

# Informe sobre la Inflación

*Enero - Marzo 2006*

## Resumen

La actividad económica mundial continúa mostrando una evolución y unas perspectivas favorables. En el primer trimestre del año la economía de los Estados Unidos se expandió significativamente, tras la desaceleración ocasionada por diversos factores transitorios en el cuarto trimestre de 2005. Se espera que dicha economía crezca en el año alrededor de 3.4 por ciento. Por su parte, se anticipa un mayor crecimiento en Europa y en Japón, y que se mantenga el dinamismo de la expansión económica en China y en el resto de los países de Asia. Este entorno ha sido propicio para que los precios internacionales de los energéticos se hayan mantenido en niveles elevados, aunado a las restricciones para incrementar la oferta de estos productos y ciertos factores de riesgo geopolítico. Este último elemento ha cobrado relevancia en abril, dando lugar a nuevos y considerables incrementos en los precios del petróleo.

A pesar de lo anterior, las presiones inflacionarias a nivel global se mantienen relativamente contenidas. En particular, los principales indicadores de inflación subyacente se han conservado dentro de límites moderados, lo cual ha contribuido a acotar las expectativas de inflación. En este entorno, caracterizado por expectativas de inflación bien ancladas, las primas de riesgo para plazos mayores asociadas a instrumentos de renta fija se han mantenido en niveles reducidos respecto de su comportamiento histórico. Ello, entre otros factores, ha contribuido a que las tasas de interés de largo plazo permanezcan reducidas. De esta manera, los mercados financieros internacionales continúan mostrando condiciones de relativa holgura.

Sin embargo, tal circunstancia no ha estado exenta de ajustes, en la medida en que la información más oportuna sugiere un vigor mayor a lo esperado de la expansión de la economía global y, en particular, de la de los Estados Unidos. Asimismo, se ha venido anticipando una mayor astringencia monetaria por parte de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas. Lo anterior ha propiciado un incremento en las tasas de interés de largo plazo en los mercados financieros internacionales.

Adicionalmente, la expectativa de incrementos en las tasas de interés en algunas economías desarrolladas, particularmente Japón, ha conducido a que se reviertan ciertas posiciones de apalancamiento en dichas divisas para financiar tenencias de activos en otras. La confluencia de los factores anteriores ha repercutido sobre las cotizaciones de activos y divisas en las economías emergentes, las cuales presentaron cierta depreciación y una mayor volatilidad hacia finales del primer trimestre. No obstante lo anterior, las condiciones de acceso al financiamiento para estas economías continúan siendo, en lo general, positivas.

La actividad económica en México evolucionó favorablemente durante el primer trimestre del año. A este resultado contribuyó de manera especial la expansión de las exportaciones de manufacturas, principalmente las relacionadas con la industria automotriz. En adición al buen desempeño de las exportaciones, el gasto interno ha mantenido su vigor. Al respecto, cabe destacar que el consumo y la inversión continúan beneficiándose de los ingresos por remesas familiares y por exportaciones de crudo. De esta manera, se anticipa un crecimiento del PIB cercano a 5.2 por ciento para el primer trimestre del año. Esta cifra también estará influenciada por factores estacionales ya que, a diferencia del 2005, en el presente año la Semana Santa se ubicó en el segundo trimestre. Este ritmo de la actividad económica y las perspectivas que se tienen para el resto del año permiten anticipar que el crecimiento del PIB en 2006 se situará en un intervalo de entre 3.5 y 4 por ciento.

Como se había anticipado en el Informe de Inflación previo, en enero de 2006 la inflación general anual presentó un repunte debido a la volatilidad que caracteriza tanto a los precios, como a sus variaciones anuales, de las frutas y verduras. En esta ocasión, ello se debió a la inusual reducción que se presentó en los precios de estos genéricos en enero de 2005, dando lugar a elevadas variaciones anuales de los mismos en los primeros meses de este año. Sin embargo, en marzo la inflación general regresó a niveles cercanos a los

## Resumen

registrados al cierre del 2005. Por su parte, la inflación subyacente que, como es sabido, representa de mejor manera la tendencia de mediano plazo de la inflación general, se mantuvo alrededor de 3 por ciento.

