

Informe sobre la Inflación

Abril - Junio 2005

Resumen

La información más reciente sugiere que durante el primer semestre de 2005 la actividad económica mundial presentó un crecimiento sólido, a pesar de que registró una ligera desaceleración respecto del ritmo de expansión observado el año anterior. Las perspectivas de crecimiento para la economía mundial en lo que resta del año continúan siendo favorables. En los mercados financieros internacionales se ha venido disipando el aumento en la aversión al riesgo que comenzó a presentarse hacia finales del primer trimestre. Las condiciones anteriores han dado lugar a una clara mejoría en el entorno crediticio, tanto para emisores soberanos, como privados.

En el segundo trimestre el ritmo de expansión de la economía estadounidense se desaceleró en cierta medida. Ello se debió, en gran parte, a que los precios internacionales del crudo alcanzaron nuevos niveles máximos. No obstante, el comportamiento de algunos indicadores oportunos sugiere que la actividad económica se fortaleció nuevamente hacia finales del trimestre.

El sector industrial en ese país ha venido resintiendo los efectos de la recomposición de la producción manufacturera a nivel mundial. Este fenómeno, que comenzó a gestarse desde hace varias décadas, se aceleró con la creciente participación de China en los flujos internacionales de comercio y coadyuvó a que, en los últimos años, se redujeran de manera importante los precios internacionales de las manufacturas, y a que se elevaran los de diversas materias primas, especialmente los energéticos. A su vez, este cambio en precios relativos ha conducido a que en diversas economías, entre ellas la de los Estados Unidos, los sectores de servicios sean los que estén presentando un mayor

dinamismo, tanto en la producción, como en la generación de empleos.

El entorno descrito ha tenido efectos sobre la economía nacional. Por un lado, las exportaciones manufactureras han venido perdiendo participación en los mercados internacionales, debido a la mayor presencia de productos chinos en combinación con una gradual pérdida de competitividad por parte de los nuestros. Por otro lado, el menor dinamismo de la demanda externa se ha visto compensado tanto por el aumento en los precios del crudo, como por el vigor con el que han venido creciendo las remesas familiares, al representar ambos una importante fuente de financiamiento del gasto interno. En este contexto, es probable que también en México se estén presentando ciertos cambios en la composición de la producción y del gasto en respuesta a las condiciones externas que enfrenta el país.

Evolución Reciente de la Inflación

En junio de 2005 la inflación general anual alcanzó 4.33 por ciento, mientras que al cierre del trimestre previo ésta fue 4.39 por ciento. Esta reducción de la inflación general refleja un descenso de 0.23 puntos porcentuales de la inflación subyacente anual, que registró un nivel de 3.38 por ciento al cierre del segundo trimestre de 2005. En este resultado influyó el desvanecimiento de algunas de las perturbaciones que afectaron a la inflación el año pasado.

Al interior del índice subyacente, durante el segundo trimestre se redujo la tasa de crecimiento anual tanto del subíndice de las mercancías (de 3.61 a 3.49 por ciento), como la del que corresponde a los servicios (de 3.61 a 3.27 por ciento).

Resumen

Por lo que respecta a los componentes del subíndice de precios subyacente de los servicios, se presentó una baja en la tasa de crecimiento anual del grupo de la vivienda (de 3.06 en marzo a 2.39 por ciento en junio). Ello obedeció al menor ritmo de crecimiento de los precios de los materiales para la construcción (que habían aumentado considerablemente en 2004), una mayor oferta de casas-habitación y una creciente disponibilidad de acceso a financiamiento inmobiliario, lo que se ha constituido como una influencia para moderar los aumentos de las rentas. Por otra parte, la tasa de variación anual del resto de los servicios pasó de 4.28 por ciento en marzo de 2005, a 4.32 por ciento en junio.

La disminución que mostró la tasa de variación anual del subíndice de precios subyacente de las mercancías fue producto del descenso de la tasa anual del grupo de los alimentos procesados (pasó de 5.90 por ciento en marzo a 5.32 por ciento en junio). Esto refleja tanto la reducción de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, como la percepción de una mayor estabilidad de sus cotizaciones a futuro. Sin embargo, este efecto fue parcialmente contrarrestado por el alza que presentó en el trimestre la tasa de variación anual del resto de las mercancías (de 2.00 a 2.20 por ciento).

