuando empezó a comunicar el deterioro en el balance de riesgos. La mayor incertidumbre en la determinación de algunos precios pudiera referirse a una reacción de ciertos precios al encarecimiento de granos más allá de lo que se ha experimentado en perturbaciones anteriores.

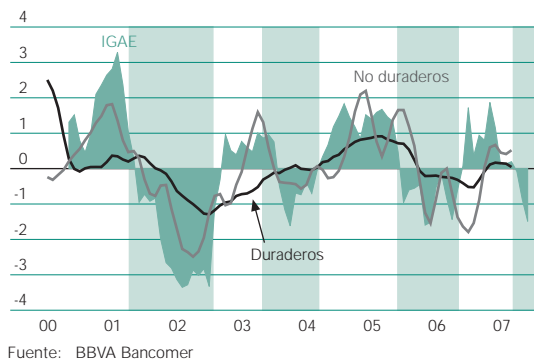
En un monitoreo más cercano de la evolución de precios de alimentos tras las alzas en el precio del maíz, identificamos que los precios de productos pecuarios y leche han respondido con mayor sensibilidad al que asumiríamos en base a la sensibilidad histórica. Por lo cual, de materializarse presiones adicionales en estos alimentos durante mayo y/o junio no se descartaría una restricción monetaria adicional con el objeto de seguir subrayando su compromiso para abatir la inflación.

Ponderando ambas interpretaciones, consideramos que los riesgos sobre contaminación son importantes en la actualidad; sin embargo, estimamos que la desaceleración de la economía y la fortaleza cambiaria serán factores que tenderán a acotar la capacidad de los productores para trasladar los mayores costos al consumidor final, y por tanto, contribuirá a mitigar dicho riesgo. Por tal motivo, consi-

Tendencia de Precios y Actividad % anual, tendencia HP



Precios y Actividad: Componentes Cíclicos Ciclo sobre tendencia en puntos porcentuales, HP, IGAE t+ 5, promedio móvil 3 meses



deramos como nuestro escenario central que Banxico mantendrá su tasa de fondeo en 7.25% durante hasta el tercer trimestre del año y optamos establecer como un sesgo de corto plazo un alza a 7.5% en caso de prolongarse las alzas en precios de alimentos o materializarse cierta contaminación de expectativas. En ambos casos, mantene-mos nuestras perspectivas de una inflación general y subyacente disminuyendo durante la segunda parte del año. Lo anterior abriría oportunidades en el último trimestre o principios de 2008 para que Banxico busque iniciar una fase de relajamiento de las condiciones monetarias en sincronía con el ciclo de la economía.

Para el mediano plazo nuestra visión no ha cambiado. Independientemente de los sesgos monetarios adoptados en el corto plazo, las perspectivas son de menores tasas de interés para 2008 dado un crecimiento económico en torno al potencial y primas de riesgo en niveles reducidos que favorecen a un tipo de cambio sin sobresaltos suficientes para alterar la trayectoria inflacionaria en dicho año.

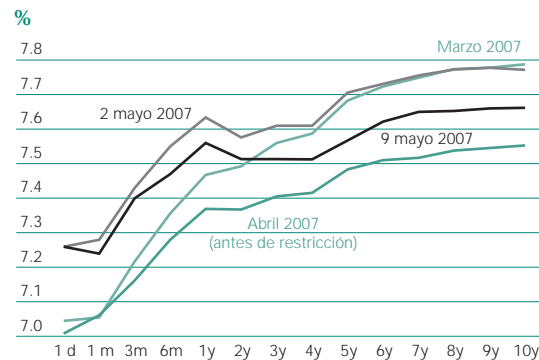
¿Cómo interpretamos la reacción de los mercados financieros tras la restricción monetaria?

Previo al anuncio de política monetaria de Banxico, la pendiente de la curva de rendimientos fue observando disminuciones las cuales se aceleraron tras el anuncio de contracción de los precios para la primera quincena de abril y de mayo. Con ello, la pendiente pasó de 95 pb al cierre febrero 35 pb días antes del fin de abril conforme el mercado fue asignando una mayor probabilidad de pausa monetaria. Junto a ello, el nivel promedio de la curva de rendimientos pasó de 7.7% a finales de febrero a 7.3% antes de la restricción monetaria. El anuncio no esperado de restricción monetaria tuvo como respuesta un desplazamiento al alza de la curva rendimientos con una ligera reducción de la pendiente, la cual se estabilizó entorno a 50 pb en la primera semana de mayo e hizo que el promedio de la curva se ubicara en 7.6%.