La mejoría en el entorno inflacionario ha contribuido a que las expectativas de los analistas privados, tanto para la inflación general como para la subyacente, se hayan reducido para todos sus plazos. A este respecto, el Banco de México espera que la inflación general para el cierre de 2006 se sitúe entre 3 y 3.5 por ciento, y que la subyacente se mantenga cercana a 3 por ciento en lo que resta del año.

### **Evolución Reciente de la Inflación**

La inflación general anual, tal y como se había anticipado en el anterior Informe sobre la Inflación, presentó un repunte durante los primeros meses del 2006. Así, después de haber alcanzado 3.33 por ciento en diciembre de 2005, ésta se incrementó en enero, febrero y marzo de 2006 a niveles de 3.94, 3.75 y 3.41 por ciento, respectivamente. Esta evolución obedeció, en lo principal, a la trayectoria que presentó el subíndice de precios no subyacente. Por su parte, la inflación subyacente anual mostró mayor estabilidad, al registrar en los meses referidos 2.98, 2.90 y 3.04 por ciento.

Durante el primer trimestre del año la tasa de variación anual del subíndice de precios no subyacente aumentó en enero y disminuyó en los meses siguientes. Así, este indicador pasó de 3.76 por ciento en diciembre de 2005, a 5.93 por ciento en enero, 5.52 por ciento en febrero y 4.20 por ciento en marzo. En lo principal, la evolución descrita fue consecuencia de los movimientos de los precios de las frutas y verduras, siendo particularmente relevante el caso del jitomate, ya que en el mismo periodo del año anterior sus cotizaciones alcanzaron niveles muy bajos, que en esta ocasión no se repitieron. Además, los ajustes que experimentaron las cotizaciones del subíndice de precios de bienes y servicios administrados también contribuyeron a la elevación que registró la inflación no subyacente al inicio del año. Por otra parte, durante el trimestre se redujeron las tasas de variación anual de los precios de los productos pecuarios y de los bienes y servicios con tarifas concertadas.

Al cierre del primer trimestre de 2006, la inflación subyacente anual se situó en 3.04 por ciento, lo que implicó una disminución de 0.08 puntos porcentuales con respecto a su nivel de diciembre

de 2005. En marzo, las tasas anuales de variación de las cotizaciones de los subíndices de las mercancías y de los servicios se ubicaron en un nivel inferior al que habían registrado al cierre del año, siendo mayor la baja en el primer caso. Por lo que se refiere a los dos grupos que integran el subíndice de las mercancías (alimentos y resto de mercancías), ambos exhibieron ligeras reducciones en sus variaciones anuales. Por otra parte, en el caso de los servicios, las variaciones anuales de los dos grupos que lo componen se movieron en direcciones opuestas. Por un lado, se redujo la tasa de crecimiento anual del grupo de los servicios distintos de los de la vivienda. Por otro, los incrementos que resintieron los precios de algunos materiales para la construcción como la varilla, la tubería de cobre y el cemento propiciaron un repunte en la tasa de variación anual de las cotizaciones del grupo de los servicios asociados a la vivienda.

### **Principales Determinantes de la Inflación**

#### **Entorno externo**

Durante el primer trimestre de 2006, la actividad económica mundial parece haber repuntado, luego de la desaceleración observada en los últimos meses del año anterior. Los indicadores oportunos sugieren un fortalecimiento significativo de la demanda interna en los Estados Unidos, que había resentido a finales de 2005 el impacto de los huracanes en el Golfo de México, entre otros factores. Asimismo, la actividad económica en la zona del euro habría experimentado un repunte, en tanto que en Japón continuó el proceso de recuperación. Por otro lado, la inflación se ha mantenido en niveles bajos a pesar de los elevados precios del petróleo, los incrementos recientes en los precios de otras materias primas; y, el mayor grado de utilización de los recursos productivos en varios países. Sin embargo, las autoridades monetarias de las principales economías han seguido manifestando su preocupación por los riesgos inflacionarios. En este sentido, destaca la continuación de los incrementos de las tasas de interés en Estados Unidos, y un nuevo aumento en la zona del euro. En Japón, el aparente fin de la deflación ha motivado la terminación de la política de objetivos cuantitativos de los agregados monetarios y ha generado la expectativa de que el banco central de dicho país abandonará la política de tasas de interés de cero. No obstante lo anterior, las condiciones en los mercados financieros globales continuaron siendo favorables.

