

Informe sobre la Inflación

Enero - Marzo 2001

Resumen

Durante el primer trimestre de 2001 el crecimiento de la economía de los Estados Unidos se debilitó aún más de lo esperado y el precio del petróleo fue significativamente más bajo que el del año anterior. La desaceleración en dicho país ha incidido sobre las exportaciones, las importaciones, la producción y el empleo en México.

El entorno menos favorable no impidió que se lograra un importante progreso en el abatimiento de la inflación general y, especialmente, de la subyacente. Si bien el descenso reciente de la inflación ha sido notable, aún existen algunos factores que podrían limitar los avances futuros en este ámbito. Entre estos destacan el incremento de los costos unitarios laborales y expectativas superiores a los objetivos de inflación. Asimismo, es posible identificar tres áreas principales de incertidumbre en cuanto a las perspectivas de la economía nacional: la posibilidad de que la economía de los Estados Unidos experimente una recesión, una disminución adicional del precio del petróleo y el desenlace de las discusiones relativas a la propuesta de Reforma Fiscal.

A la luz de los riesgos presentes, el Banco de México juzga prudente mantener el sesgo restrictivo de la política monetaria. Ello, con el fin de cumplir con el objetivo de inflación determinado para este año y consolidar la credibilidad en el de mediano plazo.

Evolución Reciente de la Inflación

La evolución de los precios durante el primer trimestre de 2001 resultó favorable. Ello, toda vez que la inflación anual retomó su tendencia descendente y la acumulada en el trimestre fue

menor que la esperada por los analistas del sector privado al inicio del periodo.

Este desempeño se vio influido por la notable disminución que experimentaron los precios de los productos agropecuarios, lo cual constituye un fenómeno de índole transitoria. No obstante lo anterior, la reducción de la inflación en el periodo no se sustentó preponderantemente en fenómenos temporales, ya que la inflación subyacente anual continuó a la baja y al cierre de marzo fue inferior a 6.5 por ciento.

El comportamiento de los precios en el trimestre resultó congruente con la trayectoria necesaria para cumplir con el objetivo de alcanzar, en diciembre de 2001, una inflación anual que no exceda de 6.5 por ciento.

En marzo de 2001, la inflación anual medida por el INPC se situó en 7.17 por ciento, lo que implicó una disminución de 1.79 puntos porcentuales con respecto al nivel de diciembre anterior. Por su parte, la tasa anual de crecimiento del índice de precios subyacente resultó de 6.46 por ciento, 1.06 puntos porcentuales menos que la observada al cierre de 2000. Así, el periodo enero-marzo de 2001 fue el tercer trimestre consecutivo en el cual la inflación subyacente anual se situó por debajo de la inflación general.

La disminución de la brecha entre la inflación anual del INPC y la inflación subyacente en el primer trimestre del año fue reflejo de la reversión parcial de fenómenos transitorios que en el último trimestre de 2000 tuvieron un efecto alcista sobre los precios. Entre estos factores cabe resaltar el menor crecimiento del subíndice de los precios de los productos agropecuarios. Al cierre del trimestre objeto de este Informe dicho

Resumen

subíndice tuvo un incremento anual de 3.98 por ciento, mientras que en el anterior había sido de 10.07 por ciento.

En el periodo enero-marzo de 2001, la evolución de los precios administrados y concertados por el sector público continuó siendo un factor importante de presión inflacionaria. En el trimestre su contribución al incremento del INPC fue de 0.39 puntos porcentuales. El crecimiento anual de dicho subíndice en marzo (10.62 por ciento), al estar por encima del mostrado por el INPC, todavía constituye un elemento preocupante.

En marzo de 2001, la inflación subyacente anual de las mercancías (5.66 por ciento) y de los servicios (7.66 por ciento) fue menor que la observada en diciembre del año pasado. En particular, dichos subíndices registraron durante el trimestre disminuciones de 1.02 y 1.11 puntos porcentuales, respectivamente. La apreciación del tipo de cambio y la desaceleración que ha experimentado la economía son factores que limitaron las presiones inflacionarias en ambos sectores

Principales Determinantes de la Inflación

Durante el primer trimestre de 2001 la evolución de las variables externas que influyen sobre el comportamiento de la economía mexicana no fue del todo benéfica. A pesar de lo anterior, la política monetaria restrictiva que viene aplicándose en México y las expectativas favorables sobre la evolución de la economía nacional, coadyuvaron a que la incidencia de estas perturbaciones adversas sobre las variables financieras internas no fuera significativa.

