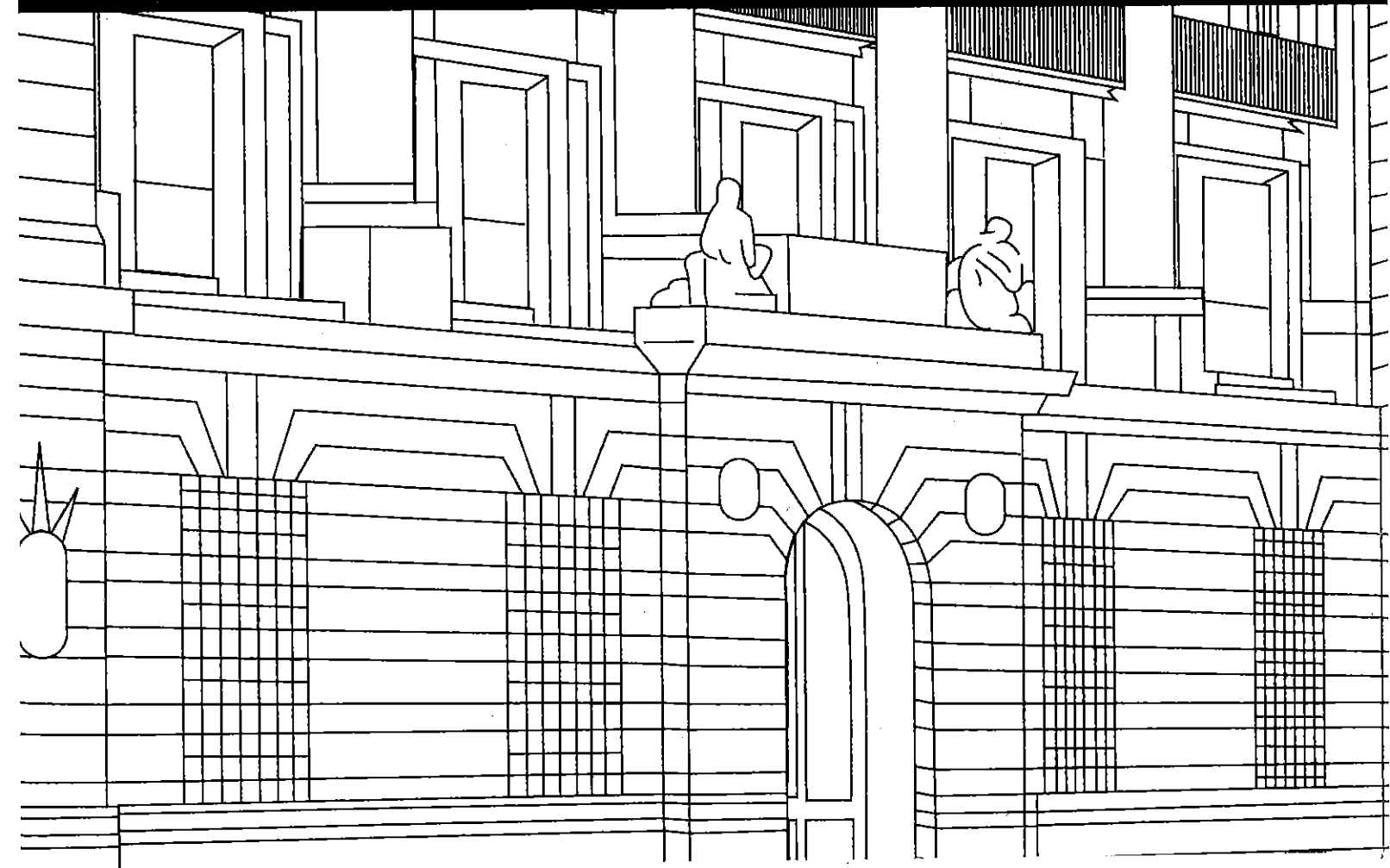


BANCO DE MÉXICO

Programa Monetario 2015



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 2015

El Artículo 51 de la Ley del Banco de México establece que en enero de cada año el Instituto Central debe enviar al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión una exposición de los lineamientos a seguir en cuanto a la conducción de la política monetaria para el año correspondiente. Con la finalidad de cumplir con esta normatividad, el presente Programa Monetario expone las directrices para la política monetaria durante 2015.

