

Informe sobre la Inflación

Enero - Marzo 2004

Resumen

Durante el primer trimestre del año se fortaleció la recuperación cíclica de la economía global. Ello se ha observado con mayor claridad en los Estados Unidos, cuya economía se expande vigorosamente y presenta expectativas favorables tanto para el 2004 como para 2005.

El entorno externo ha sido propicio para la reactivación, también cíclica, de la economía de México. Al respecto, cabe mencionar el ascenso en el ritmo de la actividad industrial y manufacturera. Ello se debe, en gran medida, a la mayor demanda externa, como lo demuestra la recuperación de las exportaciones no petroleras. Por el lado del gasto interno se ha mantenido el vigor del consumo, y la inversión ha comenzado a mostrar una mejoría, después de tres años de variaciones anuales negativas. El empleo se ha venido recuperando en el sector formal desde septiembre del año anterior (con datos desestacionalizados).

Por su parte, el principal reto que recientemente ha enfrentado el proceso de reducción de la inflación ha provenido de diversos choques de oferta experimentados por diferentes bienes y servicios pertenecientes al subíndice de precios no subyacente durante los primeros meses del año (productos pecuarios y bienes y servicios administrados y concertados).

Si bien a principios de año el Banco de México había advertido que en algunos meses de 2004 se podrían presentar perturbaciones de oferta que ubicaran temporalmente a la inflación anual por arriba de 4 por ciento, la magnitud y duración de los choques observados han sido mayores a los previstos. Por tanto, es

previsible que la convergencia de la inflación general hacia su objetivo puntual sea más lenta y gradual. No obstante, esto dependerá en gran medida de la velocidad con la que se reviertan las perturbaciones en los precios pecuarios y de que no se presenten incrementos adicionales en los precios administrados y concertados superiores a la meta de inflación.

Con todo, es importante destacar que la inflación subyacente, que constituye una mejor guía de las presiones inflacionarias de mediano plazo que enfrenta la economía, registró una variación anual de 3.52 por ciento en marzo con una ligera tendencia descendente a lo largo del trimestre. Sin embargo, debe mencionarse que dicha inflación se ha mantenido relativamente estable por un periodo prolongado de tiempo, lo que contrasta con las condiciones de lasitud que han prevalecido en los mercados de bienes y laboral. Claramente, en la medida en que la recuperación económica cobre vigor, ello podría complicar la convergencia de la inflación subyacente con la meta establecida para la inflación general. Por ello, el Banco de México estará vigilante para detectar oportunamente las posibles presiones inflacionarias derivadas del mayor dinamismo del gasto agregado y, en su caso, actuar en consecuencia.

Evolución Reciente de la Inflación

Al cierre del primer trimestre de 2004 la inflación general anual alcanzó una tasa de 4.23 por ciento. Dicha tasa resultó mayor que la observada al término del trimestre anterior (3.98 por ciento), pero inferior que la registrada en el mismo periodo de 2003 (5.64 por ciento). En el transcurso del trimestre la variación anual de los precios se elevó en enero y febrero (4.20

Resumen

y 4.53 por ciento, respectivamente), para posteriormente disminuir en marzo.

Recientemente, el principal obstáculo al proceso desinflacionario ha consistido en los diversos choques de oferta ocurridos en el subíndice no subyacente durante los primeros meses del año. Así, mientras que la inflación anual no subyacente mostró durante el primer trimestre un incremento de 1.12 puntos porcentuales, la subyacente se redujo 0.14 puntos. En particular, las variaciones de los precios de los productos pecuarios y de los bienes y servicios administrados y concertados explican aproximadamente el 55 por ciento de la inflación acumulada en el trimestre, cuando éstos tienen una ponderación en el INPC de tan sólo 22 por ciento.

