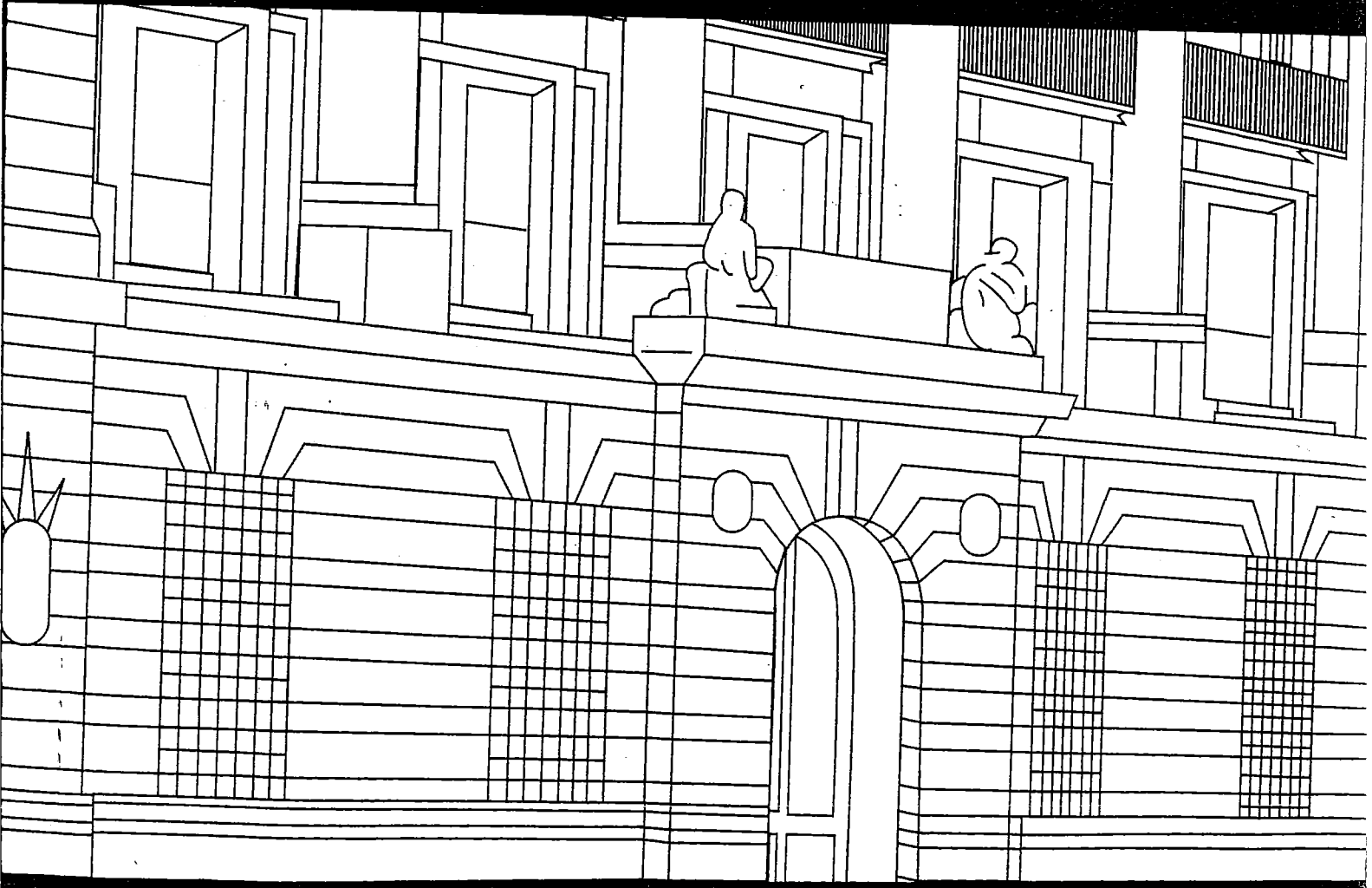


BANCO DE MÉXICO

Programa Monetario 2014



JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

Subgobernadores

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

MANUEL RAMOS FRANCIA

MANUEL SÁNCHEZ GONZÁLEZ

1. Programa Monetario para 2014

De acuerdo con el Artículo 51 de la Ley del Banco de México, en el mes de enero de cada año el Instituto Central debe enviar al Ejecutivo Federal y al Congreso una exposición de los lineamientos a seguir en lo referente a la conducción de la política monetaria para el año correspondiente. Para dar cumplimiento con esta normatividad, el presente Programa Monetario expone las directrices para la política monetaria durante 2014.

