

Informe sobre la Inflación

Abril - Junio 2003

Resumen

Durante el segundo trimestre de 2003, la trayectoria de la inflación fue compatible con su objetivo de 3 por ciento (con un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual) para el cierre del año y para el largo plazo. Las condiciones financieras y monetarias que prevalecieron y, en general, la debilidad de la demanda agregada, han propiciado una contención de las presiones sobre los precios. Asimismo, han terminado de disiparse los efectos de las diferentes perturbaciones de oferta que afectaron al índice general de precios durante 2002, sin haberse registrado consecuencias de importancia sobre el índice de precios subyacente. En congruencia, durante el trimestre analizado tuvo lugar una reducción significativa de la brecha entre las expectativas de inflación para el cierre del año y la meta correspondiente.

La desinflación se ha desarrollado en un entorno caracterizado por la debilidad de la demanda agregada, tanto interna como externa, así como por la atonía generalizada a nivel mundial de la actividad productiva. En dicho marco y dada la tendencia de la inflación hacia su meta, deben resaltarse dos aspectos de la política monetaria:

- (a) Las tasas de interés internas han alcanzado niveles históricamente reducidos, reflejando la menor inflación y la mayor liquidez en los mercados financieros internacionales; y
- (b) La menor acumulación de reservas internacionales acordada por la Comisión de Cambios ha permitido, en el margen, incrementar la disponibilidad de recursos

en la economía para el financiamiento de actividades productivas.

La Junta de Gobierno del Banco de México considera que, en lo que resta del año, la inflación anual general continuará su tendencia hacia el objetivo de 3 por ciento, mientras que la inflación subyacente permanecerá dentro del intervalo de variabilidad establecido para la inflación del INPC. Sin embargo, este escenario no está exento de riesgos, tanto de índole externa como interna.

Evolución Reciente de la Inflación

La trayectoria de los precios durante el segundo trimestre de 2003 resultó en su conjunto favorable. En junio de 2003 se registró una inflación anual del INPC de 4.27 por ciento, lo que significó una reducción de 1.37 puntos porcentuales con respecto a la cifra correspondiente a marzo. Dicha tasa es la menor registrada en tres décadas. Por otra parte, en el mismo lapso la inflación anual subyacente aumentó marginalmente 0.07 puntos porcentuales, al pasar de 3.53 por ciento en marzo a 3.60 por ciento en junio. La disminución de la inflación general es atribuible a que tanto la variación anual de los precios de los productos agropecuarios, como la de los bienes con precios administrados y concertados, tuvieron una caída significativa.

Al cierre de junio de 2003, la inflación anual subyacente de las mercancías registró un incremento de 0.13 puntos porcentuales con respecto al término de marzo, con lo que se ubicó en 2.16 por ciento. El repunte se explica, en lo principal, por los incrementos atípicamente bajos que registró este subíndice

en el mismo trimestre del año anterior. Por su parte, la variación anual del subíndice subyacente de servicios pasó de 5.40 por ciento a 5.25 por ciento en el mismo lapso.

Principales Determinantes de la Inflación

Durante el segundo trimestre de 2003, diversos factores externos influenciaron la marcha de la economía mexicana.

En el periodo abril-junio de 2003, el precio promedio del petróleo WTI fue de 29.05 dólares por barril, cifra menor en cinco dólares a la registrada en el primer trimestre del año.

A pesar de la mejoría del entorno al término de la guerra en Irak, la economía de los Estados Unidos mostró un panorama mixto durante el segundo trimestre. Si bien la actividad productiva ha continuado expandiéndose, ésta no ha alcanzado una tasa de crecimiento suficiente para disminuir en forma generalizada la capacidad ociosa y contrarrestar la fuerte caída en el empleo. El lento crecimiento de la economía se ha reflejado en un mercado laboral deprimido y en una disminución significativa de las presiones inflacionarias. No obstante los resultados desfavorables en el sector laboral, el consumo ha mantenido su fortaleza, impulsado por la expansión de la deuda de las familias y por el repunte en la confianza. El aumento en la demanda continúa descansando, precisamente, en el gasto de los hogares, sin que se observen indicios de una expansión en la inversión de las empresas.