Los eventos anteriores contribuyeron a que la trayectoria de las tasas de largo plazo en México continuara desincronizada a las de EUA, aunque el entorno que lo explica es diferente a episodios anteriores. En una primera instancia, los incrementos en los réditos de los bonos de largo plazo en México y bajadas en EUA, a finales de febrero e inicios de marzo, se explicaron por las perspectivas de desaceleración en esa economía que imprimió mayores primas de riesgos para emisiones mexicanas. En una segunda etapa, durante de abril, la disminución de dichas tasas en México fue regida por los favorables datos inflacionarios de la primera quincena de ese mes, las perspectivas de aprobación de reformas estructurales, y el sentimiento generalizado de una pausa prolongada de la política monetaria.

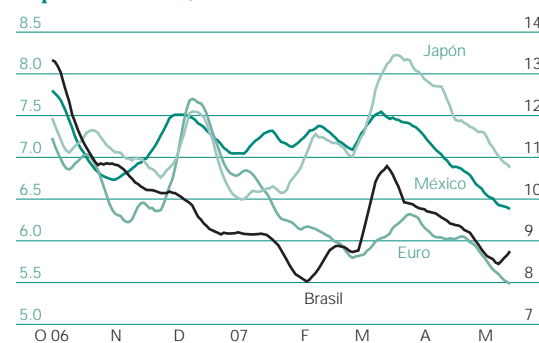
Por último, las recientes alzas en las tasas de bonos en México responden al impulso monetario observado en el corto plazo más que a un contexto de incrementos en las primas de riesgo y en donde la volatilidad financiera internacional se ha mantenido acotada. De hecho, sobresale que el recorrido de alza de las tasas de largo plazo ha sido ligeramente menor al impulso de 25 pb en los tramos cortos

Curva de Rendimientos



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Volatilidad Cambiaria Implícita 3 meses, contratos



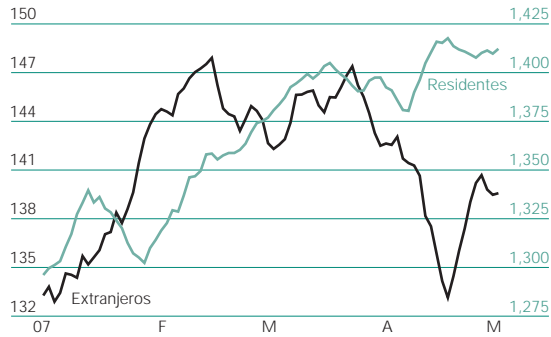
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Bono a 10 Años



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

Tenencia de Valores Gubernamentales
Miles de millones de pesos, promedio móvil 5 días



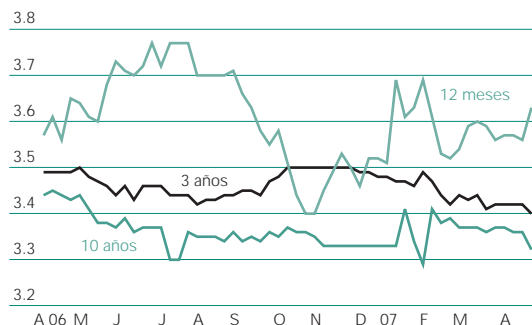
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Escenarios Financieros
Fin de periodo

	2007	2008
Escenario Base (60%)		
Fondeo Bancario, %	6.75	6.50
Bono 10 años, %	7.3	7.2
Tipo de cambio, pesos por dólar	11.0	11.2
Escenario Reformas (35%)		
Fondeo Bancario, %	6.75	5.75
Bono 10 años, %	7.0	6.1
Tipo de cambio, pesos por dólar	10.6	10.8
Escenario Riesgo Inflación (5%)		
Fondeo Bancario, %	8.00	7.25
Bono 10 años, %	8.4	7.6
Tipo de cambio, pesos por dólar	10.9	11.0

Fuente: BBVA Bancomer

Expectativas de Inflación
%, encuesta Infosel



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Infosel

de la curva. Lo anterior además de descontar un entorno de riesgos sin cambios, pudiera reflejar una interpretación de transitoriedad de este sesgo monetario.