En junio de 2005, la inflación no subyacente anual se ubicó en 6.41 por ciento, mientras que al cierre del trimestre previo ésta había sido de 6.04 por ciento. El incremento del indicador fue resultado, principalmente, de una elevación de la tasa de variación anual de los precios del subíndice de los productos agropecuarios, la cual fue atenuada por la reducción en la tasa de crecimiento anual de los precios de bienes y servicios administrados y concertados.

La inflación anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios alcanzó 11.95 por ciento en junio de 2005, lo que contrasta con la cifra que se registró en marzo (5.73 por ciento). La mayor contribución a este aumento provino de los precios del grupo de las frutas y verduras, que resintieron los efectos de diversos problemas climáticos, con lo cual su tasa de variación anual

pasó de 4.65 por ciento al cierre del primer trimestre del año a 20.47 por ciento en el segundo.

La variación anual del subíndice de precios de los bienes y servicios administrados se redujo de 8.39 por ciento en marzo a 4.35 por ciento en junio. El genérico cuyos precios contribuyeron en mayor medida a esta baja fue el de la electricidad. Ello, en virtud del ajuste que registraron durante esos meses las tarifas eléctricas de alto consumo (DAC). Esto debido a la unificación que se presentó en febrero de este año a la tasa menor de los dos tramos de cobro que anteriormente se tenían y por la disminución de algunos precios de referencia que se utilizan en su cálculo.

También contribuyó al menor crecimiento de los precios administrados, la mayor estabilidad de los precios internacionales del gas licuado. Así, la variación anual de los precios del genérico gas para uso doméstico pasó de 17.73 por ciento en marzo a 14.60 por ciento en junio. Los precios internos de la gasolina se han deslizado mensualmente a un ritmo congruente con una variación anual de 3 por ciento. En el caso de las ciudades fronterizas, los precios de la gasolina se fijan con relación a la ciudad extranjera más próxima, teniendo como techo el precio vigente en el interior del país. Cabe señalar, que las cotizaciones en dichas ciudades han alcanzado el referido techo. Ello, ha limitado los aumentos mensuales de dichos precios, que en el acumulado para el trimestre resultaron menores a los observados en igual periodo del año anterior.

Adicionalmente, la reducción que presentó la tasa de variación anual del subíndice de los precios concertados fue un factor que contribuyó a contener el alza de la inflación no subyacente anual durante el segundo trimestre de 2005. Así, la tasa referida pasó de 3.19 por ciento en marzo de 2005, a 2.78 por ciento en junio. En este resultado destacaron los menores incrementos que se presentaron en los precios del transporte público urbano, y el hecho de que éstos ocurrieron en ciudades con una menor ponderación en el INPC.

Principales Determinantes de la Inflación

La actividad económica mundial mostró un crecimiento favorable durante la primera mitad de 2005, si bien la información disponible sugiere un ritmo de expansión inferior al observado en 2004. En los Estados Unidos, el crecimiento de la actividad económica continuó disminuyendo hacia tasas más sostenibles. El crecimiento del PIB durante el periodo abril-junio parece haber sido menos dinámico de lo esperado inicialmente, pero los indicadores oportunos apuntan a un nuevo fortalecimiento hacia fines de dicho trimestre.

A pesar de que los precios del petróleo alcanzaron nuevos máximos históricos, la tasa de inflación en los países industriales siguió ubicada dentro de rangos moderados. Ello contribuyó a mantener sus tasas de interés de largo plazo en niveles reducidos y a propiciar condiciones favorables para el acceso de las economías emergentes a los mercados financieros internacionales.

* * *

En el segundo trimestre de 2005, la actividad económica mostró una expansión anual significativa, que superó a la observada en el primer trimestre. No obstante, el comportamiento de la producción en ambos periodos estuvo influido por un efecto estadístico asociado al periodo de asueto de la Semana Santa. Éste implicó que aumentara el número de días laborables en el segundo trimestre con relación a igual lapso del año previo y que se redujeran los correspondientes al primer trimestre. Consecuentemente, tal efecto incrementó la variación a tasa anual del PIB en el segundo trimestre y redujo la del primero. Así, una vez ajustadas las cifras del producto por dicho efecto, resulta que en el segundo trimestre, al igual que ocurrió en el primero de este año, el dinamismo de la actividad económica mostró una moderación con relación a lo observado el año pasado en su conjunto y, particularmente, con respecto al desempeño registrado en la segunda mitad de ese año.