Si bien el precio internacional del petróleo en el periodo fue superior al nivel esperado a principios del año, resultó 16 por ciento menor que el prevaleciente en el último trimestre de 2000. Por otra parte, la economía de los Estados Unidos se ha desacelerado en forma notable. Durante el cuarto trimestre de 2000 su crecimiento resultó de uno por ciento, el más reducido para cualquier trimestre en los últimos cinco años. Por otro lado, la crisis cambiaria que afectó a Turquía y la incertidumbre política en Argentina incidieron sobre algunos mercados emergentes. Sin embargo, estos acontecimientos afectaron sólo temporalmente a los mercados financieros nacionales.

A principios del trimestre se dieron a conocer indicadores que confirmaban la agudización de la desaceleración económica en los Estados Unidos. Estos reportes sugerían un deterioro general de la actividad manufacturera, percepción que fue validada a mediados de enero por el indicador de la producción industrial. La desaceleración del sector industrial ha estado asociada a expectativas pesimistas en cuanto a las utilidades corporativas y al crecimiento del consumo.

Aunque el retroceso de la actividad manufacturera en los Estados Unidos prosiguió durante febrero y marzo, hecho que se reflejó en un aumento de la tasa de desempleo en dichos meses, esto no tuvo un impacto severo sobre el gasto en consumo.

La merma de las utilidades corporativas reportadas durante el trimestre, la caída del mercado de valores y la desaceleración de la actividad industrial, a través de su efecto conjunto sobre el empleo, han aumentado la probabilidad de que disminuya aún más la expansión del consumo. Esto ha dado lugar en los pasados tres meses a una drástica corrección de los pronósticos de crecimiento para 2001. Al momento de publicar el presente Informe, los promedios de los pronósticos de los principales analistas internacionales son de que en 2001 la expansión del PIB real de los Estados Unidos será de 1.7 por ciento.

Al reconocer que las condiciones económicas se habían deteriorado durante las últimas semanas del año pasado, el 3 de enero de 2001 la Reserva Federal anunció, fuera del calendario preestablecido para las reuniones del Comité de Mercado Abierto, una disminución de 50 puntos base en la tasa objetivo de los fondos federales. Dicha acción fue seguida por una baja de igual magnitud el último día de enero y de una reducción adicional de 50 puntos base en la tercera semana de marzo.

El menor crecimiento en los Estados Unidos se ha reflejado en México en un debilitamiento significativo de la actividad económica y en un mayor déficit de la cuenta corriente. Este último pudo ser financiado con holgura y sin presionar al tipo de cambio debido a que en el trimestre enero-marzo los flujos de capital del exterior hacia México, particularmente de inversión extranjera directa, fueron sustancialmente

mayores que los registrados durante el mismo periodo en los últimos seis años.

A pesar de un entorno externo que empeoró durante el trimestre, las variables financieras de México mostraron un comportamiento estable. Ello puede explicarse por la combinación de tres factores. En primer lugar, la percepción favorable de los mercados financieros respecto al compromiso del gobierno con la estabilidad macroeconómica, y que los inversionistas le asignan una probabilidad elevada a que el H. Congreso de la Unión aprobará la Reforma Fiscal. En tal caso, anticipan que Standard & Poor's otorgaría sin mayor demora la calificación de grado de inversión. En segundo lugar, el diferencial positivo que existe entre el rendimiento de los activos nacionales denominados en pesos y los denominados en moneda extranjera. Finalmente, la desaceleración de la demanda interna mayor que la anticipada tuvo como consecuencia que la ampliación del déficit comercial en el periodo hubiera sido moderada.

El incremento de los salarios reales por encima del aumento de la productividad se traduce en la elevación de los costos unitarios de la mano de obra. En el cuarto trimestre de 2000 y en enero de 2001 la tasa de incremento anual de las remuneraciones reales se mantuvo en niveles elevados en la mayoría de los sectores de la producción. En contraste, recientemente se ha observado una reducción importante en el crecimiento del producto por trabajador, por lo que los costos unitarios laborales se incrementaron de manera significativa.

Por otra parte, en el primer trimestre del año la tasa de crecimiento nominal promedio de los salarios contractuales se redujo de 11.5 por ciento en el cuarto trimestre de 2000 a 10.3 por ciento en enero-marzo de 2001. Sin embargo, durante el trimestre el diferencial entre la tasa de incremento nominal de dichos salarios y el objetivo de inflación para el cierre del año fue todavía muy amplio. La resistencia a la baja que ha exhibido el crecimiento nominal de los salarios contractuales merece atención cuidadosa. Aun con la moderación reciente, el incremento real esperado para dichos salarios probablemente se encuentre por encima del crecimiento factible de la productividad de la mano de obra en 2001. De mantenerse la tendencia reportada del salario

real, es probable que los costos unitarios laborales continúen al alza, lo que podría ocasionar mayores presiones inflacionarias.