Durante el segundo trimestre se observó un cambio en el ambiente de los mercados financieros en Estados Unidos. El relajamiento de la política monetaria se ha reflejado en condiciones financieras más favorables al disminuir las tasas de interés a sus mínimos históricos y registrarse una importante depreciación del dólar. Es importante resaltar que la reducción en las tasas de interés (especialmente de largo plazo) debe atribuirse, al menos en parte, a la menor demanda de crédito que se ha dado a raíz del débil panorama para el gasto de capital.

En este contexto, la recuperación de la economía estadounidense sigue sin afianzarse plenamente. Por una parte, la recuperación de la confianza del consumidor y los cambios ocurridos tanto en las condiciones financieras como en la postura fiscal auguran un fortalecimiento de la demanda interna en la segunda mitad del año. Por otra parte, la mejoría en diversos indicadores no incluyó a la actividad industrial por el lado de la producción, ni a la inversión fija no residencial por el lado del gasto. La reactivación de esta última es fundamental para asegurar que la recuperación sea vigorosa y duradera.

* * *

Durante el segundo trimestre de 2003 el mercado laboral en México continuó mostrando signos de estancamiento. Por un lado, el desempleo se incrementó ligeramente en relación con el trimestre anterior, mientras que el empleo formal se contrajo. Además, la atonía de la actividad productiva continuó propiciando una migración del empleo en el sector formal al informal. Por otro lado, el crecimiento de los salarios contractuales siguió mostrando resistencia a la baja, situándose en el trimestre ligeramente por encima de 5 por ciento.

* * *

El PIB registró un incremento anual en el primer trimestre de 2003 de 2.3 por ciento en términos reales. Sin embargo, dicha tasa estuvo influida al alza por el efecto estadístico derivado de que en 2002 la Semana Santa se presentó en marzo y en 2003 ocurrió en abril. Con datos desestacionalizados, el PIB presentó una contracción de 0.5 por ciento con relación a su nivel del trimestre precedente. Tal resultado se debió a que la expansión trimestral del consumo privado y de las exportaciones netas no pudo contrarrestar las variaciones negativas de la formación bruta de capital, del consumo del sector público y de un fuerte ajuste de inventarios. Lo anterior también muestra que la composición reciente de la demanda agregada, con una alta participación

relativa del gasto en consumo y una baja contribución del gasto en inversión, no es propicia para alcanzar tasas de crecimiento altas y sostenidas, que detonen una recuperación del empleo.

La información disponible sobre la evolución reciente de la actividad económica, da a entender que en el segundo trimestre de 2003 la economía mexicana registró un crecimiento lento. Por el lado de la producción, así lo sugiere la evolución del Indicador Global de Actividad Económica (IGAE), la producción industrial, las exportaciones e importaciones de mercancías, así como el empleo formal. Por el lado de la demanda interna, el crecimiento parece haberse apoyado principalmente en una expansión del consumo, si bien surgieron algunos signos de mejoría en ciertos rubros del gasto de inversión. Lo anterior se desprende de la evolución de las ventas al menudeo e internas de vehículos, del crédito, de las importaciones de bienes de capital, así como de indicadores de confianza y del clima de negocios.

* * *

Por otra parte, durante el periodo abril-junio de 2003 se observó una mejoría en las condiciones de acceso de México al financiamiento externo. Las tasas de interés sobre la deuda externa mexicana alcanzaron niveles cercanos a sus mínimos históricos. No obstante, el flujo neto de recursos al país en el lapso de referencia fue moderado, lo que se reflejó en el saldo de la cuenta de capital de la balanza de pagos. La menor demanda de recursos externos es consecuencia de la debilidad tanto de la producción interna como de la demanda agregada. Asimismo, obedece a una recomposición de pasivos por parte de los emisores privados, quienes han acudido más al mercado interno con el objeto de reducir su endeudamiento con el exterior. En este contexto, el tipo de cambio finalizó la tendencia hacia la depreciación que había mostrado durante el trimestre anterior. La

paridad registró una apreciación de 2.9 por ciento en el periodo de referencia.