Todos los componentes de la demanda agregada contribuyeron a la expansión que registró el PIB

en el segundo trimestre de 2005, tanto los renglones de origen interno, como la demanda proveniente del exterior. Cabe considerar cuatro aspectos en dicha evolución. Primero, el dinamismo del gasto interno en consumo e inversión se mantuvo en el segundo trimestre pero, al igual que ocurrió en el trimestre anterior, éste resultó más moderado que el observado en la segunda mitad del año pasado. Segundo, el crecimiento anual de las exportaciones de bienes y servicios fue significativo en el segundo trimestre, pero también resultó menor al registrado en la segunda parte del año pasado. Ello reflejó una desaceleración de la demanda externa, particularmente, de la proveniente de los Estados Unidos. Tercero, la expansión que experimentaron tanto la demanda agregada como el producto implicaron importaciones crecientes de bienes y servicios. Finalmente, el comportamiento de los distintos componentes de la demanda en la primera mitad de 2005 permite estimar que en ese lapso se acrecentó la contribución relativa al crecimiento económico derivada del gasto interno con relación a la proveniente de la demanda externa.

* * *

La evolución que mostró el sector externo de la economía mexicana en el segundo trimestre de 2005 compartió algunas semejanzas con la registrada en el primero, caracterizándose por los siguientes aspectos: a) un crecimiento de las exportaciones no petroleras y de las importaciones a un ritmo más moderado que el observado en la segunda mitad de 2004; b) incremento del valor de las exportaciones petroleras; c) saldos deficitarios moderados de las balanzas comercial y en cuenta corriente; y, d) un importante ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares. Otros aspectos que destacan en la evolución del sector externo en el trimestre reportado fueron que la cuenta de capital arrojó un pequeño superávit, y que tuvo lugar una ligera acumulación de reservas internacionales.

Acciones de Política Monetaria

En el transcurso de 2005 han continuado reduciéndose las presiones sobre la inflación

Resumen

derivadas de los múltiples choques de oferta que afectaron la economía el año anterior. En consecuencia, la inflación ha retomado su tendencia a la baja, pasando de 5.43 por ciento en noviembre de 2004, a 4.33 por ciento en junio del presente año. Por su parte, también la inflación subyacente ha tenido un descenso apreciable.

En virtud de las condiciones anteriores, se han reducido las expectativas de inflación. En particular, en las encuestas que recaba el Banco de México se aprecia que la previsión para la inflación general al cierre de 2005 ha disminuido de 4.32 por ciento en diciembre de 2004, a 3.79 en junio de 2005, nivel cercano al registrado antes de que se presentaran las perturbaciones de oferta del año previo. Por su parte, la expectativa para la inflación subyacente para finales del año pasó de 3.76 a 3.42 por ciento en igual periodo. Sin embargo, debe mencionarse que la inflación esperada para horizontes de mayor plazo aún se encuentra en niveles relativamente elevados con relación al objetivo de inflación de 3 por ciento.

Al evaluar los elementos anteriores, durante el segundo trimestre del año el Banco de México decidió modificar la forma en la que había venido determinando la postura monetaria. Cabe recordar que en los trimestres previos, la Junta de Gobierno del Instituto había restringido su postura de política a través de dos vías: i) incrementando el “corto”; y, ii) señalando en sus anuncios de política monetaria que, mientras así lo juzgara conveniente, las condiciones monetarias internas deberían reflejar, al menos, la mayor astringencia que se fuese presentando en los Estados Unidos.

Al respecto, en el periodo abril-junio la Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener el “corto” sin cambio y, a partir del comunicado de prensa de política monetaria del 24 de junio, dejó de mencionar el segundo inciso del párrafo anterior. No obstante, se especificó en dicho comunicado que mientras se juzgue conveniente, las condiciones monetarias internas no deberán relajarse. Como resultado de estas acciones, la tasa de fondeo bancario a un día aumentó de 9.25 a 9.75 por ciento durante el segundo trimestre del

año, manteniéndose en este último nivel desde el 3 de mayo.