La Constitución y la Ley del Banco de México establecen que la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional es el objetivo prioritario del Instituto Central. Este mandato constitucional tiene como fundamento crear un ambiente de estabilidad de precios para evitar los costos económicos y sociales que genera un entorno de inflación alta y volátil.¹ Entre éstos destacan los siguientes:

1. La inflación puede considerarse como un impuesto regresivo. Es decir, afecta más a los que menos tienen.
2. En un ambiente de inflación elevada, los agentes económicos llevan a cabo ajustes de precios frecuentes e irregulares, lo que hace difícil la extracción de señales a partir de los precios relativos y conduce a una asignación ineficiente de recursos en la economía.
3. Una inflación alta y volátil propicia que los horizontes de planeación de los agentes económicos se reduzcan, lo que afecta de manera significativa sus decisiones que tienen alcance de largo plazo, entre las que destacan las de ahorro e inversión.

Considerando los costos de una inflación elevada, resulta claro que procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional no es un objetivo que vaya en contra del crecimiento económico. Por el contrario, cuando la inflación es baja y estable, dichos costos tienden a moderarse generando un entorno propicio para el crecimiento. Sin embargo, aun cuando la estabilidad de precios es conducente al crecimiento de la actividad económica, no es condición suficiente para alcanzar un crecimiento elevado y sostenido de la misma. Para esto último, además de estabilidad de precios, es necesario un arreglo institucional que ofrezca una estructura de incentivos que promueva mejoras en la productividad y competitividad de la economía.

Con el propósito de cumplir con su objetivo prioritario, el Banco de México utiliza un esquema de objetivos de inflación como marco para la conducción de la política monetaria. En específico, en congruencia con su mandato constitucional, el Instituto Central se ha impuesto como meta permanente alcanzar y preservar una inflación anual de 3 por ciento de manera eficiente, es decir, al menor costo posible para la sociedad en términos de actividad económica. En concordancia, considerando que hay una amplia gama de factores fuera del control de la

¹ Para una descripción más detallada de los principales costos de la inflación ver el Programa Monetario para 2013.

autoridad monetaria que en el corto plazo pueden incidir sobre la medición de la inflación, tales como variaciones de precios relativos, se ha establecido un intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de la meta antes referida. Ello como una forma de tomar en consideración la dificultad práctica sobre el cumplimiento puntual del objetivo referido.

Cabe recordar que las acciones de política monetaria inciden en la economía, y particularmente en el proceso de determinación de los precios de los bienes y servicios, con ciertos rezagos que son largos y variables. Es decir, estas acciones no tienen un efecto inmediato sobre la inflación. Es por ello que el Banco Central considera a las expectativas de inflación como una variable intermedia en la conducción de la política monetaria. Lo anterior obedece a que la inflación futura es afectada por estas expectativas, ya que los ajustes en precios que realizan los agentes económicos dependen, en gran medida, de la inflación que éstos esperan prevalezca en el futuro. Así, el Instituto Central podría ajustar la postura de política monetaria cuando perciba que dichas expectativas se alejan de manera significativa del objetivo de inflación de 3 por ciento.

Es importante mencionar que en el caso del Banco de México, como en el de muchos bancos centrales de economías avanzadas y emergentes, el principal instrumento de política monetaria es la tasa de interés interbancaria a un día. Así, el Instituto Central establece un objetivo para dicha tasa de interés, la que se conoce como tasa de referencia, y modifica las condiciones bajo las cuales abastece de liquidez al mercado de dinero con el propósito de que la tasa de interés en el mercado interbancario se ubique en el nivel que se ha planteado como objetivo.

Los ajustes que hace el Banco Central en la tasa de interés de referencia tienen un impacto sobre la economía a través de diferentes canales.² En primer término, dichos ajustes afectan variables como las tasas de interés a diferentes plazos, el crédito, los precios de los activos, el tipo de cambio y las expectativas de inflación de los agentes económicos. Posteriormente, los cambios en estas variables inciden, principalmente, sobre el gasto agregado de la economía y en última instancia sobre la inflación.

En lo referente a los resultados que se han obtenido con un régimen de objetivos de inflación en México, es importante subrayar que se ha avanzado considerablemente en la creación de un entorno de inflación baja y estable en los últimos años. Entre los logros estructurales en el control de la inflación destacan: i) la disminución del nivel, volatilidad y persistencia de la inflación; ii) la reducción del traspaso de ajustes en precios relativos y de fluctuaciones en el tipo de cambio a los precios al consumidor; iii) el anclaje de las expectativas de inflación; y iv) la considerable disminución de las primas por riesgo, en particular de la prima por riesgo inflacionario. En este sentido, en el caso de México, como en el de otros países, el esquema de objetivos de inflación ha probado ser un marco adecuado para cumplir de manera eficiente con el objetivo de estabilidad de precios. Es por ello que el Banco de México refrenda dicho esquema como el marco para la conducción de la política monetaria en 2014.

