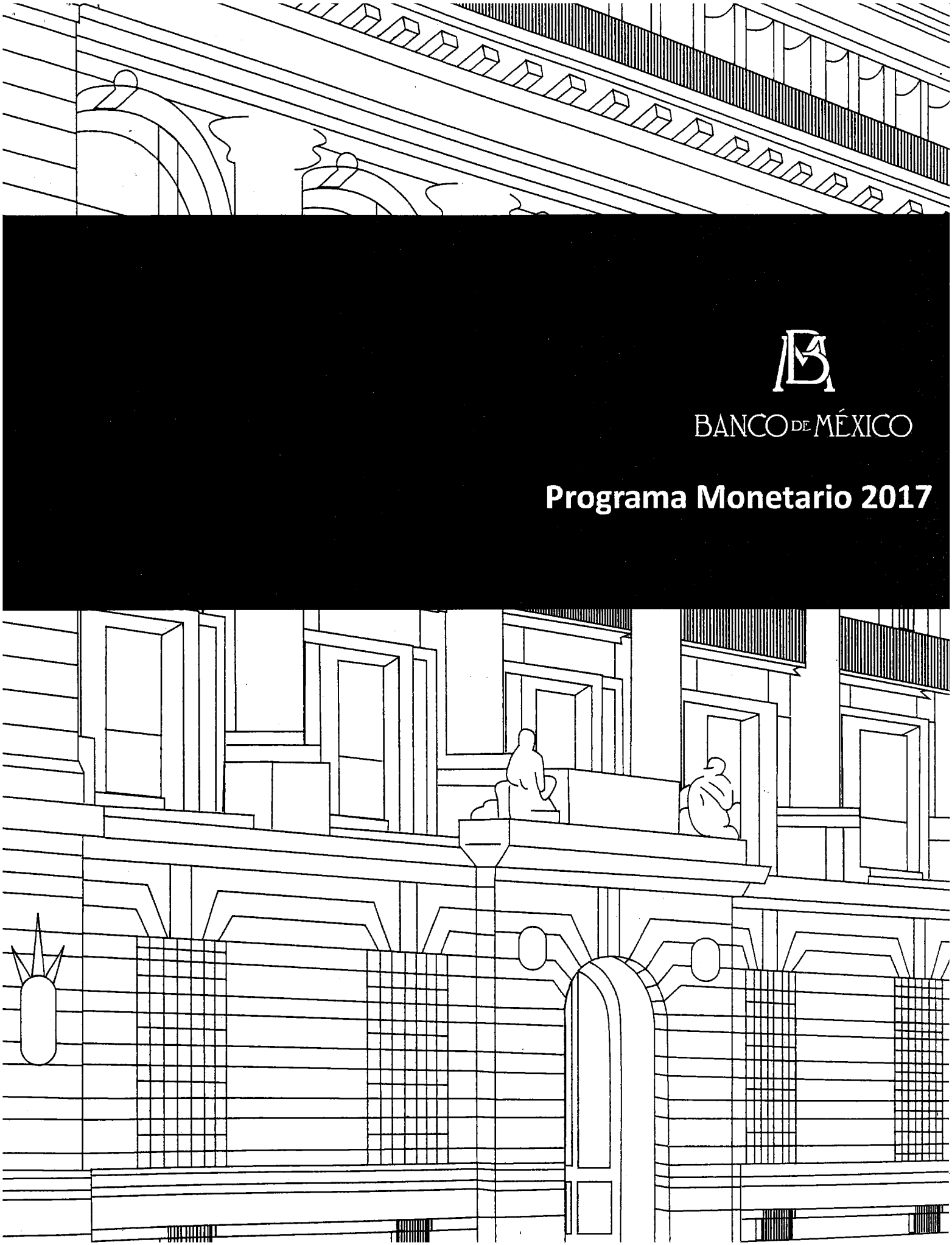
BANCO DE MÉXICO

Programa Monetario 2017



JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

Subgobernadores

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

MANUEL RAMOS FRANCIA

1. Programa Monetario para 2017

El Artículo 51 de la Ley del Banco de México establece que cada año en el mes de enero el Banco Central deberá enviar al Ejecutivo Federal y al H. Congreso de la Unión una exposición de los lineamientos a seguir en cuanto a la conducción de la política monetaria para el año correspondiente. En cumplimiento con dicha normatividad, a continuación se presentan los criterios para la conducción de la política monetaria durante 2017.

