

## Informe sobre la Inflación

*Enero - Marzo 2003*

# Resumen

La evolución de la inflación y de sus principales determinantes durante el primer trimestre de 2003, así como el desempeño que se espera de éstos a lo largo del resto del año, son en lo general compatibles con la convergencia al cierre de diciembre con una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento, con un intervalo de variabilidad de más/menos uno por ciento. En particular, se aprecia que las condiciones financieras actuales, una recuperación de la economía más débil que la esperada al inicio del año y la intensificación preventiva de la restricción monetaria, previsiblemente conseguirán contener las presiones inflacionarias. No obstante, por razones tanto de índole externa como interna prevalece un inusual grado de incertidumbre.

### *Evolución Reciente de la Inflación*

La trayectoria de los precios durante el primer trimestre de 2003 resultó, en términos generales, acorde con lo pronosticado en el anterior Informe sobre la Inflación. Al respecto, la inflación anual general (5.64 por ciento en marzo) se ubicó en un nivel ligeramente inferior al de diciembre anterior (5.70 por ciento) y la inflación anual subyacente continuó disminuyendo (de 3.77 en diciembre de 2002 a 3.53 por ciento en marzo de 2003). La diferencia en el comportamiento de estos dos índices de precios se explica por el crecimiento de los precios de los productos agropecuarios.

La reducción que registró la inflación anual subyacente en el periodo enero-marzo de 2003 fue consecuencia de la baja que mostró la del rubro de los servicios. Por otra parte, la

inflación anual subyacente de las mercancías se sostuvo a un ritmo similar al del trimestre anterior, aún cuando el tipo de cambio tuvo una depreciación significativa.

### *Principales Determinantes de la Inflación*

En el primer trimestre de 2003 la economía mexicana se vio afectada de manera adversa por un entorno internacional particularmente complejo.

El precio promedio del crudo WTI se ubicó en 34.32 dólares por barril, 6 dólares por encima de los 28.35 dólares registrados en el cuarto trimestre de 2002.

La economía de los Estados Unidos, que había mostrado señales de recuperación hacia mediados del año anterior, volvió a debilitarse, sin que ello fuese compensado por un crecimiento significativo en el resto del mundo. Además, los principales mercados financieros internacionales se vieron influidos por resultados mediocres de las empresas, reducciones de los precios de las acciones y quebrantos en las carteras de los inversionistas. Así, en los países industrializados tuvo lugar una disminución en los índices de confianza de los consumidores y de las empresas y, en general, prevaleció un ambiente poco propicio para la reactivación de la demanda.

\*\*\*

La mayoría de los indicadores sobre la evolución del sector real apunta a que en los primeros tres meses del año el crecimiento de la economía mexicana fue débil. En el último trimestre de 2002 la expansión de la economía se estancó debido a la falta de vigor del gasto privado en consumo e inversión, y a la

## Resumen

atenuación del ritmo de aumento de las exportaciones. En las cifras hasta ahora disponibles, se percibe todavía la falta de fuerza en el gasto de las familias, de las empresas y de los mercados del exterior.

Debido a la modesta mejoría de los indicadores de la producción industrial, a la caída en el intercambio de bienes y servicios provocada por el entorno externo adverso, y a una expansión poco vigorosa del consumo y de la inversión del sector privado, se estima que en el primer trimestre del año el crecimiento anual del PIB real haya sido de 2.6 por ciento.

Una expansión poco robusta de la demanda tuvo como contrapartida condiciones de mayor holgura en el mercado laboral.

Los distintos indicadores de empleo continuaron mostrando signos de debilidad durante el trimestre enero-marzo de 2003. Al término de marzo, el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) disminuyó en 18,283 respecto al observado al cierre de 2002.

El aumento promedio de los salarios nominales contractuales resultó en el primer trimestre de 2003 de 5.1 por ciento. Así, la brecha promedio entre los incrementos de los salarios contractuales y la inflación esperada para los siguientes doce meses se situó durante el periodo de referencia en 0.69 por ciento.

La productividad registró en enero una variación anual negativa en el sector comercio, pero continuó siendo positiva en la industria manufacturera y en la industria maquiladora. Por otra parte, los costos unitarios de la mano de obra mostraron variaciones anuales positivas en la industria maquiladora y en el sector comercio, y negativas en la industria manufacturera.

La falta de creación de empleos puede atribuirse a la debilidad de la economía y a lo elevado de las revisiones salariales, aun cuando éstas se han moderado.

\*\*\*

La inflación anual de los bienes y servicios con precios concertados disminuyó notablemente, mientras que la del subíndice de los

administrados tuvo una reducción moderada. Esto último fue resultado del alza que experimentaron los precios de la gasolina de bajo octanaje en las ciudades de la frontera norte y del gas doméstico.