En un entorno de desaceleración económica, la elevación de los costos unitarios de la mano de obra podría repercutir eventualmente en un crecimiento más lento, e incluso una contracción, del empleo. Lo anterior, se ve reforzado por otros dos factores: la desaceleración de la economía de los Estados Unidos y la inversión menos vigorosa en México.

Al cierre del primer trimestre de 2001, el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se redujo en aproximadamente 97 mil personas con relación a su nivel de diciembre del año previo. En marzo la tasa de desempleo abierto se situó en 2.3 por ciento, 0.4 puntos porcentuales por encima de su valor en diciembre del año pasado. En cuanto a la tasa de ocupación parcial y desocupación, desde septiembre de 2000 ésta ha registrado un incremento significativo.

En el cuarto trimestre de 2000 continuó la desaceleración de la oferta interna y ya se observó una clara reducción en el crecimiento de todos los componentes de la demanda agregada. La pérdida de vigor tanto de la oferta como de la demanda agregadas se hace aún más patente en las tasas de incremento trimestral de los datos desestacionalizados.

La información preliminar sobre la evolución de la demanda y de la oferta agregadas en el primer trimestre de 2001, sugiere que las tendencias observadas en los últimos meses de 2000 se acentuaron: i) los principales indicadores del gasto de consumo privado muestran un ritmo de expansión más lento; ii) las tasas de crecimiento anual de las importaciones de bienes de consumo y de las de bienes de capital disminuyeron en el primer trimestre de 2001; iii) en enero, la inversión fija bruta registró la tasa de incremento anual más baja de los últimos 27 meses; iv) la tasa de incremento anual del Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) se redujo a 3.2 por ciento en enero; y v) la producción industrial ha sufrido una notoria desaceleración, ya que su tasa de crecimiento anual de febrero de 2001 fue de -3.7 por ciento.

Tomando en consideración lo anterior, el Banco de México estima que en el primer trimestre de 2001 las tasas de crecimiento anual del consumo

privado y de la inversión total hayan sido de 5 y 1.2 por ciento, respectivamente. Lo anterior sería congruente con una expansión de alrededor de 3 por ciento de la demanda agregada. Por otra parte, el Banco estima que el crecimiento anual del PIB en el primer trimestre podría ser de 2 por ciento y de aproximadamente 3 por ciento para el año.

Como consecuencia de la desaceleración que afecta a las economías de los Estados Unidos y de México, desde los últimos meses de 2000 el aumento de las exportaciones e importaciones mexicanas ha sido notablemente menos vigoroso. Si bien el déficit comercial acumulado en el trimestre enero-marzo se ha ampliado respecto al observado en igual periodo de 2000, los datos de tendencia indican que en los últimos meses dicho saldo ha mostrado una reducción incipiente. El fenómeno anterior parece confirmar que se está reduciendo la disparidad que existía entre el crecimiento de la oferta y de la demanda internas.

La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2001

El 12 de enero, el Banco de México incrementó el “corto” de 350 a 400 millones de pesos, manteniéndolo en ese nivel durante el resto del trimestre. Esta acción, al igual que las ampliaciones al “corto” acordadas durante el último trimestre de 2000, estuvo motivada por la intención de asegurar que se consiga una inflación que no exceda de 6.5 por ciento en 2001.

Durante las últimas semanas de 2000 y las primeras de 2001, se materializaron varios de los escenarios de riesgo respecto de los cuales el Banco de México había advertido repetidamente. Los datos disponibles sugerían que el gasto interno seguía creciendo a tasas elevadas y superiores a las de la producción. En el ámbito externo, la economía de los Estados Unidos se había desacelerado considerablemente. Por último, el precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación disminuyó significativamente.

Como reacción a la situación descrita, algunos analistas revisaron al alza su pronóstico de inflación para 2001. Sin embargo, en los primeros días de enero las tasas de interés internas disminuyeron, lo cual era incongruente con la materialización de los factores de riesgo

mencionados. Por ello, la consecución de la meta de inflación para el año precisaba de una política monetaria más restrictiva.

Al igual que en el caso de ampliaciones anteriores del “corto”, después de la revisión al alza ocurrida en enero a raíz del deterioro del entorno externo, se restauró una tendencia descendente de la inflación esperada. El aludido efecto del “corto” sin duda se vio reforzado por la importante reducción que experimentó la inflación en febrero. En total, en el primer trimestre del año las expectativas de inflación correspondientes a 2001 disminuyeron 0.58 puntos porcentuales con respecto a su nivel de diciembre 2000, ubicándose en 7 por ciento.