### *Demanda y Oferta Agregadas*

Durante el primer trimestre de 2006 la demanda agregada y el PIB mantuvieron la recuperación que habían registrado en la segunda mitad de 2005, luego de una desaceleración en la primera parte de ese año. Adicionalmente, en el trimestre de referencia el comportamiento de la demanda y el de la producción estuvieron influidos al alza por un efecto estadístico asociado al periodo de asueto de la Semana Santa. Concretamente, ello implicó que el primer trimestre de 2006 contara con un mayor número de días laborables que el trimestre correspondiente del año previo, y que lo contrario vaya a ocurrir en el segundo trimestre del año. Por tanto, contribuyó a elevar las tasas anuales de la demanda agregada y del producto en el primer trimestre y reducirá las del segundo.

Los principales aspectos que caracterizaron el comportamiento de la demanda agregada en el primer trimestre de 2006 fueron los siguientes: i) el gasto de consumo mantuvo un ritmo de expansión anual cercano al registrado en 2005; ii) el crecimiento anual de la inversión superó al que había observado en el cuarto trimestre de 2005 y en todo ese año, ello reflejó principalmente los incrementos de sus componentes de importaciones de bienes de capital y de construcción; y, iii) la recuperación que presentaron las exportaciones de bienes y servicios en la segunda mitad del año pasado se fortaleció aún más en los primeros meses de 2006.

Cabe precisar que la evolución del PIB y del gasto interno en el primer trimestre del año no implicaron presiones significativas sobre el uso de la capacidad de producción de la economía. Ello, considerando los siguientes aspectos: i) el mayor avance del producto se originó en buena parte en dos sectores, el agropecuario y el manufacturero. En el caso del primero, su mejor desempeño se derivó, en lo fundamental, de mejores condiciones climatológicas. Por su parte, la expansión del sector manufacturero, luego de resultados modestos el año previo, respondió a un mayor dinamismo de la demanda externa, en diversos sectores, a lo que se adicionó el fuerte repunte de las exportaciones de la industria automotriz terminal; ii) a pesar del avance de la producción del sector manufacturero, su nivel durante el primer trimestre del año apenas superó al máximo previo observado a mediados de 2000; y, iii) la formación bruta de capital, un indicador de la capacidad de producción de la economía, ha venido creciendo por más de dos años a un ritmo anual significativo.

### *Costos y Precios*

En el primer trimestre de 2006 los salarios contractuales negociados por las empresas de jurisdicción federal, registraron en promedio un incremento de 4.3 por ciento. Esta cifra resultó 0.2 puntos porcentuales menor a la que se observó durante el mismo periodo del año previo.

Los precios de los bienes y servicios administrados mostraron, durante el primer trimestre del año, menos volatilidad que la experimentada en los mercados internacionales. Ello se explica por el efecto de las medidas que con esa finalidad, estableció el Gobierno Federal. Destaca en particular la decisión de actualizar a una tasa anualizada de 4 por ciento los precios del gas licuado, de las tarifas eléctricas para uso doméstico de los consumos bajos, así como para las gasolinas en el interior del país. Adicionalmente, el Gobierno Federal anunció que a partir del 25 de abril de 2006, el precio de las gasolinas en las ciudades de la frontera norte del país no podrá rebasar el nivel alcanzado la semana del 11 al 17 de abril de 2006, con lo cual se limitan los efectos asociados a posibles incrementos adicionales en los precios de este combustible en las ciudades más próximas del extranjero.

La tasa de variación anual del subíndice de los bienes y servicios con precios concertados continuó presentando durante el primer trimestre de 2006 una trayectoria descendente. Esta baja tuvo como causa primordial una reducción importante de los cargos por tenencia de automóvil, así como un menor ritmo de aumento de los precios de los siguientes genéricos: transporte colectivo, autobús foráneo, derechos por suministro de agua, taxi, impuesto predial y estacionamiento.