Al respecto, destacan los siguientes puntos:

- (a) La inflación no subyacente anual tuvo una trayectoria muy volátil a lo largo del trimestre, con aumentos significativos en enero y febrero y una baja en marzo. Tales movimientos estuvieron determinados por altibajos en las cotizaciones anuales de las frutas y verduras, así como por tasas anuales de inflación crecientes de los productos pecuarios y de los bienes y servicios administrados y concertados.
- (b) Los precios de los productos pecuarios se vieron presionados al alza tanto por el incremento en sus cotizaciones internacionales, como por las prohibiciones de las autoridades mexicanas a la importación de carne de bovino y de ave de los Estados Unidos, ante los brotes de diversas epidemias en dicho país (estas medidas ya fueron relajadas parcialmente).
- (c) En lo referente a los bienes y servicios administrados y concertados, se observaron los siguientes incrementos de precios: ajustes a las tarifas del transporte urbano (particularmente en el D.F. y en el Estado de México); actualizaciones de las contribuciones de agua y predial en algunos municipios de la República y

aumentos en las gasolinas en las ciudades fronterizas del país. Asimismo, el precio del gas doméstico se ha incrementado a una tasa superior a la meta de inflación.

- (d) La inflación subyacente anual se redujo debido a las menores variaciones de los precios de los servicios.
- (e) La tasa de crecimiento anual del subíndice de precios de la vivienda disminuyó a un ritmo menor que el resto de los servicios subyacentes. Ello en virtud de que la moderación que se registró en las rentas, consecuencia de una mayor oferta de casas-habitación, fue atenuada por un incremento en el costo de la construcción residencial. Esto último debido, en parte, al alza en los precios internacionales de diversas materias primas para dicho sector (varilla, productos metálicos, etc.).
- (f) Durante enero y febrero, la inflación subyacente anual de las mercancías mantuvo la ligera tendencia alcista que inició desde el último trimestre de 2002. Ello refleja, en parte, que la inflación internacional de diversas materias primas alimenticias se ha transmitido parcialmente al grupo de alimentos procesados, bebidas y tabaco del subíndice referido. Con todo, parece que dicha tendencia pudiera comenzar a moderarse, toda vez que el ritmo de aumento de los precios tanto de los alimentos como de otras mercancías descendió en marzo con respecto a febrero.

Principales Determinantes de la Inflación

Durante el primer trimestre de 2004, la demanda global se vio estimulada por la combinación de políticas macroeconómicas expansivas, condiciones financieras favorables y una mejoría de la confianza. El crecimiento económico mundial, impulsado en particular por la expansión de los Estados Unidos y de las economías asiáticas, resultó en un fortalecimiento del comercio internacional y en un incremento en los precios de los bienes primarios.

Esta mejoría en la situación económica mundial continuó pese al incremento adicional en los precios del petróleo.

En este entorno, la economía mexicana se desarrolló en un panorama externo favorable. Por un lado, el repunte de la producción industrial en los Estados Unidos, aunque tardío, ha permitido la reactivación de las exportaciones mexicanas. Por otro, el aumento en el precio de la mezcla mexicana de petróleo y la disminución en los márgenes soberanos (que se mantuvieron por debajo de los 200 puntos base en la mayor parte del trimestre), constituyeron factores positivos para el desempeño de la economía nacional.

* * *

Durante el primer trimestre de 2004 la actividad económica en México mostró un avance, con lo que continuó la mejoría iniciada en el cuarto trimestre del año pasado. Tal evolución se percibió en los indicadores tanto de demanda interna y externa, como en los de producción.

El dinamismo del gasto de consumo se reflejó en los distintos indicadores de ventas. Así, en el primer bimestre del año las ventas al menudeo aumentaron 3.6 por ciento a tasa anual, alcanzando catorce meses consecutivos con tasa positiva. La expansión del gasto en consumo privado continuó impulsada por los siguientes factores: menores tasas de interés; una mayor disponibilidad de crédito de la banca comercial y de las cadenas comerciales; la continuación de incrementos reales en los indicadores de remuneraciones medias reales; y, el importante volumen de remesas recibidas del exterior.

Por su parte, la inversión mostró un avance en el primer trimestre del año. Ello como resultado de incrementos en su componente de maquinaria y equipo, ya que, de hecho, la construcción había presentado una expansión a lo largo de 2003.