El incremento inducido por Banxico en el diferencial de tasas de interés con EUA (de 220 a 255 pb en tramos cortos) —junto a un entorno internacional de baja volatilidad— volvió más atractivo las inversiones en bonos mexicanos e imprimió una mayor fortaleza a la paridad al ubicarse entorno al 10.8 ppp (apreciación de 1.3% y 3.1% con respecto al promedio de abril y marzo). Así la inversión extranjera en valores gubernamentales de largo plazo se expandió de 135.8 mmp al día del anuncio monetario a 141.3 mmp para la primera semana de mayo. De igual forma, las posiciones del mercado de futuros en Chicago mostraron un mayor apetito por el peso mexicano al registrar los contratos una posición neta larga de 3.2 mmd (la más alta en el año).

Perspectivas financieras segundo semestre 2007 y 2008

Los factores que han dominado la dinámica de los mercados continuarán siendo relevantes en su dinámica en los próximos meses. En materia de política monetaria, podemos conjeturar sobre una pausa en 7.25% para el segundo y tercer trimestre del año, con un sesgo a que se pueda incrementar a 7.5%.

No obstante, pensamos que, independientemente el sesgo que adopte Banxico en sus reuniones inmediatas, el comportamiento de la curva de rendimientos y del tipo de cambio nos sugiere que ambos niveles de fondeo bancario son compatibles con un ciclo de relajamiento monetario para el cuarto trimestre del año o inicios de 2008: donde la tasa de fondeo podría alcanzar 6.75% en dicho ciclo. Lo anterior llevaría las condiciones monetarias internas a niveles consistentes con un crecimiento económico por debajo del potencial que procuraría una inflación —general y subyacente— tendiendo a la meta de Banxico, y expectativas de incrementos salariales y precios de mediano/largo plazos ancladas en niveles actuales.

El sesgo de la política monetaria para el corto plazo dependerá en gran medida de la evolución del balance de riesgos y, en especial, de las señales al mercado que quisiera enfatizar: (i) pausa en 7.25% en donde se daría una mayor ponderación al ciclo de desaceleración que tenderá a mitigar las presiones inflacionarias, o (ii) incrementar fondeo a 7.5% ante la necesidad de refrendar aún más su compromiso frente a una la inflación esperada de mediano y largo plazo que se mantienen ligeramente desviadas a su meta de 3%.

En este sentido, estimamos que el reciente fortalecimiento en el tipo de cambio tras el aumento en el fondeo bancario reduce la probabilidad de un segundo endurecimiento: en la medida en que el origen de la desaceleración radica en el sector externo, mayores apreciaciones cambiarias tras una segunda restricción monetaria —en ausencia de un repunte en el riesgo soberano— pudiera prolongar la fase de desaceleración de la economía. De igual forma, un peso fortalecido es consistente no sólo al mayor diferencial de tasas con EUA en el corto plazo, sino también con perspectivas de un riesgo acotado sobre la inflación en México para el mediano plazo.

En suma, considerando perspectivas de desaceleración moderada en EUA —con incrementos acotados en las primas de riesgo internacional— y una inflación local con paulatina disminución en la segunda parte del año, pensamos que existe margen de bajada en los tramos largos de la curva de rendimientos y fluctuaciones del tipo de cambio en rangos acotados tanto para 2007 y 2008. Nuestros estimados de cierre del bono a 10 años (M10) y paridad son de 7.3 y 11.0 para 2007; y de 7.2 y 11.2 para 2008 respectivamente.

Escenarios alternos: aún con baja probabilidad

Independientemente del sesgo monetario de fondeo (cuya respuesta sobre bonos y paridad sería transitorio), los principales escenarios alternos podría derivar de un sentimiento optimista sobre México de aprobarse nuevas reformas estructurales (probabilidad asignada de 35%). En este caso, existiría margen de mayores bajadas de fondeo bancario hacia 2008 —bajo el supuesto de que las reformas pudieran incrementar paulatinamente el crecimiento potencial—, las tasas de largo plazo con mayor espacio de bajada y un peso ligeramente más apreciado a nuestro pronóstico central (ver tabla).