Como lo establecen la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos y la Ley del Banco de México, el objetivo prioritario de este Instituto Central es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Para dar cumplimiento a dicho objetivo, este Banco Central adoptó en 2001 un régimen de objetivos de inflación como marco para conducir la política monetaria, planteando en 2002 como objetivo de mediano plazo alcanzar y mantener una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento.[1]

Considerando que existe una amplia gama de factores que no están dentro del control de la autoridad monetaria y que en el corto plazo pueden incidir sobre el comportamiento de la inflación, el Banco de México ha definido un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo de inflación de 3 por ciento. Este intervalo trata de capturar la volatilidad de la inflación medida que puede resultar de variaciones en precios relativos, siendo su impacto por lo general transitorio.

Procurar el cumplimiento de su mandato constitucional representa la mejor contribución que el Banco de México puede hacer al bienestar de la sociedad, ya que permite generar un entorno de estabilidad de precios y evitar los costos económicos y sociales asociados con una inflación alta y volátil, dentro de los cuales destacan:

1. La inflación es un impuesto que afecta más a los hogares de menores ingresos; es decir, es un impuesto regresivo. Lo anterior, dado que estas familias mantienen una mayor proporción de su ingreso en efectivo, por lo que su poder de compra se ve erosionado directamente por la inflación. Adicionalmente, la inflación también reduce el poder de compra de las pensiones y otras obligaciones contractuales.

2. En un entorno de inflación alta y volátil, las familias y las empresas enfrentan un mayor grado de incertidumbre para la toma de decisiones, al dificultarse la extracción de señales a partir del comportamiento observado de los precios. Esto a su vez puede conducir a una asignación ineficiente de los recursos.

3. Una elevada y volátil inflación reduce los horizontes de planeación de los agentes económicos, desalentando la inversión y el ahorro de largo

[1] Ver el Informe sobre la Inflación Abril-Junio de 2002.

plazo. Esto último puede desincentivar la generación de proyectos de alto rendimiento social y reduce el crecimiento potencial de la economía.

En relación con los puntos anteriores, ha sido ampliamente probado que proveer de un entorno de inflación baja y estable es la mejor manera en que el Banco Central puede contribuir al crecimiento económico. Ello es posible dado que en dicho entorno los agentes económicos no se ven en la necesidad de hacer ajustes frecuentes e irregulares de precios, por lo que enfrentan menor incertidumbre acerca de su comportamiento y, por ende, pueden tomar mejores decisiones, permitiendo asignar mayores recursos a actividades que son más productivas. Adicionalmente, en un ambiente de estabilidad de precios, los horizontes de planeación de los agentes económicos se amplían, lo que influye positivamente en sus decisiones de inversión, consumo de bienes durables y ahorro. Ello a su vez repercute favorablemente en el dinamismo de la actividad económica.

Al considerar los diversos costos y distorsiones que un entorno de inflación alta y volátil genera, queda manifiesta la relevancia del mandato del Banco Central para contribuir al crecimiento económico y al bienestar de la población. En efecto, conforme se avanza en la generación de un entorno de inflación baja y estable, los costos antes descritos tienden a disminuir, forjando condiciones propicias para la realización de actividades productivas. Es importante enfatizar que, a pesar de que la estabilidad de precios es una condición necesaria para el crecimiento económico, ésta no es suficiente. Para esto último se requiere, además, una estructura de incentivos que promueva la productividad y competitividad de la economía desde un punto de vista microeconómico, así como finanzas públicas sanas y sostenibles.