Las cotizaciones internacionales de los granos y de las carnes inciden de manera directa sobre los precios internos de estos productos, e indirectamente sobre los costos de producción de diversos alimentos procesados. Durante el primer trimestre de 2006, los precios internacionales de los granos presentaron aumentos moderados. Asimismo, la evolución de sus cotizaciones a futuro sugiere que en lo que resta del año éstos podrían presentar una trayectoria ascendente. Por otra parte, en el periodo analizado los precios internacionales de la carne de res disminuyeron y los contratos a futuro muestran que éstos podrían reducirse aún más durante el segundo trimestre. Las cotizaciones internacionales de la carne de

## Resumen

cerdo tuvieron un ligero repunte en marzo, y los futuros sugieren que la trayectoria de éstas podría seguir en descenso los siguientes meses, para posteriormente revertir dicha tendencia.

Por lo que se refiere al acero, durante el primer trimestre de 2006 la cotización interna de algunos de sus productos mostró un incremento significativo en su tasa de variación anual, debido a cierta actividad especuladora en el comercio al menudeo. Cabe señalar que el precio de este metal y sus productos derivados se han mantenido estables en el mercado norteamericano. El precio del acero tiene una relevancia particular dentro del INPC por su incidencia sobre los costos de los materiales de la construcción y su efecto sobre el cálculo de las tarifas eléctricas de alto consumo. Adicionalmente, los precios del cobre han aumentado, lo que ha repercutido principalmente sobre los costos de ciertos materiales para la construcción.

### *Agregados Monetarios y Crediticios*

Por lo que se refiere a los agregados monetarios amplios, estos continúan expandiéndose con vigor. A la mayor oferta de recursos financieros internos se ha sumado una mayor entrada de recursos del exterior.

Por el lado de los usos, los cuantiosos ingresos petroleros y el menor costo financiero, entre otros factores, han permitido al sector público reducir sus requerimientos financieros. Esto ha ampliado de forma importante la disponibilidad de recursos adicionales para los hogares y las empresas, los cuales representaron el 2.8 por ciento del PIB durante el 2005. Hasta hace algunos años los hogares y las pequeñas y medianas empresas enfrentaban importantes restricciones crediticias, las cuales se han venido reduciendo gradualmente. No obstante, debido a que los hogares aún se encuentran inmersos en un proceso de ajuste al alza en sus patrones de consumo, es probable que actualmente sean poco sensibles a los costos del crédito. Al respecto, cabe señalar que, en general, las tasas de interés activas continúan siendo elevadas, no habiendo reflejado cabalmente la caída de las tasas pasivas proveniente de la reducción en la inflación.

### *Acciones de Política Monetaria*

Las condiciones financieras internas han estado influenciadas de manera considerable por aquéllas que han prevalecido en los mercados internacionales. Al respecto, si bien a nivel global se mantiene una situación de holgura, el mayor

vigor de la economía de los Estados Unidos dio lugar a cierto repunte en las tasas de interés de largo plazo en los mercados financieros internacionales, lo que condujo en el margen, a un menor apetito por instrumentos de economías emergentes. Así, las cotizaciones de activos y divisas en dichas economías tendieron a depreciarse y a mostrar una mayor volatilidad hacia finales del primer trimestre.

Las condiciones de acceso al financiamiento para las economías emergentes continúan siendo, en general, favorables. Esto se debe, principalmente, a que a pesar de la tendencia hacia una mayor astringencia monetaria por parte de los bancos centrales en las principales economías desarrolladas, las tasas de interés para plazos mayores aún permanecen en niveles reducidos respecto de su comportamiento histórico. Al respecto, es claro que las condiciones financieras que enfrentan los países emergentes son altamente dependientes de la evolución de los réditos de mayor plazo en los mercados financieros internacionales. En este contexto, en la medida en que dichas tasas muestren ajustes al alza, podrían deteriorarse las condiciones de acceso al financiamiento para los primeros.