Un escenario negativo (con probabilidad de 5%) pudiera desencadenarse en caso de registrarse un significativo deterioro inflacionario que desvíe las expectativas de mediano plazo de la meta de 3%. En dicho caso, el ciclo de endurecimiento pudiera prolongarse en este año con ligeras bajadas en el fondeo hasta finales de 2008. Así, las tasas de largo plazo se mantendrían presionadas al alza por mayor lapso de tiempo y la paridad se situaría próxima a 11 ppd ante los mayores diferenciales de tasas con EUA.

El Tipo de Cambio en México Frente a los Movimientos del Dólar-Euro

¿Sincronización de tipos de cambio?

Desde que el tipo de cambio peso-dólar alcanzó sus máximos a principios de 1999 después de la crisis del tequila, esta paridad cambiaria ha mantenido una cercana relación con el cruce del dólar frente al euro (en general con la paridad del dólar vs. otra divisa). De hecho, ambas series están cointegradas, lo que significa que sostienen una relación estable de largo plazo (positiva en este caso).

Este vínculo de largo plazo sugeriría que ambas divisas pudieran estar interrelacionadas estructuralmente. El constante incremento en la integración, tanto comercial como financiera entre EUA y México, y la intensificación de la correlación de los ciclos económicos están, entre otras razones, detrás de esta relación. Incluso, la correlación de la inflación subyacente de ambos países ha aumentado en años recientes, producto mismo de la sincronización de ciclos que son a su vez más suaves.

Cuando la depreciación (apreciación) del dólar es persistente, sin ninguna duda afecta al tipo de cambio peso-dólar, observándose una depreciación (apreciación) del peso frente al dólar. Llama la atención que en el mediano plazo esta relación del dólar-euro vs. peso-dólar se respeta independientemente de la dinámica del diferencial de tasas de interés. En el muy corto plazo, cambios en el diferencial de tasas sí rompe temporalmente esta elasticidad, pero es importante enfatizar que sólo transitoriamente.

Tipo de Cambio Peso-Dólar y Dólar-Euro



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

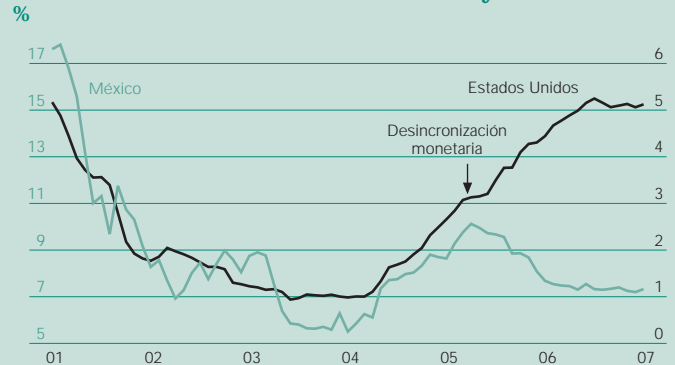
¿Sincronización de tasas de interés?

Con relación al comportamiento de las tasas de interés entre México y EUA, y el dinamismo del tipo de cambio

hay dos elementos a considerar. Primero, las tasas de interés están también altamente sincronizadas en el mediano plazo. Mientras los ciclos económicos continúan tan integrados y, como consecuencia, la inflación en ambas economías mantenga cierta relación, las tasas de interés de corto plazo tenderán a fortalecer esta correlación.

En segundo lugar, la dirección del movimiento del diferencial de las tasas de interés no es el factor que domina el comportamiento cambiario, sino la combinación entre el nivel del diferencial, la aversión al riesgo, y la fase en la que se encuentren la política monetaria de ambas economías. Si en los dos países la dirección de la postura monetaria así como su etapa es similar, el diferencial de tasas de interés no es un componente de relevancia como el grado de liquidez internacional, la aversión al riesgo y las oportunidades de "carry" (margen financiero).

