

Informe sobre la Inflación

ABRIL - JUNIO 2000

Resumen

El desempeño de la economía mexicana durante los últimos seis meses rebasó a las expectativas oficiales y a las del sector privado. Un crecimiento más robusto que el previsto fue consecuencia del dinamismo de la demanda externa y de un muy vigoroso gasto interno. Si bien el descenso de la inflación en el presente año ha sido mayor que el esperado, el incremento de los precios todavía es superior al que prevalece en los principales países industrializados. El nivel actual de la inflación y el aún insuficiente ajuste a la baja de las expectativas correspondientes para el año 2001 son las principales razones por las que la Junta de Gobierno del Banco de México ha mantenido -e incluso intensificado- la postura restrictiva de la política monetaria.

La economía mundial también ha mostrado una fortaleza mayor que la pronosticada hace unos meses. El ritmo actual de la expansión económica global trae consigo un riesgo latente de presiones inflacionarias. Esto es especialmente cierto para la economía de los Estados Unidos, en la cual la evidencia de una desaceleración es aún tentativa. Además, debido al marcado aumento del precio internacional del petróleo, los precios al consumidor aumentaron en la mayoría de las naciones importadoras del energético.

Lo anterior subraya la necesidad de vigilar muy cercanamente la evolución de los distintos factores de riesgo, tanto externos como internos.

Evolución Reciente de la Inflación

A lo largo del trimestre abril-junio la inflación continuó disminuyendo más rápidamente que lo esperado al inicio del año, lográndose alcanzar con varios meses de anticipación una inflación inferior a 10 por ciento. Ello hace probable que para el año en su conjunto el objetivo propuesto se logre con cierta holgura.

Como se anticipó en el Informe sobre la Inflación: Enero-Marzo 2000, en el segundo trimestre del año la inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) se redujo de manera importante. Asimismo, la inflación acumulada fue menor que la observada en el mismo periodo de 1999 y en el primer trimestre de 2000. En junio del presente año la inflación anual cerró en 9.41 por ciento.

Diversos indicadores de la tendencia inflacionaria muestran una reducción clara. En particular, la inflación anual subyacente cayó durante el trimestre 1.87 puntos porcentuales y se encuentra actualmente en 9.29 por ciento, tasa inferior a la del INPC.

Principales Determinantes de la Inflación

El crecimiento de los precios se encuentra influido por los siguientes factores: los movimientos del tipo de cambio, de los salarios y de los precios administrados y concertados por el sector público; las presiones de demanda agregada; y, en el corto plazo, por fenómenos transitorios como lo han sido recientemente los cambios de los precios de los productos agropecuarios.

El entorno externo de la economía mexicana tiene gran influencia sobre los movimientos del tipo de cambio. Durante el trimestre abril–junio de 2000, dicho entorno mostró una evolución menos favorable que la prevaleciente a lo largo del trimestre anterior. Por un lado, los elevados precios del petróleo siguieron representando una influencia claramente benéfica para la balanza comercial de México. Por otra parte, el encarecimiento del petróleo y el dinamismo de las principales economías desarrolladas agudizaron la incertidumbre sobre la aparición de presiones inflacionarias y, por tanto, sobre las acciones a tomarse por la Reserva Federal y por el Banco Central Europeo. Esta situación afectó a los mercados financieros internacionales, lo cual repercutió en los mercados nacionales.

Si bien la robusta expansión de la economía de los Estados Unidos ha continuado, algunos indicadores, dados a conocer durante la segunda mitad del trimestre, señalan que la actividad económica en ese país ha comenzado a moderarse. Sin embargo, los indicios de dicha desaceleración son todavía ambiguos. De esta manera, no obstante que todavía no se descartan aumentos ulteriores en el objetivo para la tasa de fondos federales, se ha reducido la probabilidad de una corrección brusca en el crecimiento económico y en los mercados financieros de ese país.

La volatilidad del entorno externo y la incertidumbre asociada al proceso electoral nacional se reflejaron en el comportamiento del tipo de cambio. Aunque la depreciación acumulada en el trimestre fue mayor que la anticipada, ésta no afectó a la tasa de crecimiento de los precios. Lo anterior se constata al observar que la inflación mensual del índice subyacente de mercancías, el cual está compuesto por aquellos precios que se verían afectados más rápidamente por la depreciación de la moneda, fue de 0.22 por ciento en junio, la menor registrada en los últimos 78 meses.