Por otro lado, el entorno inflacionario en México continúa siendo favorable. En particular, la inflación subyacente se mantuvo alrededor de 3 por ciento durante el primer trimestre del año. En cuanto a la inflación general anual, tal como se había anticipado, ésta presentó un repunte durante los primeros meses del 2006 debido a la volatilidad que caracteriza al subíndice de precios de las frutas y verduras. Sin embargo, este efecto se desvaneció rápidamente, siendo que en marzo la inflación general volvió a ubicarse en un nivel cercano al registrado al cierre del 2005. Estos resultados contribuyeron a que las expectativas de inflación para diferentes plazos mantuvieran una tendencia generalizada a la baja. Así, las expectativas para la inflación general recabadas por el Banco de México en marzo para el cierre de 2006, 2007 y 2008 fueron de 3.47, 3.57 y 3.53 por ciento, respectivamente. Por su parte, en dicha encuesta las expectativas de inflación subyacente para el cierre de 2006 se ubicaron en 3.11 por ciento, en contraste con un nivel de 3.27 por ciento registrado en la encuesta de diciembre de 2005.

En suma, el panorama para la inflación y sus perspectivas han evolucionado de manera favorable. Hasta ahora, los diferentes riesgos que ha venido enfrentando el proceso de desinflación parecen haber tenido efectos acotados sobre las

negociaciones salariales y, en general, sobre la formación de precios en la economía. De esta manera, continúa el proceso de convergencia de la inflación hacia su meta.

La concurrencia de los elementos anteriores generó las condiciones para que en los primeros tres meses del año la Junta de Gobierno del Banco de México haya continuado disminuyendo el grado de restricción monetaria. En particular, la Junta de Gobierno permitió un relajamiento de las condiciones monetarias internas no mayor a 50 puntos base en enero, y no mayor a 25 puntos base cada vez, en febrero y marzo. En su comunicado de política monetaria correspondiente a abril, la Junta de Gobierno permitió un relajamiento más de las condiciones monetarias no mayor a 25 puntos base pero destacó que, para el futuro previsible, no existe espacio para un relajamiento adicional. Como resultado de estas acciones, la tasa de fondeo bancario a un día se redujo hasta alcanzar niveles de 7.0 por ciento el 21 de abril.

Durante el primer trimestre, la combinación de la reducción en las tasas de corto plazo y las condiciones de relativa holgura que mantuvieron los mercados financieros internacionales, dio lugar a una disminución de la curva de rendimientos para todos sus plazos. Esto propició una reducción de los diferenciales de las tasas de interés en México respecto de las de los Estados Unidos. No obstante, como ya se destacó, este proceso no ha estado exento de algunos ajustes. En particular, la transición hacia un entorno de mayor restricción monetaria global y el incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales observado hacia finales del primer trimestre y principios del segundo, propició cierto ajuste al alza en las tasas de interés internas para plazos mayores. En consecuencia, la curva de rendimientos mostró un empinamiento.

### ***Balance de Riesgos y Conclusiones***

Con base en el entorno macroeconómico descrito anteriormente, así como en la información más reciente sobre la evolución de la economía mexicana, a continuación se presenta el escenario base del Banco de México para el 2006.

**Crecimiento:** Se estima que para 2006 el crecimiento económico se situará entre 3.5 y 4 por ciento.

**Empleo:** Se prevé en el año una generación de empleos en el sector formal (número de

trabajadores asegurados en el IMSS) cercana a las 700 mil plazas.

**Cuenta Corriente:** Se espera que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en 2006 sea de alrededor de 0.8 por ciento del producto.

**Inflación:** Es previsible que la inflación subyacente se mantenga cercana a 3 por ciento en lo que resta del año. Por su parte, se espera que la inflación general anual se sitúe entre 3 y 3.5 por ciento al cierre del año, observando cierta volatilidad proveniente de su componente no subyacente.

Al respecto cabe señalar lo siguiente:

a) Se espera un pequeño repunte en la inflación subyacente en abril, por los efectos que tiene sobre los precios de los servicios asociados al turismo el desfase de mes con el que se registró la Semana Santa en 2005 y 2006. Dichos efectos se disiparán en los meses siguientes.

b) Se prevé un ligero repunte en la variación anual del subíndice de servicios de vivienda, por las inusuales caídas que mostró este subíndice en los mismos meses del año anterior, asociados a la reducción en los costos de diversos materiales para la construcción. No obstante, su impacto sobre la inflación subyacente será compensado por la reducción que se espera en el resto de los servicios y las mercancías.

c) A pesar de que los precios internacionales de los energéticos se han mantenido en niveles elevados, se anticipa que su impacto sobre la inflación general será moderado. Ello debido, en parte, a las políticas adoptadas por el Gobierno Federal para determinar los precios de los bienes y servicios administrados.

d) En cuanto a los demás componentes del índice no subyacente del INPC, no se esperan presiones inflacionarias de consideración.