² Para una explicación detallada de los principales canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria ver el Programa Monetario para 2013.

Reconociendo los mencionados logros estructurales en el abatimiento de la inflación y de un entorno de mayor certidumbre en la economía mexicana, en marzo de 2013 la Junta de Gobierno del Banco de México decidió reducir en 50 puntos base el objetivo para la tasa de interés de referencia. Posteriormente, en un contexto de inflación baja y ante el debilitamiento de la actividad económica, el Banco Central implementó ajustes de 25 puntos base a la baja en la tasa de referencia en septiembre y en octubre de 2013, sin que ello pusiera en riesgo el control de la inflación. Es importante subrayar que dichos ajustes en la postura de política monetaria obedecieron, primordialmente, a factores internos y que pudieron implementarse a pesar de la incertidumbre que prevalecía en los mercados financieros internacionales. Así, en 2013 quedó de manifiesto que el Banco de México cuenta con un mayor margen de maniobra para conducir la política monetaria.

Antes de analizar las posibles presiones inflacionarias que la economía nacional podría enfrentar en 2014, conviene recordar que es importante distinguir si éstas provienen por el lado de la demanda o por el lado de la oferta. Las primeras se generan cuando el gasto agregado se incrementa a una tasa mayor que la del crecimiento potencial de la economía por un periodo prolongado. El crecimiento potencial se refiere a la tasa de crecimiento de la producción agregada que es congruente con un entorno donde, derivado de la operación de la economía, no se generan presiones inflacionarias sobre los precios de los factores ni sobre los precios de los bienes y servicios que pongan en riesgo el entorno de estabilidad de precios. De esta manera el indicador de brecha del producto se define como la diferencia entre la producción observada y la potencial.

Las presiones inflacionarias de demanda provocan aumentos generalizados en la tasa de crecimiento de los precios. Por consiguiente, tendería a observarse un ajuste al alza en las expectativas de inflación, lo que podría propiciar una retroalimentación entre la inflación y sus expectativas y dar como resultado que la inflación se desvíe sostenidamente del objetivo permanente de 3 por ciento considerando el intervalo de más o menos un punto porcentual. En dicho escenario, sería recomendable restringir la postura de política monetaria con la finalidad de mantener la inflación bajo control.

Por su parte, las presiones inflacionarias por el lado de la oferta se presentan cuando tienen lugar cambios en precios relativos, usualmente en un número reducido de productos que, en principio, únicamente generan aumentos de una sola vez en el nivel de precios y dan lugar a un incremento transitorio de la inflación. Ejemplos de choque de oferta serían ajustes de precios que resulten de cambios en impuestos o variaciones en los precios de productos agropecuarios como resultado de fenómenos meteorológicos adversos.³ En este caso, el ajuste en el precio relativo del bien o servicio en cuestión solamente daría lugar a un aumento temporal en la inflación medida a través de la variación del índice de precios, ya que una vez que el impacto del impuesto se incorpore en el precio del bien o servicio referido, en ausencia de otros choques, su efecto sobre la inflación se desvanecería.

³ En el caso de un impuesto, la magnitud en la que aumenta el precio de un bien o servicio gravado depende de las elasticidades de la demanda y de la oferta del bien o servicio en cuestión. Mientras menor sea la elasticidad de la demanda o mayor la elasticidad de la oferta, mayor sería el aumento en el precio a los consumidores.

Por lo general, cuando las presiones inflacionarias corresponden a choques de oferta, y en ausencia de efectos de segundo orden, no es recomendable que el Banco Central responda restringiendo las condiciones monetarias con la finalidad de contrarrestarlas. En particular, una política monetaria restrictiva tendría un efecto no deseado sobre la economía, ya que moderaría el gasto y la actividad económica para intentar contrarrestar un incremento en la inflación, el cual en principio se dispararía por sí mismo. Además, dado el horizonte en el que opera la política monetaria, cuando ésta finalmente incida sobre la inflación, probablemente el impacto del choque de oferta sobre ésta ya se habría desvanecido.

En presencia de perturbaciones de oferta, efectos sobre la inflación como los previamente descritos se conocen como efectos de primer orden. Además de éstos, es importante hacer referencia a los llamados efectos de segundo orden, que a diferencia de los primeros pueden dar lugar a presiones inflacionarias generalizadas. La distinción entre estos dos tipos de efectos es relevante, ya que las consideraciones antes expuestas, particularmente la recomendación de no modificar la postura de política monetaria ante la ocurrencia de choques de oferta, tiene validez ante situaciones en que únicamente se presenten efectos de primer orden.