Durante el primer trimestre de 2001 el monto demandado de base monetaria disminuyó 32,833 millones de pesos. Esta contracción se debe principalmente al fuerte descenso estacional que año con año se presenta en este periodo. Este comportamiento fue muy similar al pronosticado, teniendo una desviación promedio de -2.4 por ciento.

Cabe mencionar que, a diferencia de otros años, en su Programa Monetario para 2001 el Banco de México no fijó límites a la variación del crédito interno neto. Durante el periodo analizado su saldo se redujo en 78,995 millones de pesos. Lo anterior se explica por la mencionada disminución en la demanda de base monetaria y por una importante acumulación de activos internacionales (4,716 millones de dólares).

Perspectivas del Sector Privado para 2001*

Las expectativas del sector privado indican que en lo que resta del año el entorno externo continuará siendo desfavorable para la economía de México. Al respecto, de acuerdo con las respuestas a la encuesta de marzo, destacan los siguientes pronósticos:

- (a) Un crecimiento anual de la economía de los Estados Unidos para el año 2001 de 1.8 por ciento.
- (b) Un precio promedio para la mezcla mexicana de petróleo de exportación en el año 2001 de 19.23 dólares por barril.

*/ A menos que se especifique lo contrario, los pronósticos reportados son los de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que levanta el Banco de México.

Las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio mejoraron significativamente. Por otra parte, los analistas encuestados esperan una ligera disminución de los incrementos nominales que se otorguen a los salarios contractuales.

En la encuesta de marzo anticipan que el crecimiento real del PIB en 2001 sea de 3.3 por ciento, estimación inferior a la reportada en la de enero (3.8 por ciento). A la vez, pronostican déficit de la balanza comercial y de la cuenta corriente de 12,013 millones de dólares y de 21,956 millones de dólares. Finalmente, esperan para este año un flujo de inversión extranjera directa de 13,274 millones de dólares.

En general, los indicadores relativos al clima de los negocios y al nivel de confianza muestran un claro debilitamiento respecto a lo registrado al cierre de 2000.

Los analistas encuestados ajustaron sus expectativas de inflación para 2001 de 7.87 por ciento en enero a 7 por ciento en marzo. En el mismo periodo las expectativas de inflación para los próximos 12 meses se redujeron a 7.09 por ciento y las correspondientes a 2002 a 5.92 por ciento.

Tomando en cuenta los posibles efectos de una eventual aprobación de la Reforma Fiscal, los consultores estimaron una inflación de 9.16 por ciento para los próximos doce meses y de 8.76 por ciento para el cierre del presente año.

Balance de Riesgos y Conclusiones

La evolución del entorno internacional y de la economía mexicana durante el primer trimestre de 2001 dieron lugar a una revisión del escenario base del Banco de México para el resto del presente año. En cuanto a los supuestos sobre la situación externa, éstos se han modificado de la siguiente manera:

- (a) La tasa de crecimiento real anual pronosticada para la economía de los Estados Unidos se revisó a la baja, pasándose de un intervalo entre 1.8 y 2.4 por ciento a otro entre 1.2 y 1.8 por ciento. Asimismo, la recuperación que se esperaba ocurriese en el tercer trimestre, muy probablemente se retrasará.
- (b) El precio promedio anticipado para la mezcla mexicana de exportación de petróleo en 2001 se modificó de 18.52 dólares por barril en enero a 19.23 dólares en abril.

- (c) El comportamiento de los diferentes rubros de la cuenta de capitales en el período enero-marzo, permite anticipar que en 2001 la disponibilidad de recursos del exterior, en particular de inversión extranjera directa, proporcionará en México financiamiento estable y suficiente para el déficit de la cuenta corriente.

La reducción del crecimiento de la economía de los Estados Unidos ha tenido un impacto importante sobre las exportaciones, las importaciones, la producción y el empleo en México. En consecuencia, es muy probable que la expansión del PIB real en 2001 sea menor que la prevista originalmente.

Por otra parte, es posible que la moderación del crecimiento de la demanda interna resulte ligeramente superior a la de la oferta interna. Por ello, es razonable esperar que el déficit de la cuenta corriente en 2001, sea equivalente a 3.6 por ciento del PIB.

En el escenario base para lo que resta de 2001, subsisten algunos factores internos que podrían complicar el descenso de la inflación. Entre éstos destacan los siguientes:

- (a) las expectativas del sector privado son aún superiores al objetivo de inflación; y
- (b) las revisiones salariales contractuales siguen siendo incongruentes con la meta de inflación y con las ganancias previsibles de la productividad.