Tasas de Interés 6 Meses en México y EUA



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

En este momento, los últimos tres factores arriba mencionados apoyan no sólo la estabilidad del peso, sino incluso su fortaleza, a lo que habría que añadir que la postura monetaria está a favor de la divisa local. El principal elemento de riesgo de una depreciación del peso frente al dólar se concentra en la posibilidad de observar un ajuste más severo de la paridad del dólar frente al euro y que, dados los lazos económicos y financieros con México, el peso corrija su tendencia de fortaleza de los últimos años. En otras palabras, mientras no se materialice una recesión en EUA y, por lo tanto, en la economía mexicana, al peso le queda un tiempo más de fortaleza.

Ociel Hernández o.hernandez@bbva.bancomer.com

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2006	2007	2008	III'06	IV'06	I'07	II'07	III'07	IV'07	I'08	II'08
Actividad Económica											
PIB (variación % real anual)	3.3	2.3	2.8	3.0	3.1	2.1	2.2	2.4	2.4	2.7	2.7
Gasto personal en consumo	3.2	3.2	2.6	2.7	3.6	3.4	3.5	3.3	2.8	2.5	2.5
Inversión fija bruta	2.9	-2.6	3.3	2.0	-1.1	-4.2	-3.4	-2.8	0.2	2.4	3.0
No residencial	7.2	2.7	4.2	8.3	6.0	3.2	3.0	1.5	3.3	3.9	4.1
Estructuras	9.0	3.2	3.6	14.1	11.2	9.4	2.9	0.1	0.9	1.4	4.1
Equipo y software	6.5	1.7	4.2	6.0	4.0	0.8	2.0	1.0	3.3	3.9	4.1
Residencial	-4.2	-14.0	0.4	-8.1	-12.8	-16.7	-16.8	-13.4	-8.5	-3.7	0.0
Exportaciones totales	8.9	5.4	5.9	9.1	9.4	5.5	5.7	5.6	4.6	6.5	6.2
Importaciones totales	5.8	2.3	3.1	7.2	3.3	1.6	2.3	1.9	3.5	3.7	3.4
Consumo del gobierno	2.1	1.9	2.2	1.6	2.7	1.7	2.0	2.0	2.0	2.2	2.2
Contribución al Crecimiento (pp)											
Gasto personal en consumo	2.3	2.3	1.8	1.9	2.6	2.4	2.4	2.4	2.0	1.8	1.8
Inversión privada	0.7	-0.6	0.5	1.0	-0.4	-1.0	-0.9	-0.7	0.1	0.4	0.4
Exportaciones netas	0.0	0.2	0.2	-0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.0	0.1	0.2
Consumo del gobierno	0.4	0.3	0.4	0.3	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Precios y Costos (variación % anual, promedio)											
CPI	3.2	2.4	2.2	3.3	1.9	2.4	2.4	1.9	2.8	2.4	1.8
Subyacente	2.5	2.3	2.1	2.8	2.6	2.6	2.3	2.1	2.2	2.2	2.2
PCE	2.7	2.1	1.9	2.8	1.9	2.2	2.1	1.7	2.3	2.0	1.7
Subyacente	2.2	2.1	2.0	2.4	2.2	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Deflactor del PIB	2.9	2.4	1.9	2.9	2.5	2.7	2.2	2.1	2.5	1.6	1.8
Productividad	1.6	1.9	2.2	0.9	1.6	1.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Compensación real por hora	1.5	1.1	1.4	0.1	2.9	-0.1	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Costo laboral unitario	3.2	1.5	1.6	2.6	3.4	1.3	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
Otros Indicadores											
Producción industrial (variación % real anual)	4.0	2.4	3.2	5.1	3.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.9	3.3
Capacidad utilizada (%)	81.7	81.0	81.3	82.3	81.5	81.3	81.4	80.8	80.4	80.5	81.0
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	16.6	16.5	16.1	16.6	16.4	16.5	16.5	16.5	16.6	16.4	16.1
Inicio de casas (miles, anualizado)	1,812	1,438	1,478	1,704	1,555	1,460	1,495	1,428	1,368	1,388	1,448
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	189	112	100	202	177	143	109	100	95	90	90
Tasa de desempleo (promedio, %)	4.6	4.6	4.7	4.7	4.5	4.5	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7
Tasa de ahorro personal	-1.3	-0.2	0.0	-1.4	-1.3	-0.6	-0.4	-0.1	0.2	-0.3	-0.2
Balanza comercial (mmd)	-765	-706	-706	-201.4	-179	-178	-182	-181	-165	-181	-183
Balanza cuenta corriente (mmd)	-857	-761	-765	-229	-196	-197	-199	-190	-175	-200	-203
% PIB	-6.5	-5.5	-5.3	-917.5	-783.2	-787.7	-797.2	-758.6	-700.4	-800.7	-810.4
Balance fiscal (mmd, año fiscal)	-248	-177	-118	—	-248	—	—	—	-177	—	—
% PIB	-1.9	-1.3	-0.8	—	-1.9	—	—	—	-1.3	—	—
Brent (dólares por barril, promedio)	69.1	58.4	55.1	72.0	63.4	65.0	57.2	56.3	55.1	55.1	55.1
Mercados Financieros (fdp)											
Fed funds (%)	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
Libor 3 meses (%)	5.36	5.30	5.25	5.37	5.36	5.35	5.34	5.32	5.30	5.27	5.25
Nota del Tesoro 10 años (%)	4.70	4.80	4.90	4.63	4.70	4.64	4.73	4.76	4.80	4.83	4.85
Dólar/euro	1.32	1.33	1.32	1.27	1.32	1.33	1.34	1.34	1.33	1.34	1.33