Como se mencionó, la conducción de la política monetaria en México se realiza a través de un esquema de objetivos de inflación. Este esquema establece la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria, definiendo para ello un objetivo específico de inflación de mediano y/o largo plazo. En este contexto, es de gran relevancia la aplicación de la política monetaria en un marco de transparencia, y sustentada en una estrategia de comunicación respecto de los objetivos, planes y decisiones de la autoridad monetaria, como ha sido el caso en México. En particular, para la toma de decisiones, el Banco Central lleva a cabo un análisis detallado de los determinantes de la inflación, con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios. Ello es de gran relevancia ya que en caso de enfrentar presiones inflacionarias provenientes de la demanda agregada, el Banco Central actuaría para contrarrestar dichas presiones. Cuando el aumento en la inflación resulta de cambios en precios relativos, no es recomendable que la autoridad monetaria intente contrarrestar en el muy corto plazo dichas presiones induciendo reducciones en otros precios a través de incrementos en tasas, dados los costos de dicha estrategia y considerando que el impacto en la inflación de estos choques tiende a ser transitorio. No obstante, de considerar que se podrían contaminar las expectativas de inflación o el proceso de determinación de precios de la economía, la política monetaria debe restringirse para evitar que dicho efecto se materialice. El que dichas respuestas por parte de la autoridad monetaria sean adecuadamente anticipadas por los agentes económicos contribuye, a su vez, a mantener ancladas las expectativas de inflación. En este sentido, una clara comunicación con el público sobre los principales determinantes de la inflación es un factor fundamental para mantener

las expectativas de inflación ancladas y consecuentemente para poder alcanzar la meta inflacionaria propuesta. Así, bajo el esquema de objetivos de inflación, la política monetaria opera también a través de su influencia en las expectativas de inflación. Es decir, cuando el Banco Central goza de credibilidad, los agentes económicos tienen la certidumbre de que este Instituto Central ajustará su postura monetaria para evitar la contaminación de las expectativas de inflación y, por ende, la evolución de esta última.

El Banco de México utiliza como su principal instrumento de política monetaria la tasa de interés interbancaria a un día, cuyas variaciones inciden en la inflación. En este sentido, conviene señalar que la postura de política monetaria se refiere a la relación que guarda esta tasa objetivo respecto a la tasa de interés neutral nominal. Esta última define el nivel de la tasa de interés de corto plazo que es congruente con una actividad económica cercana a su nivel potencial en un entorno de inflación estable. En particular, si la tasa objetivo igualara su nivel neutral, la autoridad monetaria no estaría ni estimulando ni restringiendo la actividad económica, ejerciendo por tanto una influencia neutral sobre el crecimiento de los precios. Por su parte, si la tasa objetivo se encontrara por encima (o debajo) del nivel neutral, la política monetaria sería restrictiva (o acomodaticia), por lo que presionaría la actividad económica y la inflación hacia la baja (o al alza) a través de los distintos canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria. No obstante su importancia, el uso de la tasa neutral como indicador de referencia para la conducción de la política monetaria es complejo debido a que esta tasa no es directamente observable y debe inferirse a través de métodos cuantitativos que están sujetos a incertidumbre estadística, además de que varía en el tiempo debido a cambios en factores económicos, tanto transitorios que afectan su medición en el corto plazo, como estructurales, que la afectan en el largo plazo.[2]

En particular, la postura de política monetaria incide sobre la demanda y oferta agregadas y, a su vez, sobre la inflación, a través de diversos canales, los cuales constituyen el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Estos son: i) el canal de tasas de interés; ii) el canal de crédito; iii) el canal de precios de otros activos; iv) canal de tipo de cambio; y v) el canal de expectativas de inflación.[3] De esta manera, cuando el banco central ajusta su tasa objetivo, distintas variables se ven afectadas, tales como las expectativas de inflación de los agentes económicos, las tasas de interés a distintos plazos, el crédito, los precios de los activos, la cotización de la divisa nacional frente a otras y, así, el comportamiento de la actividad económica. Posteriormente, los cambios en estas variables influyen a su vez en la evolución de la inflación.

A este respecto, en los últimos años, el Banco de México ha documentado diversos hechos estilizados que sugieren cambios en la importancia relativa de los referidos canales de transmisión. En particular, se ha encontrado que la dinámica de estas variables ante cambios en la postura monetaria se ha agilizado, principalmente por un fortalecimiento del canal de expectativas. El hecho de que los agentes anticipen

[2] Para mayores detalles sobre el nivel de la tasa neutral de corto plazo en el corto y en el largo plazo ver el Recuadro: "Consideraciones sobre la Evolución de la Tasa de Interés Neutral en México", publicado en el Informe Trimestral Julio-Septiembre de 2016.