Finalmente, la inflación anual de los productos agropecuarios aumentó significativamente debido a dos factores: una reducción menos pronunciada en los precios del componente de frutas y verduras que la observada en el mismo trimestre del año pasado, y un incremento de los precios de la carne y del huevo.

### ***La Política Monetaria Durante el Primer Trimestre de 2003***

#### *Acciones de Política Monetaria*

En los primeros tres meses del presente año la Junta de Gobierno del Banco de México, incrementó el “corto” de 475 a 700 millones de pesos, intensificando así la restricción monetaria. Los tres aumentos del “corto” en el periodo se sumaron a las dos acciones en el mismo sentido que se tomaron en el segundo semestre del año anterior.

Las últimas cinco medidas de política monetaria acordadas han estado fundamentalmente enfocadas a inducir una inflexión a la baja de las expectativas inflacionarias del público, y a generar condiciones monetarias conducentes a que la inflación de los precios al consumidor converja de manera sostenible hacia la meta a lo largo de 2003.

En su momento los mercados financieros internos reaccionaron de manera congruente con la intensificación de la restricción monetaria. Así, las tasas de interés internas aumentaron en los días subsecuentes a las acciones de política monetaria adoptadas el 10 de enero, 7 de febrero y 28 de marzo. Cabe señalar que durante el primer trimestre las tasas de “fondeo” bancario y gubernamental aumentaron 67 y 53 puntos base, respectivamente. Asimismo, las tasas de interés de los Cetes a 28 y a 91 días tuvieron alzas respectivas de 55 y 120 puntos base.

Estos incrementos contrastaron con el bajo nivel y estabilidad de las tasas nominales en dólares en los Estados Unidos, así como con la reducción que registró el rendimiento total de los bonos soberanos de México colocados en el exterior. Además, el incremento que mostró en México el rendimiento real de los instrumentos financieros ocurrió en un entorno en el cual las tasas reales de los activos de corto plazo en los Estados Unidos fueron negativas.

En cuanto a la instrumentación de la política monetaria, se anunciaron dos importantes medidas:

- (a) La constitución de un depósito de regulación monetaria en el Banco de México por parte de las instituciones de crédito por 30 mil millones de pesos.
- (b) La sustitución, a partir del 10 de abril, del régimen de saldos acumulados en las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a la banca por uno de saldos diarios. Esta modificación se adoptó por dos razones principales. En primer lugar, en virtud de que se han reducido las ventajas de contar con un esquema que permita compensar saldos positivos y negativos dentro del periodo de medición de los saldos acumulados. Ello tiene su origen, fundamentalmente, en la adopción de algunas mejoras operativas que han permitido realizar una programación financiera más precisa. En segundo lugar, porque es un mecanismo más transparente.

Es importante reiterar que ninguna de las medidas anteriores modifica la liquidez del sistema, por lo que no implican un cambio en la postura de la política monetaria.

#### *Agregados Monetarios y Crediticios*

La evolución de los agregados monetarios y crediticios no sugiere la presencia de presiones de demanda agregada que pudieran constituir un obstáculo para el abatimiento de la inflación.

La variación anual que mostró el saldo de la base monetaria en el primer trimestre de 2003 fue en promedio de 16 por ciento, resultado muy similar al anticipado en el pronóstico

mensual publicado en el Programa Monetario (16.2 por ciento).

En el primer trimestre de 2003 el saldo de los activos internacionales netos del Banco de México aumentó 3,281 millones de dólares, terminando marzo en 54,003 millones.

Dado el nivel que ha alcanzado el saldo de las reservas internacionales y el ritmo esperado de acumulación adicional para el resto del presente año, la Comisión de Cambios decidió poner en operación un mecanismo para reducir la velocidad de acumulación de reservas internacionales. Consecuentemente, se canalizará al mercado una fracción de los flujos de divisas que podrían potencialmente acrecentar las reservas.

La expansión del crédito vigente otorgado por la banca comercial al sector privado se ha moderado. Dicha evolución resultó congruente con la debilidad que han presentado en los últimos meses el consumo y la producción industrial.

El crédito vigente otorgado por la banca comercial a las empresas se ha concentrado en el sector servicios, particularmente en el sector comercio. Así, a febrero de 2003 este último recibió un flujo anual de 13.5 miles de millones de pesos, equivalente a 56 por ciento del total de los recursos canalizados a las empresas

#### *Perspectivas del Sector Privado para 2003<sup>1</sup>*

En el transcurso del trimestre enero-marzo, los analistas del sector privado modificaron sus estimaciones para 2003 relativas a la economía mexicana en el siguiente sentido: un menor crecimiento del PIB real (de 3.2 por ciento en diciembre de 2002 a 2.5 por ciento en marzo de 2003), una inflación anual general más elevada al cierre del año (de 4.21 por ciento en diciembre de 2002 a 4.38 por ciento en marzo de 2003), y una inflación subyacente anual mayor (de 3.48 por ciento en diciembre de 2002 a 3.74 por ciento en marzo de 2003). Por

---

<sup>1</sup> Pronósticos obtenidos de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba mensualmente el Banco de México.