La demanda externa continuó mejorando en el primer trimestre de 2004. Tal desempeño

resulta notorio en el crecimiento anual que registraron las exportaciones no petroleras (11.7 por ciento anual en el primer trimestre).

Por el lado de la producción, en el primer bimestre del año el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) tuvo un crecimiento anual de 2.7 por ciento. La producción industrial y la manufacturera alcanzaron en los últimos cinco meses, con datos desestacionalizados, incrementos acumulados de 2 y 1.9 por ciento, respectivamente. No obstante, la reactivación manufacturera en los últimos meses ha resultado menos vigorosa que la registrada por tal actividad en los Estados Unidos.

La mejoría que registró la actividad económica hacia finales del 2003 y en el primer trimestre de 2004, tuvo como contrapartida un aumento en el empleo en el sector formal (190,102 trabajadores de septiembre de 2003 a marzo de 2004 con datos desestacionalizados).

Durante el primer trimestre de 2004, la evolución del sector externo de la economía mexicana estuvo influida por una mejoría de la demanda externa, que se tradujo en mayores exportaciones de bienes manufacturados. Adicionalmente, las importaciones también aumentaron en respuesta a la reactivación de la producción para el mercado interno. Lo anterior implicó que, en el primer trimestre, el déficit de la balanza comercial se haya incrementado ligeramente con respecto a su nivel en igual periodo de 2003, en tanto que el déficit de la cuenta corriente se redujo ligeramente. Esto último se debe al crecimiento de los ingresos por remesas familiares y a un descenso en el pago neto de intereses al exterior.

La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2004

A principios de año se había previsto que en algunos meses de 2004 se podrían presentar perturbaciones de oferta susceptibles de ubicar temporalmente a la inflación anual por arriba de 4 por ciento. No obstante, la magnitud y

duración de los choques observados han sido mayores a las previstas. Lo anterior propició un incremento importante en las expectativas de inflación para horizontes de corto plazo (cierre de 2004). Los aumentos observados en algunos precios relativos durante el primer trimestre del año deberían tener solamente un efecto temporal sobre la inflación. En este sentido, cabe destacar que, ante dichas perturbaciones, las expectativas de inflación para el mediano (siguientes doce meses y cierre de 2005) y el largo plazos (promedio 2005-2008) presentaron incrementos moderados.

Si bien los indicadores de las expectativas de inflación no anticipan que los choques de oferta observados tengan un efecto significativo sobre la inflación en el mediano y largo plazos, el deterioro de las expectativas para 2004 podría complicar la convergencia de la inflación hacia su meta de 3 por ciento. Ello en la medida en que llegara a afectarse la determinación de otros precios en la economía (efectos de segundo orden), especialmente las negociaciones salariales. Al respecto, es importante mencionar que en el primer trimestre del año se observaron incrementos en los salarios contractuales mayores a los convenidos en el último trimestre de 2003.

En el contexto anterior, y para evitar que las perturbaciones de oferta contaminaran el proceso de determinación de precios de la economía, en el periodo de análisis la Junta de Gobierno del Banco de México decidió restringir la postura de política monetaria incrementando el “corto” en dos ocasiones: el 20 de febrero lo aumentó de 25 a 29 millones de pesos diarios y el 12 de marzo lo hizo de 29 a 33 millones de pesos. El objetivo de estas acciones fue inducir condiciones monetarias más congruentes con el restablecimiento de la trayectoria de inflación hacia la meta de 3 por ciento. En consecuencia, las tasas de interés de corto plazo presentaron aumentos importantes, mientras que en el caso de las de plazos mayores éstos no fueron tan pronunciados.

* * *

Durante el primer bimestre del año continuó el dinamismo del crédito otorgado a los hogares, que se presentó en 2003. El crédito directo vigente de la banca comercial al consumo y a la vivienda tuvo variaciones reales anuales en febrero de 2004 de 45.9 y 9 por ciento, respectivamente. Este comportamiento contrasta con la debilidad del crédito directo bancario a las empresas, el cual tuvo una variación real anual de -4.4 por ciento en febrero. Así, a pesar de que la actividad económica comenzó a repuntar desde el cuarto trimestre del 2003, ello aún no se ve reflejado en un mayor crédito bancario a empresas.