[3] Para una explicación detallada de los principales canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria, ver el Programa Monetario para 2013.

de mejor manera la respuesta de política monetaria, a través de las expectativas, tiende a hacer necesaria una respuesta menos intensa y con menor duración por parte de la autoridad monetaria. Así, estos cambios pueden haber redundado en una mayor efectividad de las acciones de política monetaria.[4] No obstante lo anterior, cabe señalar que las acciones del banco central influyen en el proceso de formación de precios a través de los canales descritos con ciertos rezagos; es decir, transcurre cierto tiempo para que se observe el efecto máximo de un cambio en la tasa de interés de referencia sobre la inflación (el cual se estima es de entre 4 y 5 trimestres). Tomando en cuenta los canales del mecanismo de transmisión y el mencionado rezago con el que las acciones de política monetaria inciden sobre la economía, el Banco Central toma sus decisiones a partir de una evaluación cuidadosa y detallada de la coyuntura económica y de las condiciones monetarias y financieras prevalecientes, así como las perspectivas de las mismas, y el impacto que tendrían en la inflación en el futuro.

Los esfuerzos que ha realizado el Banco de México para lograr obtener un entorno de inflación baja y estable en México han contribuido a que se observe una reducción en el nivel, volatilidad y persistencia de la inflación, y al anclaje de las expectativas de inflación en niveles cercanos a la meta. Lo anterior, en un entorno en el que se ha observado una reducción en el traspaso de cambios en precios relativos y, en especial, de fluctuaciones cambiarias a los precios de los bienes y servicios.[5] De esta forma, la inflación alcanzó en mayo de 2015 la meta permanente de 3 por ciento y permaneció por debajo de ella por diecisiete meses consecutivos, hasta septiembre de 2016.

No obstante lo anterior, durante 2016 la economía mexicana enfrentó una coyuntura que fue complicándose a lo largo del año. En el ámbito interno destacó la ausencia de presiones significativas provenientes de la demanda agregada sobre el nivel general de precios, dado un moderado crecimiento de la actividad económica. Sin embargo, en el ámbito externo, a lo largo del año prevaleció un entorno de elevada volatilidad como consecuencia de la incertidumbre relacionada con el proceso de normalización de la postura monetaria en Estados Unidos, así como por diversos factores geopolíticos, destacando el proceso electoral llevado a cabo en dicho país y su desenlace. Ello ha provocado un ajuste de portafolios en los mercados financieros internacionales, que a su vez ha impactado de manera importante a los nacionales, lo que ha dado lugar a que los precios de los activos caigan y registren una elevada volatilidad. Este entorno externo tuvo un mayor efecto sobre los mercados en el último trimestre, dada la relevancia que los resultados del proceso electoral en Estados Unidos pueden tener para nuestro país. En particular, al cierre del año la cotización de la moneda nacional mostró una significativa depreciación y las tasas de interés registraron incrementos en todos sus plazos. Dichos incrementos han sido mayores que los correspondientes en Estados Unidos, aumentando los diferenciales con dicho país.

---

[4] Para una explicación detallada de los principales cambios que han presentado los canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria, ver el recuadro "Cambios Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México", publicado en el Informe Trimestral Enero - Marzo 2016.

[5] Una explicación detallada de los logros estructurales que en materia de control de la inflación se han alcanzado en México se presenta en la primera sección del artículo Aguilar et. al. 2014 "Anclaje de las expectativas de inflación ante choques de oferta adversos" Documento de Trabajo del Banco de México No 2014-20.

El efecto que este entorno tuvo sobre el comportamiento del tipo de cambio propició que se observaran incrementos en la inflación subyacente, principalmente del subíndice de mercancías, como reflejo del gradual cambio en precios relativos inducido por su depreciación. Este desempeño, en combinación con los aumentos registrados a finales de año en la inflación no subyacente, resultado del impacto de los incrementos en algunos precios de productos agropecuarios y de las gasolinas en la frontera norte, propiciaron que a partir de octubre de 2016 la inflación general se haya ubicado ligeramente por encima de la meta de 3 por ciento. Este entorno podría haber puesto en riesgo el anclaje de las expectativas de inflación y con ello influir desfavorablemente en el comportamiento de la inflación. Ante ello, el Banco de México actuó durante el año de manera preventiva para que la inflación general se conservara alrededor de la meta y sus expectativas se mantuvieran ancladas. Así, a lo largo de 2016 el Banco de México incrementó en total 250 puntos base el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día.