De acuerdo con la Constitución y la Ley del Banco de México el objetivo prioritario del Instituto Central es la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Este mandato constitucional tiene como fundamento crear un entorno de estabilidad de precios. Ello para evitar los costos económicos y sociales asociados con una inflación alta y volátil. Entre dichos costos figuran los siguientes:

1. La inflación funciona como un impuesto regresivo, ya que afecta más a los que menos tienen.
2. En un entorno inflacionario, los agentes económicos realizan ajustes frecuentes e irregulares de precios. Ello dificulta la extracción de señales a partir de los precios relativos lo que conduce a una asignación ineficiente de recursos en la economía.
3. Una inflación elevada y volátil tiende a reducir los horizontes de planeación de los agentes económicos. Ello afecta sus decisiones de largo plazo, primordialmente las de ahorro e inversión.

Tomando en consideración los costos de una inflación alta y variable, puede afirmarse que procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional no es un objetivo que se contraponga al crecimiento económico, a la creación de empleos y, en general, a una mejora en el bienestar de la sociedad. Por el contrario, en la medida en que la inflación sea baja y estable, tales costos tienden a moderarse dando lugar a un ambiente propicio para las actividades productivas. Si bien la estabilidad de precios es condición necesaria para impulsar el crecimiento económico y la formación de fuentes de trabajo, en repetidas ocasiones se ha señalado que no es condición suficiente. Para ello, en adición a la estabilidad de precios, se requiere de un arreglo institucional que genere una estructura de incentivos que promueva aumentos en la productividad y competitividad de la economía. Parte fundamental de dicho marco institucional es la prevalencia de un estado de derecho.

Para cumplir con su mandato, el Banco de México utiliza un régimen de objetivos de inflación como marco para la conducción de la política monetaria. El Instituto Central ha establecido 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. Asimismo, se ha definido un intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de dicha meta. Ello como una manera práctica de tomar en consideración la incertidumbre asociada con el cumplimiento puntual del objetivo numérico antes referido, ya que

existe una amplia gama de factores, fuera del control del Instituto Central, que pueden afectar la evolución de la inflación en el corto plazo.

Las acciones de política monetaria tienen efectos en la economía y, en particular, sobre la inflación con ciertos rezagos que son variables. El canal más inmediato por el que la política monetaria tiene efectos sobre la inflación es el de las expectativas. Es por ello que el Banco Central, al conducir la política monetaria, toma en consideración las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, ya que la inflación futura es afectada por dichas expectativas. Lo anterior obedece a que los ajustes en precios que llevan a cabo los agentes económicos dependen, en buena medida, de la inflación que éstos esperan prevalezca en el futuro. Por consiguiente, el Instituto Central modifica la postura de política monetaria cuando percibe que la inflación futura se podría alejar significativa y sostenidamente del objetivo permanente de 3 por ciento.

El Banco de México, como muchos bancos centrales, utiliza la tasa de interés interbancaria a un día como el principal instrumento de política monetaria. Para ello, el Instituto Central establece un objetivo para dicha tasa de interés, que se conoce como tasa de referencia de política monetaria, y modifica las condiciones bajo las que proporciona liquidez al mercado de dinero buscando que la tasa de interés en el mercado interbancario se ubique en el nivel que se ha planteado como objetivo. A su vez, lo anterior incide sobre la economía a través de diferentes canales.¹ En primer término, ajustes en la tasa de referencia afectan variables como las expectativas de los agentes económicos, las tasas de interés a diferentes plazos, el crédito, los precios de los activos y la cotización de la divisa nacional frente a otras divisas. Posteriormente, los cambios en estas variables inciden, primordialmente, sobre la demanda agregada y, en última instancia, sobre la inflación.

En los últimos años se ha avanzado considerablemente en la consolidación de un entorno de menor inflación en México. Entre los resultados que se han alcanzado bajo un esquema de objetivos de inflación, destacan los siguientes: i) una reducción en el nivel, volatilidad y persistencia de la inflación; ii) una disminución de las primas de riesgo, particularmente de la prima por riesgo inflacionario; iii) el anclaje en las expectativas de inflación; y iv) una reducción en el traspaso de cambios en precios relativos y fluctuaciones cambiarias a los precios de los bienes y servicios.²

Estos logros en materia de control de la inflación han aumentado los grados de libertad de la política monetaria. Como muestra de lo anterior, cabe destacar que en marzo de 2013 la Junta de Gobierno del Banco de México redujo en 50 puntos base el objetivo para la tasa de interés de referencia. Ello como un reconocimiento a los logros estructurales que en materia de inflación se habían alcanzado. Posteriormente, ante la evolución favorable de la inflación y sus expectativas, y tomando en consideración la debilidad de la actividad económica, el Instituto Central ajustó a la baja la tasa de referencia en 25 puntos base en septiembre y en octubre de 2013. Aunado a lo anterior, durante 2014 ante la evolución favorable de

¹ Para una explicación detallada de los principales canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria ver el Programa Monetario para 2013.