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

	2004	2005	2006	2007	2008	I'06	II'06	III'06	IV'06	I'07	II'07	III'07	IV'07
Actividad Económica													
PIB (series desestacionalizadas)													
Variación % real anual	4.2	2.8	4.8	3.2	3.9	4.2	6.2	4.5	4.3	2.6	2.8	3.3	3.9
Por habitante en dólares*	6,729	7,490	8,118	8,723	8,993	8,062	8,221	7,909	8,281	8,326	9,094	8,555	8,916
Miles de millones de dólares	683	768	841	912	949	832	850	820	861	867	950	896	935
Inflación (% fdp)													
General	5.2	3.3	4.1	3.7	3.5	4.4	3.2	4.1	4.1	4.2	4.4	3.4	3.7
Subyacente	3.8	3.1	3.6	3.5	3.1	3.6	3.2	3.4	3.6	3.8	3.6	3.5	3.5
Mercados Financieros													
Tasas de interés (% fdp)													
Fondeo bancario	8.55	8.25	7.00	6.75	6.50	7.25	7.00	7.00	7.00	7.00	7.25	7.25	6.75
Cetes 28 días	8.6	8.0	7.0	6.8	6.5	7.3	7.0	7.1	7.0	7.0	7.3	7.3	6.8
TIIIE 28 días	9.0	8.6	7.4	7.1	6.8	7.6	7.3	7.3	7.4	7.5	7.6	7.5	7.1
Bono 10 años	9.7	8.5	7.6	7.3	7.2	8.7	9.7	8.2	7.6	7.8	7.7	7.6	7.3
Tipo de cambio													
Pesos por dólar, fdp	11.3	10.7	10.9	11.0	11.2	11.0	11.4	11.0	10.9	11.1	10.9	11.1	11.0
Finanzas Públicas													
Balance fiscal (% del PIB)	-0.2	-0.1	0.2	0.0	0.0	nd	nd	nd	0.2	nd	nd	nd	0.0
RFSP (% del PIB)	-2.5	-1.7	1.7	1.6	1.3	nd	nd	nd	1.7	nd	nd	nd	1.3
Sector Externo**													
Balanza comercial (mmd)	-8.8	-7.6	-6.1	-14.3	-21.1	-5.0	-4.5	-5.4	-6.1	-9.5	-12.1	-14.5	-14.3
Cuenta corriente (mmd)	-6.7	-4.9	-1.5	-14.7	-19.4	-1.7	-0.7	-1.5	-1.5	-6.2	-10.1	-13.8	-14.7
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.0	-0.7	-0.2	-1.6	-2.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.7	-1.2	-1.5	-1.6
Petróleo (mezcla mexicana, dpb, fdp)	28.6	44.9	50.1	53.1	43.9	51.4	55.5	58.2	50.1	50.0	52.2	52.1	53.1
Agregados Monet. y Act. Bancaria (var. % anual)													
Captación bancaria tradicional	3.1	3.2	1.0	4.9	4.7	6.7	6.2	3.3	1.0	6.1	6.7	5.7	4.9
Créd. vigente banca comercial***	27.7	26.6	25.0	17.5	16.4	27.8	28.5	26.8	25.0	23.3	16.1	15.7	17.5
Demanda Agregada (var. % anual, desestacionalizada)													
Total	6.2	4.4	7.0	4.8	6.3	7.0	8.7	7.1	5.3	3.8	4.3	5.1	6.1
Demanda interna													
Consumo	3.6	4.6	5.1	3.7	4.1	5.5	6.9	5.0	3.2	3.4	3.7	3.6	4.2
Privado	4.1	5.1	5.0	4.2	4.6	5.3	6.7	5.0	3.2	3.7	4.2	4.2	4.6
Público	-0.3	0.3	6.0	-0.1	-0.1	7.0	8.6	5.2	3.3	1.0	-0.8	-0.8	0.2
Inversión	7.5	7.6	10.0	6.5	9.2	10.3	12.5	10.1	7.3	5.9	5.4	6.3	8.2