Es claro que el panorama para la inflación ha mejorado. No obstante, conviene mencionar los siguientes riesgos:

i) Los precios internacionales de los energéticos continúan siendo una fuente de posibles presiones inflacionarias. En particular, la creciente incertidumbre geopolítica ha propiciado un nuevo repunte en estos precios. La magnitud y duración de dicho ajuste constituye un importante factor de riesgo sobre la inflación a nivel global.

ii) Las cotizaciones en el mercado de futuros de algunos granos han aumentado. Esto podría

## Resumen

obstaculizar la reducción de la variación anual de los precios de los alimentos procesados, e incidir sobre los precios de los productos pecuarios.

iii) Los incrementos que se han registrado en los precios de algunos metales podrían repercutir en las cotizaciones de los materiales para la construcción.

iv) El ritmo de crecimiento de los precios de los servicios y, particularmente, de aquéllos distintos a los de la vivienda, continúa en un nivel elevado.

v) No se pueden descartar alzas extraordinarias de los precios de algunas frutas y verduras.

vi) Las expectativas de inflación para distintos horizontes se sitúan por encima de la meta de 3 por ciento.

Considerando el escenario base para la inflación y el balance de riesgos descritos, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió en su comunicado de política monetaria correspondiente a abril, permitir un relajamiento en las condiciones monetarias, estableciendo al mismo tiempo que para el futuro previsible no existe espacio disponible para un relajamiento adicional.

A su vez, existen otros factores de riesgo que pudieran incidir principalmente sobre el crecimiento previsto en el escenario base.

En primer lugar pudieran surgir presiones inflacionarias de demanda en los Estados Unidos. En tal caso, sería posible que las autoridades monetarias de dicho país incrementaran sus tasas de referencia en mayor magnitud o por un periodo más prolongado de lo que actualmente anticipan los mercados financieros. Este escenario podría conducir a un aumento en las tasas de interés de largo plazo en dólares, lo cual podría detonar una reducción del apetito por riesgo y una mayor volatilidad en los mercados financieros.

Otro riesgo de índole externo que se ha venido gestando está asociado a la eventualidad de que el elevado déficit de la cuenta corriente en los Estados Unidos se torne insostenible. Es claro que si bien éste es un factor de riesgo de mediano plazo, su ocurrencia podría tener importantes repercusiones a nivel global y, en particular, para la economía mexicana.

Asimismo, y como lo ha venido señalando el Instituto Central, un importante factor de riesgo, que ya ha estado afectando a la economía nacional, se refiere a que China y otras economías continúen desplazando a la producción manufacturera de

México en los mercados internacionales. Este riesgo se ha incrementado por la falta de avances tendientes a hacer más competitiva a la economía nacional, por lo que no se han podido aprovechar cabalmente las oportunidades de crecimiento resultado de un entorno internacional especialmente favorable. Otros países emergentes han avanzado decididamente en la instrumentación de reformas y en la modernización de sus economías, lo cual les ha permitido crecer vigorosamente. De mantenerse este estancamiento en la competitividad de la economía nacional, se podrían ver afectadas significativamente las oportunidades de crecimiento y la generación de más y mejores empleos.

Finalmente, otro factor de riesgo está relacionado con la posibilidad de que se suscitara incertidumbre asociada al proceso electoral del 2006. En particular, algunos analistas han señalado que ello podría conducir a una mayor volatilidad en los mercados financieros. Al respecto, conviene destacar que la aplicación de políticas macroeconómicas prudentes ha conducido a que México se encuentre actualmente en una posición mucho mejor para afrontar eventuales situaciones de este tipo.

Al evaluar los riesgos antes descritos, se resalta la importancia del anclaje macroeconómico de la economía, del cual la política monetaria es parte fundamental. De ahí la importancia de que un país cundiente con un Banco Central autónomo, en el caso de México, con la encomienda constitucional de mantener la estabilidad de precios. Con ello, se busca garantizar permanentemente, más allá de coyunturas particulares, un entorno de certidumbre que permita enfrentar los retos externos e internos y aprovechar el potencial de desarrollo económico del país.