Por lo que se refiere a la evolución de la curva de rendimientos en México, es importante destacar que ésta ha estado claramente influida por las condiciones globales de liquidez y el consecuente apetito por riesgo prevaletientes en los mercados financieros internacionales.

En este contexto, se considera importante destacar la volatilidad que ha caracterizado dichas condiciones en los últimos meses. Por ejemplo, hacia finales del primer trimestre se incrementó la incertidumbre respecto de las perspectivas de inflación en los Estados Unidos y, por tanto, de las tasas de interés de mayor plazo. Adicionalmente, algunos emisores de tamaño significativo presentaron un deterioro importante en su riesgo crediticio, lo cual propició un aumento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. Estos hechos repercutieron, en su momento, en mayores costos de acceder al financiamiento de mediano y largo plazo por parte de emisores soberanos y privados, tanto en los mercados externos, como en los locales.

No obstante, a lo largo del segundo trimestre se revirtieron las condiciones descritas, dando lugar a una importante reducción en las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos, y a un nuevo incremento en el apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales.

El proceso anterior coadyuvó a un aumento considerable de la demanda de instrumentos de emisores de países emergentes, tanto en los mercados externos, como en los internos. En este sentido, es importante señalar que múltiples inversionistas extranjeros han buscado en los mercados locales de diversos países emergentes, entre ellos México de forma relevante, una alternativa para incrementar el rendimiento de sus portafolios. Ello, ha dado lugar a un incremento importante en la entrada de recursos destinada a la adquisición de instrumentos de deuda de mayor plazo denominados en moneda nacional. Inclusive, los flujos resultantes se han visto magnificados por la posibilidad de financiar posiciones en valores gubernamentales de

mercados emergentes con pasivos de corto plazo en moneda extranjera.

De esta manera, durante el segundo trimestre la curva de rendimientos en nuestro país continuó aplanándose, tanto por el aumento en las tasas de interés de corto plazo, como por la reducción en las correspondientes a los instrumentos con horizontes mayores. De hecho, hacia finales de junio la pendiente de la curva de rendimientos se invirtió.

Finalmente, también debe destacarse que las referidas condiciones en los mercados financieros internacionales han contribuido de forma importante a que se aprecie el tipo de cambio nominal.

Perspectivas del Sector Privado: 2005-2006

En las expectativas de los analistas del sector privado recabadas en junio destacó: i) se anticipa un crecimiento del PIB en 2005 de 3.57 por ciento, cifra inferior a la de 3.88 por ciento recabada en la encuesta de marzo (para 2006 se prevé un aumento del PIB de 3.50 por ciento); ii) se calcula que en 2005 se generarán 419 mil empleos formales, y que la cifra correspondiente en 2006 será de 433 mil puestos de trabajo; iii) las expectativas acerca de las tasas de interés que prevalecerán en el país durante los próximos meses se revisaron muy ligeramente al alza con relación a las que fueron recabadas en marzo pasado; iv) el nivel esperado para el tipo de cambio del peso mexicano al cierre de 2005 se ajustó a la baja; v) se estiman saldos deficitarios moderados en 2005 de las balanzas comercial y de la cuenta corriente; y, vi) se revisaron a la baja las expectativas sobre la inflación para diferentes horizontes. Así, la previsión para la inflación general en 2005 se ubicó en 3.79 por ciento en la encuesta de junio, inferior a la recabada en marzo pasado (3.95 por ciento). En cuanto a la inflación subyacente que se anticipa para el cierre de año, esta se redujo de 3.67 por ciento en marzo, a 3.42 por ciento en junio. Por otra parte, de marzo a junio del presente año las tasas de inflación esperadas se redujeron de 3.96 a 3.93 por ciento para 2006; y de 3.84 a 3.76 por ciento tanto para

2007, como para la tasa promedio anual en el periodo 2006-2009.

Balance de Riesgos y Conclusiones

Con base en el entorno macroeconómico descrito anteriormente y considerando la información más reciente, el ejercicio de pronóstico arroja el siguiente escenario para 2005:

Crecimiento: Se estima que el crecimiento económico se situará entre 3.25 y 3.75 por ciento.