Privada	8.8	9.6	11.6	6.3	9.0	9.1	15.1	12.9	9.1	7.5	5.3	5.7	6.6
Pública	2.5	-0.4	8.5	7.5	10.0	22.1	-1.6	9.6	6.0	-1.9	5.9	9.7	14.1
Demanda externa													
Importaciones	11.7	7.0	11.2	7.0	9.6	11.2	13.1	11.3	9.3	4.0	6.0	8.1	9.7
PIB por sectores (var. % anual, desestacionalizada)													
Agropecuario	3.5	-2.1	4.8	2.6	1.6	2.7	8.0	-2.3	9.8	0.2	-0.5	6.3	4.6
Industrial													
Minería	4.2	1.7	5.0	2.2	3.9	7.1	3.9	5.4	3.6	0.6	2.1	2.4	3.2
Manufacturas	3.4	2.1	2.2	1.9	1.7	6.1	-0.4	2.7	0.8	0.3	0.2	3.2	2.0
Construcción	4.0	1.4	4.7	2.1	3.5	7.1	3.9	5.1	3.1	-0.1	1.5	2.2	3.1
Electricidad, gas y agua	6.1	3.3	6.9	3.8	5.0	8.8	5.3	7.8	5.9	2.1	3.9	4.4	4.5
Servicios													
Comercio, restaurantes y hoteles	2.8	1.7	5.0	3.0	3.2	4.1	4.5	5.9	5.4	5.3	2.4	1.9	3.0
Transporte y comunicaciones	4.2	3.6	4.7	3.8	4.5	5.1	5.0	4.6	4.1	3.5	3.4	3.6	4.5
Financieras, seguros e inmuebles	5.5	2.7	3.7	3.3	4.0	5.1	4.0	3.2	2.8	1.6	2.6	3.2	4.8
Comunales y personales	9.2	7.1	9.1	6.8	8.1	8.4	9.2	9.3	9.3	7.6	6.5	6.5	6.3
	3.9	5.8	5.4	4.3	4.7	6.0	5.8	4.9	4.7	4.9	4.1	4.2	4.7
	0.6	1.8	2.8	1.6	2.1	3.0	3.6	2.9	1.7	2.1	1.0	1.9	2.0

1 Véase página 21

fdp fin de período

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**

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

Economistas Jefe

Norteamérica: Jorge Sicilia

México: Adolfo Albo

Estados Unidos: Nathaniel Karp

LatAm y Mercados Emergentes: Giovanni di Placido

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia:

Perú: David Tuesta

Venezuela: Alejandro Punte

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Servicio de Estudios Económicos Norteamérica

Jorge Sicilia

j.sicilia@bbva.bancomer.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

David Aylett

david.aylett@bbva.bancomer.com

Fernando González

f.gonzalez8@bbva.bancomer.com

Leonardo González

leonardo.gonzalez@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

Javier Morales

francisco.morales@bbva.bancomer.com

Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.bancomer.com

Eduardo Torres

e.torres@bbva.bancomer.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvausa.com

Javier Amador

javier.amador@bbvausa.com

Marcial Nava

jm.nava@bbva.bancomer.com

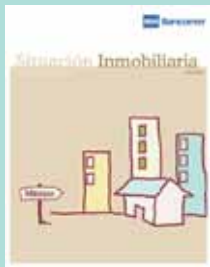
Fernando Tamayo

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.