Perspectivas del Sector Privado para 2004

En los pronósticos de los analistas económicos del sector privado elaborados durante el primer trimestre de 2004, destaca que el crecimiento esperado del PIB para el presente año se mantuvo prácticamente sin cambio, al resultar de 3.23 por ciento en marzo (3.22 por ciento en diciembre de 2003). La expectativa sobre la inflación general en 2004 resultó de 4.23 por ciento, tasa superior a la prevista en diciembre pasado (3.86 por ciento). Por otra parte, las expectativas de esta variable para los próximos doce meses, 2005, 2006 y el promedio 2005-2008 fueron de 3.82, 3.76, 3.67 y 3.64 por ciento, respectivamente. Es importante destacar que las expectativas de inflación para horizontes más largos, si bien aún se ubican en niveles elevados, no se han incrementado significativamente respecto de sus niveles de principios de año. Esto apunta a que los analistas no anticipan en el mediano plazo un deterioro en la inflación general y, por tanto, a que los recientes choques de oferta en los precios no subyacentes tendrían únicamente un efecto transitorio sobre la inflación anual.

Balance de Riesgos y Conclusiones

Considerando el contexto económico descrito, el resultado del ejercicio de pronóstico de las principales variables macroeconómicas arroja el siguiente escenario:

Crecimiento Económico: Se mantiene una estimación del crecimiento real del PIB para

2004 de entre 3.0 y 3.5 por ciento, si bien es probable que éste se sitúe en la parte superior de dicho intervalo.

Empleo: Se estima, para el año en su conjunto, una generación de empleos en el sector formal cercana a las 400 mil plazas.

Cuenta Corriente: Se prevé un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos inferior a 2 por ciento del PIB.

Inflación: El principal reto que enfrenta actualmente el combate a la inflación radica en la magnitud y persistencia de los ajustes en precios relativos que se han venido registrando en el componente no subyacente del INPC. A principios de año, el Banco de México advirtió que durante 2004 se podrían presentar perturbaciones de oferta cuyo resultado sería ubicar por algunos meses a la inflación anual por arriba de 4 por ciento. De hecho, como ya se mencionó, la magnitud y duración de los choques han sido mayores que lo previsto, por lo que la convergencia de la inflación general hacia su objetivo se perfila más lenta y gradual.

A este respecto, es importante destacar que el alza en los precios de los productos pecuarios tendería a revertirse en la medida en que su oferta se regularice, lo cual implicaría que, en el futuro, se podrían presentar incluso disminuciones en esos precios, lo que contribuiría a una reducción de la inflación. Por otro lado, en general, los incrementos en los precios administrados y concertados que no tienen referencias internacionales tienden a ser de carácter permanente, lo cual implica que su impacto en la inflación anual se mantiene durante doce meses.

Por tanto, con base en las consideraciones anteriores:

- (a) Se anticipa que, en el margen, en los siguientes meses la inflación anual subyacente contribuya a la reducción de la inflación general.
- (b) Es previsible que la inflación subyacente de mercancías empiece a moderar la

tendencia alcista que ha registrado desde el último trimestre de 2002. No obstante, para ello es necesario que se generalice una menor inflación en los precios internacionales de las materias primas agropecuarias.

- (c) Se estima que la tendencia de la inflación subyacente de servicios distintos a la vivienda continuará contribuyendo al proceso de reducción permanente de la inflación. Es importante mencionar que éste es posiblemente el subíndice que mejor captura las condiciones inflacionarias internas. Por supuesto, este proceso se consolidaría en la medida en que se moderen las negociaciones salariales, las cuales no parecen corresponder a las condiciones de holgura que prevalecen en el mercado laboral.
- (d) Al evaluar las perspectivas del subíndice de los servicios de la vivienda, conviene separar dos efectos que están operando simultáneamente. Por un lado, recientemente se han presentado ciertas presiones al alza ante los incrementos observados en los costos de la construcción residencial, propiciadas por mayores precios de los productos metálicos, alambre, varilla, cemento y concreto premezclado. Por otro, es previsible que este subíndice continúe mostrando la tendencia de los últimos años de moderación de las rentas, en respuesta a la mayor oferta de casas-habitación (con un acceso creciente al financiamiento). Esta última tendencia ejemplifica fielmente cómo los cambios estructurales de la economía pueden tener efectos muy benéficos sobre la inflación. En este caso, el efecto positivo del cambio estructural se deriva de la combinación de las diferentes reformas financieras implementadas, las cuales han dado mayor certidumbre y competitividad al sector, aunadas a la percepción que la economía opera en un equilibrio inflacionario bajo y estable.