² Para una explicación detallada de los logros estructurales en materia de control de la inflación ver 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.

la inflación y sus expectativas, quedó nuevamente de manifiesto el mayor margen de maniobra del que dispone el Instituto Central para conducir dicha política. A principios de ese año se anticipaba que la inflación experimentaría un repunte transitorio como consecuencia de las medidas tributarias que entraron en vigor en enero de 2014. A pesar del choque a la inflación antes referido, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantuvieron estables y el proceso de formación de precios en la economía no se contaminó. Ello en un ambiente en el que persistió holgura en la economía. Así, en este entorno benigno para la inflación, y con el propósito de lograr una convergencia eficiente de ésta a su meta, la Junta de Gobierno del Banco de México redujo la tasa de referencia en 50 puntos base en junio de 2014.

En suma, la conducción de la política monetaria en México ha contribuido a la creación de un ambiente de inflación baja y estable. Ello ha aumentado el margen de maniobra de la política monetaria, permitiendo que, ante el desempeño favorable de la inflación y sus expectativas, el Banco de México pudiera reducir la tasa de referencia en 2013 y en 2014. En 2015 se espera que la inflación converja al objetivo permanente de 3 por ciento. Se estima que la inflación disminuya de manera significativa a principios de 2015 debido a varios factores: i) el desvanecimiento del efecto de los aumentos de impuestos implementados a principios del año pasado; ii) la disminución en el precio de servicios de telecomunicaciones y, en particular, el derivado de la eliminación por el cobro de la larga distancia nacional en telefonía fija; iii) un incremento en los precios de las gasolinas y del gas L.P. menor al de los años previos e inferior al esperado por la mayoría de los agentes económicos; y, iv) una reducción de las tarifas de electricidad de uso ordinario. Asimismo, si bien se prevé que la economía se recupere, se anticipa que siga prevaleciendo cierta holgura y que, en consecuencia, no se observen presiones de demanda sobre la inflación. En este contexto, se buscará que la postura de política monetaria contribuya en todo momento a la convergencia eficiente de la inflación a su meta.

El escenario descrito para la inflación está sujeto a ciertos riesgos, por lo que es indispensable el análisis de los mismos, así como la definición de las directrices que seguirá la política monetaria para consolidar un entorno de inflación baja y estable en México. Los riesgos que pueden incidir sobre la evolución de la inflación en 2015 son principalmente de índole externa, aunque también hay factores internos que podrían afectar la trayectoria prevista para la inflación.

Antes de analizar con mayor detalle los riesgos a los que está sujeta la inflación, conviene hacer una reflexión sobre la integración de México a la economía global. Dicho proceso ha tenido efectos positivos para la economía nacional. La apertura de la cuenta financiera de la balanza de pagos y la consecuente mayor integración financiera con el exterior, ha permitido complementar el ahorro interno con recursos externos. Asimismo, ha contribuido a que los mercados financieros domésticos sean cada vez más profundos y líquidos. Por consiguiente, es normal que acontecimientos externos tengan un impacto sobre la economía nacional. Al ser la de México una economía pequeña y abierta, la inflación doméstica se ve afectada de manera natural por factores externos. Es por ello que el Instituto Central, al conducir la política monetaria, toma en consideración la coyuntura internacional y sus perspectivas, así como la manera en que éstas pueden incidir sobre el desempeño de la economía nacional y, particularmente, sobre la inflación.