Empleo: Se anticipa que la generación de empleos en el sector formal será aproximadamente de 430 mil plazas.

Cuenta Corriente: Se espera un déficit moderado en la cuenta corriente de la balanza de pagos, de alrededor de 1.5 por ciento del producto.

Inflación: Se anticipa que la inflación general anual continuará su tendencia decreciente y que se ubicará, al cierre del año, por abajo del 4 por ciento. Esto último, siempre y cuando no se presenten situaciones de extrema volatilidad, sobre todo en lo que se refiere al componente no subyacente del INPC. Al respecto, cabe señalar:

a) Los precios del grupo de las frutas y verduras presentaron aumentos considerables durante el segundo semestre de 2004, como consecuencia de condiciones climáticas extremadamente adversas. Por tanto, en la medida en que no se repitan dichas condiciones, es previsible que la inflación anual de estos genéricos disminuya en el segundo semestre del año. No obstante, debe enfatizarse que los precios de este grupo de productos se caracterizan por una volatilidad muy elevada y difícil de anticipar.

b) El comportamiento reciente de los precios internacionales de los productos cárnicos, así como sus cotizaciones a futuro, sugieren que la tasa de crecimiento anual de los precios internos de estos alimentos podría reducirse en los meses siguientes.

c) Se espera que el impacto del alza en las cotizaciones internacionales de los energéticos sobre el subíndice de precios de los bienes y

Resumen

servicios administrados sea limitado y se concentre principalmente en el genérico electricidad. Ello obedece a lo siguiente: i) los precios de las gasolinas en las ciudades fronterizas se encuentran prácticamente en el mismo nivel que los precios que rigen al interior de la República, por lo que el impacto sobre la inflación de nuevas alzas en los precios internacionales de este combustible estaría acotado; ii) los precios a futuro del gas LP muestran un comportamiento relativamente estable, por lo que se espera que los incrementos en los precios internos de este combustible se fijen en la proximidad de la cota inferior del intervalo de posible variación determinado por las autoridades (0.75 a 1.75 por ciento mensual); y, iii) en contraste, las tarifas eléctricas de alto consumo (DAC) se determinan conforme a una fórmula en la que se incluyen los precios de diversos energéticos. Entre éstos figura de forma relevante el gas natural, por lo que su alza de precios podría afectarlas.

d) Se anticipa que la inflación anual del subíndice de precios de bienes concertados se mantendrá en un nivel cercano al registrado, en promedio, durante el primer semestre de 2005.

e) En el tercer trimestre del año se anticipa una baja en la variación anual del subíndice de precios de la educación, al entrar en vigor los incrementos correspondientes al nuevo ciclo escolar. Sin embargo, se espera que el ritmo de crecimiento de las colegiaturas continúe superando al del INPC.

Por lo que se refiere a la inflación subyacente, se espera que para el resto de 2005 ésta sea ligeramente menor a su nivel promedio registrado en el primer semestre del presente año. Sin embargo, se anticipa que la contribución a dicha inflación del subíndice de precios de las mercancías disminuya, y que ocurra lo contrario con la del subíndice de precios de los servicios. En particular, destaca:

a) Se prevé que la reducción esperada de la variación anual de los precios de las mercancías refleje menores aumentos de precios del grupo de los alimentos procesados, a su vez resultado de las menores presiones observadas para este tipo de productos a nivel mundial. Por otra parte, se

considera que la inflación del resto de las mercancías podría mostrar cierta tendencia lateral.

b) La inflación subyacente de los servicios podría incrementarse moderadamente en lo que resta del año. Por un lado, los precios de los servicios distintos de los de la vivienda han mostrado cierta tendencia al alza, entre otras razones, como secuela de los aumentos de precios de diferentes genéricos que son utilizados en su elaboración. Por otro, se espera que el crecimiento anual de los precios de la vivienda exhiba un comportamiento lateral durante el tercer trimestre y que, en el cuarto, registre un incremento moderado debido a la reducción en la base de comparación.