Cabe señalar que el panorama que se espera para la economía nacional en 2017 es especialmente complejo, dada la incertidumbre concerniente a las políticas económicas que se podrían llegar a instrumentar en Estados Unidos. En particular, existe la posibilidad de que la nueva administración en ese país implemente políticas que obstaculicen el comercio y la inversión y que con ello pudiera llegar a afectarse estructuralmente la relación, tanto comercial como financiera, con nuestro principal socio comercial. Además, se estima que el nuevo gobierno de ese país llevará a cabo una política fiscal más expansiva, que presione a la inflación e induzca un proceso de normalización de la postura monetaria por parte la Reserva Federal más acelerado que lo previamente anticipado. A lo anterior habría que añadir que persisten diversos riesgos geopolíticos en el mundo, con posibles consecuencias en los mercados financieros internacionales.

Considerando el entorno antes descrito, y la integración económica y financiera de México con Estados Unidos, es natural y necesario que se presente una depreciación del tipo de cambio real, que ha sido el principal factor de ajuste y absorción de diversos choques que han afectado a la economía mexicana. Profundizando en lo anterior, es pertinente recordar que el tipo de cambio real es una de las principales y más eficientes variables de ajuste en una economía abierta, como la mexicana. En particular, ante la ocurrencia de choques que tiendan a afectar las cuentas externas del país, movimientos en el tipo de cambio real inducen cambios en los precios relativos de los bienes y servicios comerciables respecto a los no comerciables, lo que a su vez conduce a que la estructura del gasto y de la producción de la economía se modifiquen y, de esta forma, se puedan mitigar los efectos de estos choques sobre la actividad económica. Por ejemplo, si cierto choque externo implica menores fuentes de ingreso provenientes del exterior, al depreciarse el tipo de cambio real se genera un aumento en el precio relativo de los bienes comerciables respecto de los no comerciables. Esto induce un incremento en la producción y una disminución en el gasto de los bienes comerciables respecto a los no comerciables, lo que se constituye como el principal mecanismo de corrección de las cuentas externas del país. Dado que los precios no se mueven de inmediato en el corto plazo ante choques externos, el tipo de cambio nominal es la variable que se ajusta de manera inicial, y sólo después de cierto tiempo los precios relativos internos de los bienes comerciables respecto a los no comerciables se van modificando. Como ejemplo de lo anterior, en los últimos meses se ha observado en México una importante depreciación en el tipo de cambio real, así como un crecimiento en los precios de los bienes comerciables

respecto a los no comerciables. No obstante, y en congruencia con el mecanismo descrito anteriormente, el movimiento de los precios relativos de los bienes comerciables respecto de los no comerciables ha sido más gradual que el observado en el tipo de cambio real. Así, una depreciación del tipo de cambio real genera un efecto transitorio en la inflación medida anual, el cual puede perdurar por varios meses. En este contexto, la principal aportación del Banco de México, dado su mandato, es contribuir a que el cambio en precios relativos derivado de este proceso sea ordenado. En particular, a través de sus acciones de política monetaria, en caso necesario, este Instituto Central debe buscar evitar que dicho ajuste pudiera desanclar las expectativas de inflación, evitando que existan efectos de segundo orden que afecten adversamente el proceso de formación de precios de la economía.

Por otro lado, en 2017 la inflación medida también se verá afectada por el proceso gradual de liberalización de los precios de las gasolinas, el cual en el primer mes del año se ha reflejado en un incremento muy significativo de la inflación no subyacente y, por tanto, de la general. El alza de los precios de las gasolinas en enero se debió fundamentalmente al cuantioso incremento del precio internacional de las mismas, y de la abrupta depreciación del tipo de cambio resultado, como ya se dijo, de la incertidumbre introducida por el resultado electoral de Estados Unidos. Este fenómeno en principio debería generar un incremento transitorio en la inflación. Así, se estima que para 2017, tanto la inflación general, como la subyacente, registren niveles superiores a la meta de 3.0 por ciento. No obstante, se espera que para finales de 2017 ambos indicadores retomen una tendencia convergente al 3.0 por ciento, para alcanzar dicha cifra en 2018, a medida que se vayan desvaneciendo los efectos de los choques en precios relativos y las medidas de política monetaria implementadas durante 2016, y las que previsiblemente tomará el Banco durante el año, vayan surtiendo efecto.