Resumen

(e) Por lo que toca a la inflación no subyacente, la volatilidad de la inflación de los diferentes subíndices que la componen, así como lo imprevisible de las perturbaciones que la afectan, hacen muy difícil una evaluación de sus perspectivas en los siguientes meses. Sin embargo, deben resaltarse, entre otros, dos factores que podrían contraponerse. Por un lado, han comenzado a revertirse los efectos de los choques a los precios de los productos pecuarios, ante la liberalización de la importación de diversos productos cárnicos de los Estados Unidos. Por otro lado, en virtud de la recuperación económica mundial podrían prolongarse las presiones sobre las cotizaciones internacionales de los energéticos y, por tanto, sobre los precios internos de aquéllos bienes que utilizan dichas cotizaciones como referencia. Con todo, se anticipa que la inflación no subyacente anual vaya cediendo gradualmente en los siguientes meses.

Cuando la inflación está sujeta al tipo de perturbaciones como las registradas en los primeros meses del año, se torna necesario hacer una evaluación más detallada de sus principales componentes. En este sentido, la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable por un periodo prolongado. Este comportamiento se deriva del contrapeso entre dos tendencias antagónicas: por un lado, recientemente el componente de alimentos de la inflación subyacente de mercancías ha registrado presiones que reflejan la inflación internacional de diversas materias primas alimenticias; por otro, la inflación subyacente de servicios continúa mostrando una tendencia de reducción. El efecto combinado de estas tendencias ha sido la mencionada estabilidad de la inflación subyacente total. En el caso en que la inflación en los precios internacionales de las materias primas comenzara a ceder de manera generalizada, sería probable que la tendencia de reducción de la inflación

subyacente de servicios empezara a dominar el comportamiento de la subyacente total.

Cuando la economía enfrenta perturbaciones de oferta, como las registradas en 2002 cuando las tarifas eléctricas tuvieron un marcado incremento, el uso de la inflación subyacente cobra mayor relevancia como guía de las presiones inflacionarias de mediano plazo. Esta excluye las variaciones extremas de precios relativos, las cuales deberían traducirse únicamente en perturbaciones temporales en la tasa de inflación, esto es, no deberían alterar la tendencia de mediano plazo de esta última. Así, la inflación subyacente es de utilidad para analizar la tendencia más representativa de la inflación general en relación a su objetivo.

En este sentido, destaca que la inflación subyacente fue 3.52 por ciento al cierre del trimestre y que mostró una ligera tendencia a la baja en dicho lapso. No obstante, debe reiterarse que la convergencia de la inflación subyacente hacia la meta de 3 por ciento establecida para la inflación general está procediendo de forma relativamente lenta.

Antes de proceder a evaluar algunos de los riesgos más importantes a los que se considera está sujeto el escenario macroeconómico descrito, conviene hacer algunos comentarios sobre el mismo. Al respecto, es importante resaltar que dicho escenario refleja en gran medida el que la economía de nuestro principal socio comercial se está introduciendo con mayor vigor a la fase de recuperación de su ciclo económico, lo que resulta en una mayor demanda por nuestras exportaciones.

No obstante, el escenario no avizora la reactivación de las fuentes internas de crecimiento que pudieran traducirse en una recuperación vigorosa de la inversión. De hecho, las estimaciones de crecimiento y de generación de empleos distan de ser las necesarias para combatir con eficacia la pobreza y otros rezagos sociales.