En lo que respecta al comportamiento reciente de los salarios contractuales, tres aspectos merecen seguirse con atención. Primero, los incrementos salariales nominales otorgados durante abril, mayo y junio fueron superiores a los esperados por los analistas del sector privado. Segundo, la mejoría de las

expectativas de inflación que tuvo lugar durante el trimestre no vino acompañada por una moderación paralela en los aumentos salariales. Tercero, tanto en el sector manufacturero como en los otros sectores de actividad, la diferencia entre el crecimiento nominal de los salarios contractuales y la inflación esperada parece ser superior al incremento que ha registrado la productividad en esos mismos sectores en el mediano plazo.

Cuando se otorgan aumentos salariales reales en exceso de los avances de la productividad, el costo unitario de la mano de obra se eleva. A su vez, las empresas tratan de trasladar dichos aumentos a los precios de sus productos, lo cual podría generar una espiral inflacionaria susceptible de redundar en mayores tasas de interés, menor inversión y una demanda de trabajo más débil. Este último fenómeno eventualmente repercutiría desfavorablemente tanto sobre los salarios reales como sobre la creación de empleos.

Por otra parte, si el crecimiento de la demanda agregada supera al aumento de la oferta por un periodo prolongado pueden surgir presiones inflacionarias. Esto es así al menos por dos razones. En primer lugar, un exceso de demanda por bienes comerciables se manifestaría rápidamente en una ampliación del déficit comercial con el exterior. Este fenómeno podría incrementar la vulnerabilidad del proceso desinflacionario ante perturbaciones externas e internas. En segundo lugar, porque un exceso de demanda por bienes no comerciables podría reflejarse en alzas de sus precios.

La información disponible sugiere que durante el segundo trimestre continuó el dinamismo de la demanda agregada, en particular del consumo privado. No obstante que el ritmo de expansión de la demanda agregada fue menos rápido que en el primer trimestre, persiste la amenaza de que la fortaleza del gasto agregado se traduzca eventualmente en alzas de los precios de los bienes no comerciables y en una ampliación del déficit de la cuenta comercial de la balanza de pagos.

Aun cuando el déficit comercial total se ha mantenido en niveles similares a los prevalecientes en los últimos dos años, dicho resultado ha sido reflejo de que las presiones de demanda agregada sobre las importaciones se han

visto compensadas por ingresos petroleros más cuantiosos y por el dinamismo de las exportaciones no petroleras. Esto último, como es sabido, ha sido estimulado por la expansión de la economía de los Estados Unidos. En consecuencia, hay que destacar que el incremento del déficit comercial no petrolero aumenta la vulnerabilidad de la economía y del proceso desinflacionario ante una eventual caída del precio del petróleo o una reducción de la tasa de expansión de la economía de los Estados Unidos.

Por su parte, el crecimiento de los precios de los bienes administrados y concertados por el sector público ha sido superior a la inflación objetivo. Finalmente, la evolución de los precios de los productos agropecuarios fue desfavorable al esfuerzo de desinflación.

Estos fenómenos se han reflejado en las expectativas de inflación para el año 2001, las cuales se han mantenido prácticamente constantes en el último mes y se encuentran en niveles aún elevados.

En suma, al estudiarse el comportamiento de los principales determinantes de la inflación sobresalen algunos desarrollos que ameritan vigilancia: (a) la divergencia descrita entre los aumentos salariales otorgados durante el periodo en las revisiones contractuales tanto con las expectativas de inflación, como en relación con la evolución de la productividad y (b) el repunte de la inflación anual del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) sin petróleo y sin servicios. Los fenómenos mencionados pueden representar los primeros síntomas de que el crecimiento de la demanda agregada está afectando a los precios de los principales factores de la producción. Si bien durante el trimestre que se reporta todos estos elementos no repercutieron en una mayor inflación del INPC, sus efectos podrían hacerse evidentes en el futuro.