En el escenario base descrito, la postura restrictiva actual de la política monetaria se considera adecuada para alcanzar los objetivos de inflación de corto y de mediano plazos.

Sin duda, el escenario base se encuentra sujeto a un grado significativo de incertidumbre. Los elementos de riesgo externos que podrían dificultar el descenso de la inflación y limitar la expansión económica en México son:

- (a) que la economía de los Estados Unidos experimente una desaceleración más intensa e incluso una recesión; y
- (b) que el precio del petróleo se ubique sustancialmente por debajo del nivel que se anticipa hoy en día.

Una recesión en los Estados Unidos tendría efectos múltiples sobre la economía mexicana, por lo cual su eventual repercusión sobre la inflación interna no resulta obvia. Es de esperarse que de materializarse ese desenlace tenga una

Resumen

incidencia desfavorable sobre la producción interna y la creación de empleos. Esto se traduciría en una reducción adicional de la tasa de crecimiento de la demanda agregada y se mitigarían las presiones inflacionarias.

No obstante, también es probable que la moderación de la expansión de la demanda agregada no fuese suficiente para evitar una ampliación del déficit comercial, situación que se vería agravada de ocurrir una disminución del precio del petróleo. En su caso, el mayor déficit de la cuenta corriente podría generar una demanda adicional de divisas, que de no ser compensada por una mayor oferta, tendría como resultado un ajuste al alza del tipo de cambio real del peso. Esto último podría dar lugar a presiones inflacionarias.

En una circunstancia como la descrita, el Banco de México reaccionaría oportunamente ante indicios de una revisión al alza de las expectativas de inflación de mediano plazo y de un comportamiento desfavorable de los precios de los bienes no comerciables.

Al momento de publicar el presente Informe, el principal factor interno de riesgo para el escenario base tiene que ver con la propuesta de Reforma Fiscal que el Ejecutivo ha enviado al H. Congreso de la Unión.

Las crisis recientes en algunos mercados emergentes han sido fundamentalmente consecuencia de los problemas fiscales derivados de la imposibilidad de lograr el consenso social necesario para garantizar la solvencia del sector público. Por ello, la aprobación de una reforma fiscal en México que propicie la fortaleza de las finanzas públicas y reduzca la dependencia de éstas respecto de los ingresos petroleros, es un elemento indispensable para consolidar la estabilidad macroeconómica.

A fin de alcanzar una estabilidad de precios permanente al menor costo social posible, es necesario que las políticas económicas del Gobierno Federal y del Banco Central sean compatibles. Los costos de abatir la inflación se minimizan cuando se consigue fortalecer las finanzas públicas, ya que ello reduce la presión sobre los mercados financieros y permite que la transición a niveles de inflación más bajos se

obtenga con menores tasas de interés. A este respecto, también es pertinente destacar que la necesidad de financiar en los mercados nacionales los elevados requerimientos financieros del sector público, representa un factor importante de presión sobre las tasas reales de interés.

La aprobación de la Reforma Fiscal será un factor no sólo coadyuvante sino imprescindible para que pueda culminarse exitosamente el esfuerzo desinflacionario en el mediano plazo.

En caso de que la reforma aludida tuviera repercusiones alcistas sobre los precios, se produciría en el corto plazo una desviación transitoria de la inflación con respecto a su objetivo. No obstante, si la acción preventiva de la autoridad monetaria logra evitar la generación de efectos secundarios, la inflación regresará en el mediano plazo a la trayectoria planteada inicialmente. Además, una vez contenido un posible deterioro de las expectativas inflacionarias, el proceso de abatimiento de la inflación se vería significativamente reforzado por una posición fiscal más sólida. Por tanto, la probabilidad de poder alcanzar los objetivos de inflación de mediano y largo plazos se elevaría.

La conveniencia de mantener una política monetaria restrictiva debido a los riesgos mencionados, se ve reforzada por la necesidad de consolidar la credibilidad del público en los objetivos de inflación multianuales. Aunque los resultados que se han obtenido durante la transición al esquema de objetivos de inflación han sido positivos, con inflaciones menores que las metas en 1999 y en 2000, no hay que olvidar que en esos años el entorno externo fue particularmente benéfico.

A fin de fortalecer la credibilidad en la política monetaria, es importante que en 2001 también se logre el objetivo de inflación, a pesar del entorno menos propicio. En la medida en que el año avance, se disipen los elementos de riesgo prevalecientes y la evolución de la inflación y de las expectativas sobre la misma se tornen más congruentes con los objetivos multianuales acordados, las presiones sobre la política monetaria tenderán a reducirse.