## Resumen

otra parte, las expectativas sobre el tipo de cambio al cierre de 2003 fueron revisadas al alza (de 10.51 pesos por dólar en diciembre de 2002 a 10.88 pesos en marzo de 2003).

### **Balance de Riesgos**

La evolución de la economía mexicana en el primer trimestre de 2003 fue determinada en lo principal por la influencia de dos factores: la fragilidad que continuó mostrando la recuperación económica de los Estados Unidos y la lenta expansión de la demanda interna, en particular del sector privado.

Las perspectivas menos optimistas en cuanto al crecimiento de la economía de los Estados Unidos llevaron a la revisión de los supuestos en que se sustenta el escenario base del análisis del Banco de México. En particular, la estimación sobre el crecimiento anual promedio del PIB de los Estados Unidos disminuyó de 2.7 a 2.3 por ciento. Por ello, se revisó el ejercicio de pronóstico para 2003 de las principales variables macroeconómicas. Los resultados más importantes se detallan a continuación.

**Crecimiento Económico:** El pronóstico sobre el crecimiento anual promedio del PIB real en 2003 se modificó a la baja, de 3 a 2.4 por ciento.

**Empleo:** Debido a la disminución que se ha hecho al pronóstico de crecimiento del PIB, se anticipa que entre el final de 2002 y diciembre de 2003 se generarán en el sector formal de la economía alrededor de 250 mil empleos.

**Cuenta Corriente:** En cuanto al nivel en el que cerrará el déficit de la cuenta corriente, medido como proporción del PIB, se estima que se mantenga alrededor de 3 por ciento.

**Inflación:** Es previsible que, en ausencia de incrementos imprevistos de los subíndices no subyacentes en lo que resta del año, la inflación general muestre una tendencia a la convergencia tanto hacia la inflación subyacente como hacia la meta establecida para el cierre del año.

El escenario base descrito se encuentra sujeto a un muy alto grado de incertidumbre, por causas

de índole tanto externa como interna. Entre los riesgos de carácter externo destaca la fragilidad de la reactivación de la economía estadounidense, la cual podría incluso resultar más débil de lo que se anticipa. Ello en virtud de la prolongación de la incertidumbre geopolítica debido a la permanencia, e incluso recrudescimiento, del peligro de terrorismo y a la ampliación de las tensiones bélicas hacia otros países; a la persistencia de precios elevados del petróleo; y a una mayor pérdida de confianza de los consumidores que conlleve una reducción de su gasto.

El escenario base también podría verse alterado por perturbaciones de índole interna. Entre éstas, las que tendrían una incidencia directa sobre la inflación son las siguientes:

- (a) Un incremento imprevisto de las cotizaciones de los bienes y servicios con precios administrados y concertados incongruente con el objetivo de inflación; y
- (b) Una interrupción de la trayectoria descendente de la inflación subyacente de los servicios por la moderación insuficiente de los incrementos de los salarios.

Por otra parte, existe el riesgo de que la recuperación de la economía de México sea menos vigorosa que la esperada y que el mercado laboral continúe estancado.

En el mediano plazo, es probable que el crecimiento global sea menos robusto que el observado en la década anterior. Esto obligará a modificar las bases sobre las que se ha fincado el desarrollo de México en los últimos años, fortaleciendo las fuentes internas de crecimiento. Para ello será necesario elevar la competitividad de la economía, lo que a su vez depende del robustecimiento del marco macroeconómico y del avance en las reformas estructurales, que lleven a una mayor eficacia institucional y a una mayor eficiencia y flexibilidad de la economía.

El balance de los riesgos externos e internos que pueden afectar el escenario base es mixto. Existe un sesgo hacia una mayor debilidad en

## BANCO DE MÉXICO

la economía mundial, lo cual tendería a reducir las presiones inflacionarias de mediano plazo. Sin embargo, las expectativas de inflación que mantienen los analistas privados y las implícitas en los salarios contractuales se encuentran por arriba de la meta de inflación para este año. Como ya se señaló, los aumentos que se han otorgado a los salarios no corresponden a las condiciones prevalecientes en el mercado laboral. Lo elevado de las revisiones salariales, aún cuando se han

moderado, ha inhibido la creación de empleos y el descenso más rápido de la inflación.

Por tanto, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará evaluando el desenvolvimiento de las distintas variables susceptibles de afectar el curso de la inflación, a fin de aplicar de manera oportuna las acciones de política monetaria que sean necesarias para alcanzar el objetivo de inflación propuesto.