Política Monetaria

Durante el segundo trimestre del año el Banco de México reforzó la postura restrictiva de la política monetaria en dos ocasiones: el 16 de mayo y el 26 de junio. En la primera de dichas fechas el “corto” se amplió de 180 a 200 millones de pesos y a 230 millones en la segunda. Al igual que en el caso del incremento del “corto” acordado en enero pasado, estas decisiones se

tomaron con dos propósitos complementarios. Primero, el de consolidar las condiciones en los mercados financieros, laborales y de bienes y servicios conducentes a lograr una inflación menor que 10 por ciento en el año 2000. Segundo, el de reforzar la tendencia descendente de la inflación, de forma que converja con la prevaleciente en las economías de los principales socios comerciales del país en el año 2003.

Las ampliaciones del “corto” se decidieron con un criterio preventivo al intensificarse durante el trimestre algunos de los factores que han sido señalados por la Junta de Gobierno como capaces de generar presiones inflacionarias futuras.

Las medidas descritas y la respuesta de los participantes en los mercados coadyuvaron a mantener tasas de interés reales más elevadas que las prevalecientes en el primer trimestre del año.

El aumento de las tasas de interés internas propició que se mantuvieran las condiciones monetarias necesarias para que el Banco de México se conserve en posición de poder cumplir con sus objetivos de inflación de corto y mediano plazo. Aunque lo anterior se ha reflejado en una reducción de la inflación esperada para el año 2001, dicha expectativa aún se encuentra en niveles incompatibles con la meta de convergencia con la inflación de los principales socios comerciales del país en el año 2003.

Al comparar la evolución de la base monetaria con el pronóstico publicado en el Programa Monetario para 2000, se detecta que en abril el saldo de la base fue significativamente superior al estimado, que dicha diferencia se redujo de manera sustancial en mayo y que en junio la brecha se amplió nuevamente. La desviación ocurrida en abril se explica, en lo principal, por una subestimación del efecto estacional de la Semana Santa sobre la demanda de billetes y monedas. El hecho de que la base monetaria se haya encontrado generalmente por encima de su trayectoria anticipada se debe en parte a que la expansión de la economía ha sido mayor que la prevista.

Al cierre del primer semestre del año, se cumplió tanto con el límite para la variación del crédito interno neto como con el compromiso de no desacumular activos internacionales netos. Así, durante la primera mitad del año la variación

acumulada del crédito interno neto fue de -43,739 millones de pesos, cifra inferior al límite preestablecido de -30,647 millones. Por su parte, se acumularon activos internacionales netos por 2,224 millones de dólares.

Perspectivas del Sector Privado

Después de haber descendido en abril y mayo, las expectativas de inflación para el año 2000 se revisaron ligeramente al alza en junio. Dicha corrección se explica principalmente porque la inflación de junio resultó superior a la pronosticada. Por su parte, durante el trimestre abril-junio las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses y para el año 2001 continuaron en la tendencia descendente que muestran desde hace ya algún tiempo. Cabe resaltar que esta tendencia no se vio afectada ni por el impacto sobre los mercados internos de la volatilidad experimentada por los mercados financieros internacionales, ni por la incertidumbre que afloró en las semanas previas a las elecciones del 2 de julio.

La consolidación de la tendencia decreciente de las expectativas inflacionarias de mediano plazo en un entorno volátil es atribuible a las siguientes razones: a la favorable percepción que se tiene sobre los fundamentos de la economía mexicana, a la evolución generalmente positiva de las principales variables externas que afectan a la economía nacional y a las reacciones oportunas que ha mostrado la política monetaria.

Las predicciones sobre el tipo de cambio para el cierre de 2000 resultaron modificadas a la baja en las encuestas levantadas en abril y mayo. Sin embargo, la volatilidad que sufrió el tipo de cambio "spot" durante el mes de junio influyó para que esta expectativa fuese ajustada ligeramente al alza y se ubicara en 10.06 pesos por dólar. Asimismo, la volatilidad de junio ocasionó una importante corrección al alza del precio de los futuros del peso, misma que se revirtió en los primeros días de julio. Así, cuando se preparó este Informe el precio futuro del tipo de cambio a diciembre de 2000 se encontraba en 9.72 pesos por dólar.

Para los meses de julio y agosto los analistas consultados en las encuestas que levanta el Banco de México estiman que los aumentos

salariales sean respectivamente de 11.70 y 11.48 por ciento.