Por supuesto, para materializar el potencial de crecimiento de la economía, es necesario elevar

su capacidad de competir. A su vez, como se ha reiterado en varias ocasiones, para ello es indispensable avanzar en el cambio estructural de la economía.

Con todo, el escenario macroeconómico previsto está sujeto a diversos factores de incertidumbre. En lo que toca a los de origen externo, siguen estando presentes aquéllos que se han discutido en Informes previos y que se desprenden de la posibilidad de que se presente una corrección desordenada de los déficit fiscal y de cuenta corriente de los Estados Unidos. No obstante, en virtud de la evolución reciente de dicha economía, es poco probable que en el corto plazo se materialice un escenario de esta naturaleza.

Por el contrario, ante la consolidación de la recuperación de la economía global y, en particular, la estadounidense, es previsible que las condiciones monetarias externas comiencen a reflejar mayor astringencia a través de incrementos en las tasas de interés internacionales. Esto podría ocasionar una fuerte contracción en la demanda por instrumentos de deuda de mercados emergentes, lo cual encarecería su acceso al financiamiento, tanto externo como interno.

En cuanto a los riesgos que podrían surgir en el ámbito interno destacan los asociados a la convergencia de la inflación con su meta puntual.

- (a) El proceso desinflacionario se podría ver obstaculizado por la presencia de nuevas perturbaciones de oferta, o bien, por una mayor contaminación de los choques registrados en los primeros meses del año sobre la determinación de los precios en la economía. Esto último también podría suceder de no atenuarse de forma generalizada el alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas.
- (b) En cuanto a los riesgos de mediano y largo plazos, destaca la continua vulnerabilidad del panorama inflacionario ante las

posibles revisiones de los precios y tarifas de los bienes y servicios administrados y concertados. En la medida en que éstos se aparten de sus costos de oportunidad y de las condiciones de mercado prevalecientes, se mantendrá un riesgo latente para la consolidación del proceso desinflacionario.

En este sentido, por lo que se refiere a los choques de oferta que afectaron el proceso desinflacionario durante el primer trimestre del año, el Banco de México vigilará estrechamente la evolución de las presiones inflacionarias que de ellos pudieran surgir y, en su caso, actuará de manera oportuna para propiciar que la inflación converja hacia su objetivo. A su vez, el Instituto Central se mantendrá atento para detectar oportunamente las presiones inflacionarias potenciales que pudieran derivarse del mayor vigor de la demanda agregada y, en su caso, también actuaría en consecuencia.

El diagnóstico sobre los principales retos que enfrenta el proceso de reducción permanente de la inflación, en particular por lo que toca a la determinación de los precios y tarifas de los bienes y servicios administrados y concertados, pone de manifiesto la necesidad de avanzar en el cambio estructural que requiere el país. A manera de ejemplo, si avanzaran las reformas energéticas y fiscal, se propiciaría que los precios de la mayoría de estos bienes y servicios reflejaran sus costos de oportunidad y que, en general, su determinación no estuviera sujeta a otro tipo de consideraciones, como la necesidad de recaudar.

Además, dichas reformas, al elevar la rentabilidad de los proyectos, contribuirían a incrementar significativamente la inversión en sectores estratégicos, lo que permitiría estimular la productividad de los factores de la producción, elevando el potencial de crecimiento de la economía y fortaleciendo el esfuerzo de combate a la inflación. Todo ello se traduciría en un mayor margen de maniobra para fortalecer el combate a los rezagos

Resumen

sociales y en mayores y mejores oportunidades de empleos.

En suma, crear consensos para avanzar en las reformas pendientes contribuiría a capitalizar plenamente las reformas realizadas anteriormente, elevaría de manera significativa la competitividad de las empresas y la rentabilidad de los proyectos productivos y coadyuvaría a traducir la actual coyuntura internacional de crecimiento en mayores beneficios para los mexicanos.

Por tanto, como en otras ocasiones, el Banco de México reitera la conveniencia de alcanzar los acuerdos para la instrumentación del cambio estructural y el fortalecimiento institucional que requiere el país.