Los efectos de segundo orden se presentan cuando los agentes económicos, ante un aumento de la inflación debido a cambios en precios relativos, ajustan sus expectativas de inflación al alza. En este contexto, se observarían aumentos no solo en los precios de los bienes afectados directamente por los choques de oferta, sino también en el resto de los precios de los bienes y servicios en la economía. Ello debido a que las expectativas de mayor inflación en el mediano plazo tienden a incorporarse al proceso de formación de precios y salarios. Lo anterior podría presentarse en casos en los que el compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de estabilidad de precios no sea del todo creíble y donde, en consecuencia, las expectativas de inflación no estén bien ancladas. En este escenario, el control de la inflación estaría en riesgo, por lo que el Banco Central tendría que restringir la postura de política monetaria para evitar un mayor deterioro de las perspectivas sobre la inflación.

En cuanto a las presiones inflacionarias anticipadas para 2014, es importante destacar que no se esperan presiones sobre la inflación por el lado de la demanda. Ello debido a que derivado del considerable grado de holgura que prevalece en la economía, si bien se espera una recuperación de la actividad productiva, las estimaciones de la brecha del producto indican que ésta se irá cerrando aunque lo más probable es que se mantendrá en terreno negativo. No obstante, se prevé que la inflación se verá afectada por perturbaciones de oferta. En particular, se anticipa que debido a los cambios que a finales de 2013 se observaron en el precio relativo de un número reducido de bienes y servicios del subíndice de precios no subyacente (precios de servicios de transporte, como el metro de la Ciudad de México, así como precios de algunos bienes agropecuarios) y al aumento que se prevé en algunos precios derivado de los cambios fiscales que entran en vigor en este año, la inflación general se ubique en los primeros meses de 2014 por arriba de 4 por ciento. El Banco de México estima que el impacto total de la Reforma Hacendaria sobre la variación del INPC entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014 podría ser de alrededor de 40

puntos base.⁴ Se anticipa que estas perturbaciones de oferta solamente generen efectos de primer orden y, por consiguiente, que tengan un efecto transitorio sobre la inflación. Por ello, se espera que la inflación retome su tendencia descendente conforme el efecto de varias de dichas perturbaciones se vaya disipando, para ubicarse dentro del intervalo de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3 por ciento a partir del segundo trimestre del año.

Lo anterior parece confirmarse si se observa el comportamiento de las expectativas de inflación. Si bien las correspondientes para el cierre de 2014 han mostrado un repunte, aquellas para horizontes de mayor plazo han permanecido estables, lo que sugiere que no se anticipan efectos de segundo orden. En particular, destaca que las expectativas de inflación para 2015 no se han visto afectadas por los choques de oferta antes descritos.

Por otro lado, teniendo en consideración la coyuntura internacional particularmente compleja, existe el riesgo de que se presenten episodios de volatilidad elevada en los mercados financieros internacionales que generen presiones sobre el tipo de cambio. Este riesgo, en caso de materializarse, puede tener un impacto sobre la economía nacional y, en particular, sobre la inflación. No obstante, considerando el anclaje de las expectativas de inflación y la reducción del traspaso de fluctuaciones cambiarias sobre la inflación que se ha observado en los últimos años, es de esperar que en caso de presentarse variaciones en el tipo de cambio, éstas tengan un efecto moderado sobre la inflación.

La conducción de la política monetaria en México bajo un esquema de objetivos de inflación ha contribuido al anclaje de las expectativas de inflación y ha evitado que el proceso de formación de precios se contamine ante la ocurrencia de perturbaciones de oferta en los años previos.⁵ Lo anterior sugiere que la credibilidad del compromiso del Banco de México con la estabilidad de precios se ha fortalecido. A pesar de lo anterior, la credibilidad en el Banco de México no puede darse por sentada. Por lo tanto, es fundamental que el Instituto Central refrende su compromiso por alcanzar en el mediano plazo el objetivo permanente de 3 por ciento para la inflación.

Considerando todos los elementos que se han presentado en este Programa Monetario, durante el año en curso el Banco de México se mantendrá atento a todas las presiones que pudieran afectar a la inflación y a las expectativas de inflación de mediano plazo. Ello con el propósito de que, en caso de que sea pertinente, pueda implementar oportunamente acciones de política monetaria para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación, evitar una posible contaminación en el proceso de formación de precios en la economía, y no comprometer la convergencia eficiente de la inflación hacia el objetivo de 3 por ciento. Así, el Banco de México estará en condiciones de cumplir con su mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

⁴ Para un análisis del impacto de los cambios impositivos de la reforma fiscal sobre la inflación ver el Recuadro "Estimación del Efecto de la Reforma Hacendaria sobre el INPC y PIB" en el Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2013.

⁵ Para un análisis sobre este tema ver el Recuadro "Anclaje de las Expectativas de Inflación de Mediano y Largo Plazo ante Choques de Oferta Adversos" en el Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2013.