La encuesta levantada a fines de marzo señala que los analistas anticipan que se cumplirán las metas fiscales establecidas por el Gobierno Federal. Así, para lo que resta de 2000 no se esperan desviaciones respecto de los programas de precios públicos anunciados a principios de año.

En cuanto al PIB, los pronósticos de crecimiento anual se han ajustado al alza al pasar de 4.8 por ciento en la encuesta de marzo a 5.5 por ciento en la de junio. Aunque los indicadores sobre el clima de los negocios y nivel de confianza que se recogen en la encuesta del Banco de México presentan un escenario favorable, éstos se han deteriorado respecto de lo reportado en la encuesta de marzo.

De acuerdo con las citadas encuestas, durante abril y mayo las expectativas de inflación para los años 2000 y 2001 se redujeron respectivamente de 9.67 y 8.76 en marzo a 9.11 y 8.08 en mayo. A su vez, los pronósticos de la inflación para los siguientes 12 meses también se corrigieron de 9.51 en marzo a 9.01 en mayo. En junio, a consecuencia de que la inflación en ese mes resultó superior a la esperada, se modificaron al alza las expectativas correspondientes a los meses de julio, agosto y septiembre y para todo el año 2000 (9.21 por ciento). La inflación pronosticada para los siguientes 12 meses y para el año 2001 descendió de 9.01 y 8.08 en mayo a 8.89 y 8.07 por ciento en junio.

El comportamiento reciente de las expectativas de inflación del sector privado indica que la sorpresa inflacionaria de junio y la volatilidad cambiaria que se experimentó en ese mes, solamente afectaron las expectativas de inflación para el año 2000, en particular las correspondientes al periodo julio-septiembre. Por su parte, las expectativas para el mediano plazo siguieron corrigiéndose a la baja. Sin embargo, éstas aún se encuentran en niveles incompatibles con la trayectoria necesaria para converger con la inflación de los principales socios comerciales de México en el año 2003.

Balance de Riesgos y Conclusiones

En el ámbito externo, los principales factores que podrían estorbar el descenso de la inflación a futuro son los siguientes: (a) una desaceleración brusca de la economía de los Estados Unidos; (b) un aumento mayor que el anticipado de las tasas de interés internacionales; (c) un desplome del mercado de valores de los Estados Unidos; y (d) una caída importante del precio del petróleo.

El Banco de México, en coincidencia con la opinión mayoritaria de los analistas privados, considera que este escenario pesimista tiene una baja probabilidad de ocurrencia. Por ello, en su escenario base el entorno externo para el segundo semestre incorpora los siguientes pronósticos: (a) una desaceleración gradual de la economía de los Estados Unidos y (b) un precio del petróleo ligeramente inferior al nivel promedio que prevaleció durante el primer semestre.

Una desaceleración paulatina y ordenada de la economía de los Estados Unidos constituiría una influencia favorable para la estabilidad de los mercados financieros internacionales y nacionales. No obstante lo anterior, en el momento en que esa corrección tenga lugar, el dinamismo de las exportaciones mexicanas podría debilitarse.

En cuanto a los elementos internos de riesgo cabe considerar los siguientes. En el transcurso del segundo trimestre del año se percibieron señales incipientes de que la expansión de la demanda agregada podría estar elevando los costos unitarios de la mano de obra, las revisiones salariales contractuales y la evolución del INPP. Asimismo, si bien existe evidencia preliminar de que el dinamismo de la demanda agregada ha disminuido marginalmente, ello ha venido a su vez acompañado de una ligera desaceleración de la oferta interna, por lo que el saldo de la balanza comercial se ha mantenido relativamente estable. En suma, la información disponible sugiere que existen riesgos de que se esté materializando un crecimiento excesivamente vigoroso de la demanda agregada y en particular del consumo.

La situación descrita podría complicarse en el futuro en razón de la evolución que han mostrado recientemente los mercados financieros. Durante las primeras semanas de

julio, como resultado del desarrollo ordenado de los comicios, se revisaron favorablemente los pronósticos para la economía nacional. Consecuentemente, el tipo de cambio se apreció, las tasas de interés descendieron considerablemente y el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores aumentó. Estos ajustes son quizá reflejo de que los mercados anticipan un incremento de los flujos de capital de corto plazo hacia México. De concretarse esa perspectiva, dichos flujos, aunados al fortalecimiento de la confianza de los consumidores y empresas sobre el curso futuro de la economía, podrían propiciar un ambiente de mayor optimismo, el cual estimularía aún más la expansión de la demanda agregada. La secuela sería que se generaran presiones adicionales sobre los precios de los bienes no comerciables.