Respecto a los riesgos de índole externa que enfrenta la inflación en México, conviene recordar que a partir de la segunda mitad de 2014 se observó una tendencia descendente en los precios internacionales de las materias primas, principalmente del petróleo. En este contexto, es de esperar que la disminución en dichos precios se traduzca en una menor inflación externa. En principio, dada la integración comercial de México con el exterior, ello podría incidir favorablemente en la inflación doméstica. No obstante, a finales de 2014 y principios de 2015 se registró una depreciación generalizada frente al dólar estadounidense de las monedas tanto de economías avanzadas como de emergentes, incluido el peso mexicano. Lo anterior estuvo asociado, primordialmente, con el referido ajuste a la baja en los precios internacionales de las materias primas, principalmente del petróleo, y el consecuente deterioro en los términos de intercambio de diversos países. Asimismo, también influyó la expectativa de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos durante los próximos meses.

En el caso particular de México, se observaron ajustes significativos en el tipo de cambio, de magnitud similar a los registrados en otras economías emergentes, en un ambiente de alta volatilidad. Así, es claro que factores globales, como la caída en los precios del petróleo, inciden sobre variables como la paridad del peso mexicano frente al dólar estadounidense. En este contexto, si bien dados los fundamentos macroeconómicos de México puede argumentarse que el tipo de cambio experimentó una sobre-reacción, la magnitud de la caída en el precio del petróleo y perspectiva de que éste permanezca en niveles bajos durante un periodo prolongado parecerían sugerir que al menos parte de la depreciación antes mencionada obedece a factores reales y, por consiguiente, que no se trata de un ajuste transitorio.

En términos generales, la paridad del peso mexicano frente al dólar estadounidense puede verse afectada por múltiples factores como las perspectivas económicas de México y de Estados Unidos, la evolución de los términos de intercambio y el apetito por riesgo de los inversionistas internacionales, entre otros. De cara al futuro, un factor que podría incidir sobre el comportamiento del tipo de cambio nominal durante 2015 es el referente a cambios en la postura de política monetaria de México respecto a la de Estados Unidos. Como es bien sabido, la Reserva Federal dio por concluido su programa de compra de activos en octubre de 2014 y se anticipa que en 2015 comience a aumentar la tasa de fondos federales. Si bien la normalización de la política monetaria en Estados Unidos es inminente y la Reserva Federal ha manifestado que los incrementos en su tasa de referencia dependerán de la evolución de la economía, todavía existe incertidumbre sobre el momento preciso en que se presente el primer incremento en la tasa de política, así como sobre el ritmo de los ajustes subsecuentes. Al respecto, conviene señalar que, en la medida en que el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos obedezca a la recuperación de la economía de ese país, la de México se verá favorecida por una mayor demanda por sus exportaciones.

Un cambio en la postura relativa de política monetaria entre México y Estados Unidos puede incidir sobre la evolución del tipo de cambio y eventualmente de la inflación. En una economía pequeña y con movilidad de capitales, en la medida en que la tasa de política en Estados Unidos aumente en relación con la que prevalece en México, permaneciendo lo demás constante, podría observarse una

reasignación en los portafolios de los inversionistas internacionales. Ello podría contribuir a una depreciación del tipo de cambio. En principio, es posible que parte del efecto del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos sobre el tipo de cambio ya haya sido incorporado por los participantes en los mercados. No obstante, como se mencionó, todavía existe incertidumbre sobre dicho proceso de normalización. Por consiguiente, si bien se anticipa un retiro ordenado y gradual del estímulo monetario en Estados Unidos, no pueden descartarse episodios en los que nuevamente aumente la volatilidad en los mercados financieros internacionales que conlleven presiones adicionales sobre la cotización del peso mexicano frente al dólar estadounidense.

Los movimientos del tipo de cambio pueden incidir sobre los precios domésticos de los bienes y servicios, y en consecuencia sobre el comportamiento de la inflación, mediante diversos canales. En términos generales, se pueden distinguir efectos de primera y de segunda ronda. Entre los primeros destaca el hecho de que una fracción de los bienes que se consumen en el país proviene del exterior. Por consiguiente, los precios de estos bienes se ven afectados directamente por el tipo de cambio. En la medida en que dichos precios se toman en consideración al calcular el Índice Nacional de Precios al Consumidor, la inflación medida a través de este índice se vería afectada. Adicionalmente, los precios de todos aquellos bienes de consumo que se producen internamente pero que se comercian internacionalmente pueden verse afectados por un ajuste en la cotización de la moneda.