* * *

En el segundo trimestre de 2003 la inflación anual del subíndice de los bienes con precios administrados y concertados tuvo una marcada reducción, resultado del decremento en los precios de la electricidad y de la gasolina de bajo octanaje. La caída que experimentó el precio de la electricidad en abril y mayo fue consecuencia de la entrada en vigor de las tarifas de verano, las cuales finalizan en octubre y, principalmente, noviembre. Por su parte, la inflación anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios se redujo en más de la mitad.

La Política Monetaria Durante el Segundo Trimestre de 2003

Durante abril, mayo y junio de 2003 el “corto” se mantuvo en un nivel de 25 millones de pesos diarios.¹ Previamente se habían adoptado acciones de restricción monetaria debido a que la economía había enfrentado perturbaciones de oferta que hubieran podido poner en riesgo el proceso de estabilización de precios.

Durante el segundo trimestre fueron alcanzándose los objetivos de las medidas instrumentadas con anterioridad. Así, en el curso del trimestre la inflación no subyacente comenzó a mostrar una marcada inflexión a la baja. A su vez, las condiciones monetarias que se habían conformado mediante las restricciones previas indujeron un cambio de tendencia en las expectativas de inflación del sector privado para el cierre del año.

Para analizar la evolución de las condiciones monetarias de abril a junio de 2003, se hace un breve recuento de lo ocurrido en los mercados

¹ A partir del 10 de abril se pasó del régimen de saldos acumulados al régimen de saldos diarios de las cuentas corrientes que las instituciones de crédito mantienen en el Banco de México.

Resumen

financieros de México, a la luz del entorno internacional que incidió sobre su evolución.

A lo largo del segundo trimestre de 2003, los mercados financieros mundiales gozaron una menor incertidumbre al finalizar el conflicto en Irak. Así, se incrementó la demanda de activos de mayor riesgo y comenzaron a recuperarse los principales índices accionarios. Sin embargo, la previsión de una economía mundial débil y una ausencia de presiones inflacionarias generó la expectativa de que algunos bancos centrales del mundo continuarían relajando su postura monetaria — lo que efectivamente sucedió. De esa manera, las tasas de interés cayeron marcadamente en la mayor parte de las economías industrializadas. A esta caída generalizada de tasas también contribuyó la percepción de que, por las mismas razones, no se vislumbra en el horizonte un ciclo mundial de acciones restrictivas de política monetaria.

En un contexto de tasas de interés internacionales muy bajas y de mayor demanda de títulos de deuda de algunas naciones en desarrollo, los rendimientos de los bonos mexicanos colocados en el exterior continuaron disminuyendo. De esta manera, el riesgo país para México se redujo en promedio en más de 70 puntos base (EMBI+) del primero al segundo trimestre. La caída de las tasas de interés externas, la percepción de un menor riesgo cambiario para los próximos meses y el incremento del apetito por riesgo entre los inversionistas, permitieron que también las tasas de interés internas se ajustaran a la baja de manera significativa. Así, la curva de rendimiento cayó sustancialmente, alcanzando niveles muy reducidos en todos sus plazos, en especial en los de menor duración. Las tasas de los Cetes a 28 y 91 días se redujeron en promedio 255 y 238 puntos base entre los trimestres primero y segundo del año, y alcanzaron niveles mínimos históricos. Por su parte, el rendimiento promedio del bono a 10 años disminuyó 135 puntos base durante el mismo lapso.