Abundando sobre la liberalización de los precios de la gasolina a partir de 2017, se prevé que el alza de los referidos precios tenga un impacto temporal aunque notorio sobre la inflación de este año. No obstante, se anticipa que para el año siguiente se desvanezca dicho efecto. Si bien dicha liberalización tiene este efecto transitorio en la inflación, es importante mencionar que representa un avance para la consolidación de las finanzas públicas, ya que no es sostenible mantener precios públicos desalineados de su referencia internacional. En este sentido, una postura fiscal sólida contribuye a fortalecer el marco macroeconómico y coadyuva a reducir la percepción de riesgo en la economía, creándose un entorno propicio para el crecimiento. De esta forma, si bien dicha liberalización tiene un efecto adverso sobre la inflación en el corto plazo, sienta las bases, a través de una mayor sostenibilidad de las finanzas públicas, para que el proceso de formación de precios de la economía en el mediano plazo sea más congruente con la meta del Banco Central.

En respuesta a los choques descritos, las expectativas de inflación han aumentado, aunque de manera diferenciada entre plazos, destacando el incremento de las de corto plazo y en menor medida las de largo plazo, registrando estas últimas cifras moderadamente por arriba de 3 por ciento. No obstante lo anterior, dada la simultaneidad del entorno adverso antes descrito y los choques temporales mencionados, la política monetaria seguirá atenta a que en 2017 no se presenten efectos de segundo orden sobre la inflación y a que se mantengan ancladas las expectativas de mediano y largo plazo.

Adicionalmente, el Banco de México considera que, dados los rezagos con los que opera la política monetaria, tratar de contrarrestar en el muy corto plazo choques que afectan a la inflación de manera temporal con ajustes en la tasa de referencia sería ineficiente y costoso en términos de actividad económica. En este mismo sentido, los ajustes de política monetaria llevados a cabo de manera preventiva durante 2016, aunados a que no se anticipa que se presenten presiones inflacionarias derivadas de la demanda agregada, seguirán contribuyendo a que inflación retome una tendencia descendente a finales de 2017, convergiendo en 2018 a la meta del 3.0 por ciento. A lo anterior también coadyuvará la reciente firma del Acuerdo para el Fortalecimiento Económico y la Protección de la Economía Familiar suscrito por el Gobierno Federal, el cual tiene como uno de sus principales objetivos mantener la estabilidad de precios de la canasta básica, así como evitar alzas injustificadas de precios a través de distintos mecanismos.

En este contexto, durante 2017 la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, sin que ello signifique que se tenga un objetivo para este. También se mantendrá vigilante de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, sin descuidar la evolución de la brecha del producto. Esto, con el fin de estar en posibilidad de continuar tomando las medidas necesarias para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3.0 por ciento, con toda flexibilidad, en el momento y la magnitud en que las condiciones lo requieran.

Con sus acciones, el Banco de México procurará que el ajuste en precios relativos derivado de la depreciación del tipo de cambio real y de los choques mencionados, incluyendo los que se deriven del proceso de liberalización de los precios de las gasolinas, sea ordenado y que no se presenten efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios en la economía.

Finalmente, es importante destacar que, en conjunto con las medidas de consolidación fiscal puestas en marcha, este Instituto Central contribuirá a mantener la solidez del marco macroeconómico del país a través de procurar la estabilidad de precios. Adicionalmente, ante los riesgos que actualmente enfrenta la relación comercial de nuestro país con Estados Unidos y la incertidumbre que enfrentan los agentes económicos ante las posibles consecuencias que ello pudiera tener sobre la economía nacional, es imprescindible continuar con el fortalecimiento del marco macroeconómico, la adecuada y pronta implementación de las reformas estructurales, y con un esfuerzo de mejoras en la infraestructura, especialmente de comunicaciones y transporte. En conjunto, estas acciones permitirán incrementar la productividad del país y alcanzar una mejor asignación de recursos, así como impulsar un mayor crecimiento sostenible del mercado interno. Todo ello contribuirá a contrarrestar los efectos del entorno externo profundamente adverso que enfrenta la economía mexicana y coadyuvarán a lograr una mayor diversificación de los destinos de las exportaciones del país y de los países de origen de la inversión extranjera directa.