A pesar de que en los meses recientes ha mejorado el panorama para la inflación, es necesario resaltar que el proceso de convergencia de ésta hacia su objetivo aún enfrenta retos importantes. A saber:

a) Las expectativas de mediano plazo para la inflación general todavía se encuentran en niveles superiores al 3 por ciento.

b) Los precios del crudo y otros energéticos, así como sus cotizaciones a futuro, han alcanzado niveles elevados.

c) A pesar de que la información disponible no permite identificar presiones de consideración sobre la inflación provenientes de la demanda agregada, se anticipa que por tercer trimestre consecutivo el crecimiento anual del gasto interno haya superado al del producto, si bien su diferencia se redujo en el segundo trimestre del año.

Al respecto, el Banco de México continuará vigilante de que no surjan presiones inflacionarias por el lado de la demanda, y de que permanezca acotado el impulso alcista sobre los precios derivado de los choques de oferta que se presentaron el año pasado. En este sentido, la Junta de Gobierno del Instituto reitera su convicción de conducir la política monetaria a fin de propiciar condiciones monetarias que induzcan la convergencia de la inflación hacia su meta.

* * *

A continuación se describen los principales factores de riesgo a los que se considera está sujeto el escenario base.

En primer lugar, cabe la posibilidad de que la actividad económica en los Estados Unidos se desacelere de manera más pronunciada, si bien los indicadores oportunos sugieren que ésta se fortaleció hacia finales del trimestre. Esta posibilidad se podría derivar en caso de que se presionaran aún más los precios del crudo y sus derivados, o bien, de que se presentara una caída considerable en los precios de los bienes raíces, lo que podría conducir a un ajuste en el ritmo de expansión del consumo. Ante tales escenarios, la economía mexicana se vería impactada por una menor demanda de sus exportaciones, con lo cual se reducirían las perspectivas de crecimiento y de generación de empleos. Adicionalmente, en el caso en el que la desaceleración económica tuviera su origen en mayores incrementos de los precios de los energéticos, este hecho también podría tener consecuencias adversas sobre la inflación.

Un segundo factor de riesgo está relacionado con la posibilidad de que el elevado déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos se torne insostenible. En este caso se podrían generar fuertes presiones recesivas a nivel mundial y un incremento considerable de la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Ello podría afectar significativamente a las economías emergentes.

Un tercer factor de riesgo se refiere a la posibilidad de que la participación de China y de otras economías asiáticas en la producción manufacturera global continúe sistemáticamente desplazando a este tipo de actividad, tanto en los Estados Unidos, como en México. Este riesgo, derivado en parte de la falta de avances para impulsar la competitividad de nuestro país, tendría graves consecuencias. Debe recordarse que, en el caso de México, el sector industrial, y en especial el manufacturero, han jugado un papel preponderante en el crecimiento de la economía desde principios de los años noventa.

Finalmente, algunos analistas han destacado que la incertidumbre política en México podría incrementarse al irse aproximando el proceso electoral del 2006, lo cual podría dar lugar a una mayor volatilidad en nuestros mercados financieros. Al respecto, es importante destacar que se han reducido significativamente las vulnerabilidades de la economía nacional, con lo cual ésta se encuentra en una mejor posición para hacer frente a posibles perturbaciones, ya sean éstas de índole externa, o interna.

De esta manera, se manifiestan los beneficios de contar con un firme anclaje macroeconómico, del cual la política monetaria ha sido un elemento fundamental.

La estabilidad es una condición indispensable, pero no la única, que se requiere para un crecimiento sostenido. En este contexto, se hace patente una vez más la necesidad de avanzar en la agenda de cambio estructural que aún está pendiente en México. La actividad económica necesita urgentemente un marco regulatorio moderno, que se traduzca en mayores incentivos para la inversión, en mejoras en la productividad, en un aumento en la demanda de empleo y, por ende, en mayores tasas de crecimiento económico.

En la medida en la que se alcancen consensos amplios y con una visión de largo plazo en materia de reformas, todavía se está a tiempo de revertir los rezagos de competitividad que, en los últimos años, ha acumulado la economía mexicana frente a otras economías emergentes. Así, un mayor avance en materia de reforma estructural permitirá aprovechar más adecuadamente las oportunidades que brinda la posición estratégica de nuestro país, y abriría mayores márgenes de maniobra para fortalecer las políticas sociales.