La evolución de las tasas de interés internas ha sido congruente con el tránsito ordenado de la economía mexicana a través de la parte baja del ciclo económico. En estas circunstancias, la conducción de la política monetaria se ha enfocado en dos aspectos principales. Por un lado, ha permitido una fuerte reducción en las tasas de interés, lo que constituye un aliciente directo al gasto. Por otro, la reducción del ritmo de acumulación de reservas ha incrementado, en el margen, los recursos disponibles para financiar actividades productivas. De esta manera, la política monetaria, ha creado condiciones propicias para estimular un mayor crecimiento económico, sin comprometer la meta establecida para la inflación.

* * *

Durante el segundo trimestre de 2003, la base monetaria continuó creciendo a tasas elevadas si se les contrasta con la meta de inflación y con el crecimiento esperado del producto. Sin embargo, cabe señalar que ese crecimiento se ha dado a un ritmo similar al pronosticado en el Programa Monetario para el periodo. Se considera que dicho crecimiento refleja el notable proceso de remonetización que se ha venido dando en la economía, por lo que es totalmente congruente con la consecución de la meta de inflación.

En el segundo trimestre de 2003 el saldo de la reserva internacional aumentó en 1,409 millones de dólares. Adicionalmente, al 30 de junio se habían vendido 1,280 millones de dólares a través del mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de la reserva internacional.

La oferta interna de recursos financieros disponibles de marzo de 2002 a marzo de 2003, medida a través del flujo anual del agregado monetario M4, representó 4.9 por ciento del PIB. Ahora bien, el monto de estos recursos destinado al sector privado representó 40.4 por ciento del total, del cual una proporción elevada correspondió al canalizado a través de INFONAVIT y FOVISSSTE. Por ello, los

recursos financieros internos disponibles para apoyar la inversión no residencial ascienden a un poco más de la cuarta parte del flujo anual de ahorro total (25.9 por ciento).

Perspectivas del Sector Privado para 2003²

Los pronósticos de los analistas del sector privado implicaron una revisión a la baja del crecimiento esperado del PIB en 2003, de 2.54 por ciento en marzo a 2.16 por ciento en junio. En congruencia con lo anterior, se redujo la expansión esperada de la demanda interna (particularmente del consumo y la inversión privada), se ajustó a la baja la proyección de empleo y disminuyeron los déficit pronosticados para la balanza comercial y la cuenta corriente.

Para el caso de los Estados Unidos, las revisiones de la mayoría de los analistas a lo largo del año han implicado ajustes a la baja del crecimiento estimado del PIB en 2003 y, en mayor medida, para la producción industrial. Sin embargo, tanto en el caso de México como en el de Estados Unidos, los pronósticos a junio sobre el crecimiento de sus economías en 2003 prevén que en ambos países se presentará una importante recuperación de la actividad económica durante el segundo semestre del año.

La inflación esperada para 2003 se revisó a la baja de manera significativa durante el segundo trimestre del año. El pronóstico de los analistas respecto a la inflación general para el cierre de 2003 se redujo en ese periodo en 0.37 puntos porcentuales (de 4.38 por ciento en marzo a 4.01 por ciento en junio).

Balance de Riesgos

La economía nacional estuvo marcada por la debilidad tanto de la demanda externa como de la interna durante el segundo trimestre de 2003.

Asimismo, continuó observándose una recomposición del gasto interno, con un consumo moderadamente dinámico contrastando con un gasto en inversión anémico. Por el lado de la oferta, lo anterior se ha visto reflejado en una menor contribución del sector industrial al producto y al empleo total, mientras que la del sector servicios ha aumentado.

Dado el contexto anterior, el escenario base preparado por el Banco de México para la segunda mitad del año está basado en los siguientes supuestos: i) se mantiene en 2.3 por ciento la previsión del crecimiento anual promedio en 2003 del PIB de los Estados Unidos, aunque el supuesto relativo al crecimiento anual promedio de la producción industrial en dicho país se redujo de 1.4 a 0.6 por ciento; ii) se estima que el precio del barril de la mezcla mexicana de petróleo pueda ubicarse en 2003 en un promedio de 24 dólares por barril; y iii) se anticipa que en lo que resta del año las condiciones de acceso al financiamiento externo para México continuarán siendo favorables.