En segundo término, además de bienes de consumo, también se importan bienes intermedios y de capital, cuyo precio igualmente se ve afectado por movimientos cambiarios. Así, una depreciación del tipo de cambio tendería a afectar la estructura de costos de las empresas. En la medida en que parte de los mayores costos se trasladan a los precios que enfrentan los consumidores, la inflación también se vería afectada. En principio, la posibilidad de que estos aumentos en costos se reflejen en mayores precios depende de factores como el grado de holgura en la economía y las expectativas sobre la persistencia del ajuste cambiario.

En lo referente a los efectos de segunda ronda, éstos se presentan primordialmente cuando el compromiso de un banco central con el objetivo de estabilidad de precios no es creíble y, por consiguiente, las expectativas de inflación no están bien ancladas. En este contexto, es posible que ante los aumentos de precios asociados con los efectos de primera ronda, los agentes económicos ajusten hacia arriba sus expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Bajo estas circunstancias, se observaría un aumento generalizado de precios. Por el contrario, en un contexto en el que el compromiso del banco central con el objetivo de estabilidad de precios es creíble, las expectativas de inflación tenderían a permanecer bien ancladas. Así, ante una depreciación cambiaria que provoca que algunos precios se ajusten debido a los efectos de primera ronda antes mencionados, no se contaminaría el proceso de formación de precios en la economía. De esta manera la ausencia de efectos de segunda ronda se traduciría en un menor traspaso de movimientos cambiarios a los precios. Precisamente, el Banco de México estará vigilante para limitar que estos efectos de segunda ronda no se materialicen.

Respecto al riesgo de una mayor inflación debido al comportamiento del tipo de cambio, cabe destacar que el avance en el control de la inflación y el anclaje en las expectativas de inflación a los que se hizo referencia se han reflejado en un menor traspaso de fluctuaciones cambiarias sobre los precios. No obstante, dependiendo de la magnitud y persistencia del ajuste en el tipo de cambio, no puede descartarse el riesgo de una mayor inflación. Así, dado que el tipo de cambio ya ha experimentado una depreciación de consideración, y tomando en cuenta que al menos parte de este ajuste obedece a factores reales y puede ser persistente, así como al hecho de que podrían presentarse presiones adicionales sobre el mismo durante 2015, es indispensable que el Instituto Central reafirme su compromiso con la estabilidad de precios y que esté preparado para ajustar las condiciones monetarias en caso de que fuera necesario. Lo anterior es fundamental para seguir manteniendo un bajo traspaso de movimientos cambiarios a los precios. En este contexto, el Banco de México pondrá especial atención en la postura monetaria relativa de México frente a la de Estados Unidos.

Si bien dada la coyuntura económica los riesgos externos parecerían ser los más relevantes para la inflación en 2015, también hay algunos riesgos de índole interna que podrían incidir sobre su comportamiento en el año. Entre estos riesgos destaca el que todavía existen condiciones de holgura en el mercado laboral y en la economía de México en general, que se prevé que se mantengan cuando menos durante 2015. Por esta razón no se anticipan presiones generalizadas sobre los precios de los bienes y servicios provenientes del lado de la demanda agregada, aun ante la recuperación de la economía prevista para este año. No obstante, existe incertidumbre sobre la medición exacta de la holgura de la economía, razón por la cual el Banco de México deberá vigilar el comportamiento de esta para evitar que por esa vía se presenten presiones inflacionarias.

La conducción de la política monetaria en México bajo un régimen de objetivos de inflación ha permitido avanzar en la consolidación de un entorno de inflación baja y estable, contribuyendo al anclaje de las expectativas de inflación. En este contexto, la credibilidad del compromiso del Instituto Central con la estabilidad de precios se ha ido fortaleciendo. No obstante, dicha credibilidad no puede darse por sentada. Es por ello que, ante los riesgos para la inflación y la difícil coyuntura internacional a la que se enfrentará la economía de México, este Instituto Central refrenda su compromiso por alcanzar y preservar el objetivo permanente de 3 por ciento para la inflación y, en congruencia, no dudará en ajustar el objetivo para su tasa de interés de referencia en caso de que sea necesario.

En resumen, tomando en consideración todos los elementos que se han presentado en este Programa Monetario, durante el presente año el Banco de México se mantendrá atento a las presiones que pudieran afectar a la inflación y a sus expectativas. Lo anterior con la finalidad de que, en caso de que sea pertinente, pueda implementar de manera oportuna acciones de política monetaria conducentes a reforzar el anclaje de las expectativas de inflación, y asegurar la convergencia de la inflación hacia la meta permanente de 3 por ciento en 2015.