Los avances logrados hasta la fecha en la reducción de la inflación han sido muy importantes. Sin embargo, las expectativas del sector privado sugieren que existe cierto escepticismo respecto de la posibilidad de continuar con la reducción del crecimiento de los precios necesaria para alcanzar en el año 2003 la meta establecida. Esto se expresa en que los analistas anticipan una disminución de la inflación de solamente 1.14 puntos porcentuales en el año 2001. Este relativo pesimismo es consecuencia de las presiones inflacionarias que se han detectado en los últimos meses. Además, esa expectativa es también fruto del conjunto de riesgos internos y externos que, de materializarse, podrían complicar el abatimiento futuro de la inflación.

Al considerar y sopesar todos los factores mencionados, el Banco de México prevé que el aumento de los precios en el tercer trimestre de 2000 será menor que el registrado durante el mismo periodo del año anterior, por lo que la inflación anual se mantendrá en su tendencia descendente. Si bien la inflación a tasa anual se reducirá de junio a septiembre, la previsión es que esta disminución resulte menor que la conseguida en el segundo trimestre de 2000. Finalmente, la inflación en el tercer trimestre del año resultará mayor que la del segundo, debido en gran parte a efectos estacionales.

El reto de la política monetaria es el de lograr condiciones que permitan consolidar los avances logrados en materia de abatimiento de la

inflación. Elemento central de este esfuerzo es la moderación de la demanda agregada, a fin de que ésta no exceda los límites que impone la capacidad instalada.

Para contener la expansión de la demanda agregada resulta indispensable la aplicación de políticas macroeconómicas restrictivas. En ese tenor, el Banco de México ha ido apretando la política monetaria en el transcurso del año. Sin embargo, la intensificación de la astringencia monetaria podría conducir, por lo menos inicialmente, a una mayor apreciación del tipo de cambio, lo cual estimularía el gasto en bienes comerciables e induciría un mayor déficit de la balanza comercial. El aumento resultante del déficit externo sería probablemente financiado por flujos de capital de corto plazo. Este segundo efecto tendería a aumentar la vulnerabilidad del proceso desinflacionario y, por tanto, a reducir la efectividad de la política monetaria en su intento por mitigar las presiones inflacionarias. Por ello, el instrumento más efectivo a disposición de la política económica para afectar al gasto sería la restricción fiscal. Una medida semejante, al aumentar el ahorro público, incide directamente sobre el ahorro total de la economía, inhibiendo la expansión de la demanda agregada y disminuyendo las necesidades de financiamiento externo.

Viendo hacia adelante, para conservar la solidez de las finanzas públicas en un entorno

menos favorable que el actual y contribuir tanto a la sostenibilidad del proceso de crecimiento económico como al descenso progresivo de la inflación, es imprescindible llevar a cabo una reforma que incremente sustancialmente los ingresos no petroleros del Gobierno Federal.

En resumen, la respuesta de política económica óptima para controlar las presiones de demanda agregada presentes en la economía mexicana implica una aplicación coordinada de las políticas monetaria y fiscal. Ello, a manera de que simultáneamente se reduzca el crecimiento del gasto interno y se limite el deterioro de las cuentas externas. La importancia de inducir una moderación en la expansión de la demanda agregada cobra aún mayor relevancia en el contexto actual en el cual se anticipa una desaceleración de la economía de los Estados Unidos. Este fenómeno tendría como efecto un aumento del déficit comercial de México, el cual se podría ver magnificado de sostenerse el presente ritmo de expansión del gasto interno.

La aplicación de políticas monetaria y fiscal más restrictivas permitiría mantener los requerimientos de financiamiento externo de la economía en niveles compatibles con los flujos de capital de largo plazo e impediría la generación de presiones inflacionarias incompatibles con los objetivos correspondientes, aun en un entorno externo menos favorable que el actual.