Con base en los supuestos anteriores y en la información más reciente sobre la marcha de la economía, se realizó un ejercicio de pronóstico, cuyos resultados se describen a continuación.

Crecimiento Económico: Se estima que el crecimiento anual promedio del PIB de México en 2003 será de alrededor de 2 por ciento, inferior a la previsión de 2.4 por ciento que se presentó hace tres meses. La revisión se debió principalmente a la expectativa de un menor crecimiento en 2003 de la producción industrial en los Estados Unidos. Asimismo, la estimación anterior presenta un grado de incertidumbre mayor que en ocasiones anteriores, originado en los factores de riesgo que se mencionan posteriormente.

Se anticipa que la variación anual del PIB real en el segundo trimestre de 2003 haya sido de de 0.3 por ciento. El bajo crecimiento previsto está influenciado por el hecho que dicho

² Pronósticos reportados en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México.

Resumen

periodo contó con menos días laborables que su correspondiente en 2002. En contraste, para el segundo semestre del año se prevé un crecimiento más vigoroso de la actividad económica. Esta reactivación sería consecuencia del mantenimiento de la fortaleza relativa que ha mostrado el consumo privado, de un impulso marginal proveniente del sector externo, así como de un repunte moderado de la inversión privada.

Empleo: Debido a que se ha revisado la previsión de crecimiento económico y a que los incrementos salariales contractuales continúan desincentivando la contratación de mano de obra, se estima que en el presente año se generarían aproximadamente 150 mil empleos en el sector formal de la economía.

Cuenta Corriente: Se calcula que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos será 2.2 por ciento del PIB.

Inflación: Se anticipa que, en lo que resta del 2003, la inflación presente una trayectoria congruente con el objetivo de 3 por ciento, considerando un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual. Asimismo, se espera que la inflación anual subyacente continúe dentro de dicho intervalo y que retome una tendencia gradual a la disminución.

En cuanto a los distintos subíndices, se estima que la inflación anual subyacente de las mercancías se mantenga estable. El ligero repunte que podría mostrar este subíndice durante los meses de verano, debido a las tasas de inflación mensual atípicamente bajas que se registraron en el mismo periodo del año pasado, podría ser contrarrestado por la deflación que se prevé que continúen registrando las mercancías en Estados Unidos. Por otra parte, se anticipa que el subíndice subyacente de los servicios siga contribuyendo a la reducción de la inflación general, aunque la magnitud de esta contribución dependerá en gran medida de la evolución que tengan los incrementos salariales.

La perspectiva sobre la evolución de la inflación no subyacente durante los siguientes meses es, en general, compatible con el objetivo de inflación, en ausencia de perturbaciones inesperadas. Cabe notar que los efectos de los ajustes que registraron en 2002 los precios administrados se han disipado prácticamente por completo, sin haber contaminado a la inflación subyacente.

El escenario descrito está sujeto a varios factores de incertidumbre. En lo que toca a los riesgos provenientes del ámbito externo, pueden señalarse los siguientes:

- (a) La duración y la fortaleza con las que se espera crezcan la producción industrial y la inversión no residencial en los Estados Unidos, pueden afectar el curso previsto para la economía nacional; y
- (b) El precio del petróleo puede presentar cierta volatilidad debido a diversos factores que afectan este mercado.

En cuanto a los riesgos internos, pueden mencionarse los siguientes:

- (a) La posibilidad de una pérdida de mercado de las exportaciones mexicanas en los Estados Unidos, a pesar del esperado repunte en la actividad industrial de ese país en el segundo semestre, debido a la pérdida relativa de competitividad;
- (b) La permanencia y la intensidad de la reactivación económica en México dependerá en gran medida de que tenga lugar una recomposición de la demanda agregada en favor de la inversión, especialmente en maquinaria y equipo y construcción no residencial;
- (c) Si bien la inflación subyacente se ha mantenido claramente dentro del intervalo de variabilidad establecido para la inflación general, ha mostrado cierta resistencia a la baja en los últimos meses;
- (d) Los incrementos salariales siguen siendo incompatibles con las condiciones de holgura en el mercado laboral;
- (e) La evolución prevista de la inflación general podría alterarse por nuevos

“choques” de oferta que provocaran una dinámica desfavorable de su componente no subyacente, en particular, de los precios de los productos agropecuarios. En el corto plazo, es posible que este tipo de perturbaciones pudiesen generar alguna desviación del objetivo para la inflación al cierre del año, pero se esperaría una desviación efímera;

- (f) Una fuerte alza del precio del gas LP caería también dentro de la categoría de perturbaciones de oferta que impactaría la trayectoria de la inflación no subyacente, y podría detonar presiones inflacionarias en el corto plazo. No obstante, es recomendable que dicho precio refleje su costo de oportunidad, tanto desde un punto de vista de la salud de las finanzas públicas, como en términos de reducir distorsiones en la producción y el consumo del gas LP; y
- (g) La pérdida de competitividad de la industria nacional constituye un peligro potencial significativo para la economía en el mediano plazo. La competitividad tiene implicaciones tanto para el crecimiento potencial de una economía, como para sostener una inflación baja en el mediano plazo. Por lo anterior, resulta de capital importancia alcanzar los consensos políticos necesarios para evitar retrasos adicionales en la realización de las reformas estructurales.

Como puede apreciarse, la reactivación de la economía mexicana continúa sujeta a un cierto grado de incertidumbre. Sin embargo, por el lado externo, la menor restricción en las condiciones financieras globales, resultante de la histórica baja en las tasas de interés internacionales y de la menor aversión al riesgo, es un factor de apoyo para la recuperación económica. Por el lado interno, las menores tasas de interés, favorecidas por la conducción de la política monetaria, también deberán contribuir a la reactivación de la economía.

A pesar de los riesgos enumerados, existen elementos objetivos para avizorar la convergencia de la inflación general con el objetivo que la Junta de Gobierno del Banco de México trazó para el cierre del año. Inclusive, de materializarse el entorno económico nacional e internacional previsto, la trayectoria de la inflación general para un horizonte posterior se ubicaría alrededor del objetivo de 3 por ciento. El objetivo de inflación establecido para el largo plazo operará en forma continua, y no se aplicará sólo a la inflación para el cierre del año. Una vez que la inflación converja a su meta se terminaría una etapa de desinflación y comenzaría una de consolidación de la estabilidad de precios en forma permanente. La conducción de la política monetaria estará orientada a mantener la inflación general en su objetivo de largo plazo.

La disciplina en las políticas monetaria y fiscal ha sido fundamental para alcanzar un entorno de estabilidad macroeconómica en México. Gracias a ella, la economía mexicana ha sido mucho más resistente a los embates provenientes del exterior, divorciándose de la evolución negativa que ha afligido a la gran mayoría de los países con economías emergentes. Así, nuestro país goza de un acceso favorable a los mercados internacionales de capital y padece en mucho menor medida la volatilidad intrínseca en ellos.

Sin embargo, la estabilidad macroeconómica es una condición necesaria, mas no suficiente, para propiciar el crecimiento de la producción, el ingreso y el empleo. Para ello, se requieren medidas que incrementen la productividad y la competitividad de la economía mexicana. Las reformas estructurales, la desregulación y, en general, las medidas que incrementen la flexibilidad y la capacidad de respuesta a las condiciones cambiantes de la economía mundial, deben ir encaminadas en esta dirección. Nuestro país no debe rezagarse frente al avance económico del resto de las naciones del orbe. Por ello, de postergarse la modernización que México requiere para

Resumen

mejorar el nivel de vida de sus habitantes, se estará desaprovechando la gran oportunidad que presenta el contar con el marco propicio que significa la estabilidad macroeconómica.