



BANCO DE MÉXICO

Programa Monetario 2016

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 2016

De acuerdo con el Artículo 51 de la Ley del Banco de México, el Instituto Central debe enviar al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión una exposición de las directrices para la conducción de la política monetaria para el año correspondiente. Con el propósito de cumplir con esta normatividad, el presente Programa Monetario muestra los lineamientos a seguir en lo referente a la política monetaria a lo largo de 2016.

La Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos y la Ley del Banco de México establecen que el objetivo prioritario de este Instituto Central es la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. El cumplimiento de dicho mandato permite crear un ambiente de estabilidad de precios y, de esta manera, generar un entorno más propicio para la inversión y para alcanzar tasas de crecimiento más aceleradas. Entre los beneficios de un ambiente de inflación baja y estable destacan los siguientes:

1. La estabilidad de precios permite que el dinero mantenga su poder adquisitivo, lo cual beneficia a toda la población y, especialmente, a las familias más pobres. Esto es así porque el nivel de vida de dichas familias depende en mayor grado de su ingreso corriente, el cual generalmente mantienen en efectivo y cuyo poder de compra se ve erosionado directamente por la inflación. Así, estas familias están más expuestas al deterioro del poder adquisitivo causado por la inflación. En consecuencia, el mantener una inflación baja genera beneficios especialmente elevados para dicho segmento de la población.
2. En un ambiente de inflación baja y estable las familias y las empresas enfrentan menor incertidumbre acerca del comportamiento de los precios en la economía y, por ende, pueden tomar mejores decisiones, que conducen a que los recursos de la economía se asignen a aquellas actividades en las que son más productivos. Así, un ambiente de inflación baja y estable conduce a una asignación más eficiente de los recursos productivos del país.
3. En un entorno de estabilidad de precios se amplían los horizontes de planeación de los agentes económicos. Ello incide positivamente sobre sus decisiones de inversión y ahorro, lo que influye favorablemente en el dinamismo de la actividad económica. En particular, en dicho entorno se alienta la inversión en proyectos productivos que incrementan el potencial de crecimiento de la economía desde una perspectiva de largo plazo.

Tomando en cuenta lo anterior, puede concluirse 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 puestos de trabajo y, en términos generales, a una mejora en el bienestar de la población. Por el contrario, a medida que se avanza en la creación de un entorno de inflación baja y estable, los beneficios de la estabilidad de precios se hacen más evidentes, generándose un

ambiente propicio para las actividades económicas y para un crecimiento potencial más elevado. No obstante, es importante mencionar que si bien la estabilidad de precios es condición necesaria para promover el crecimiento económico y la creación de empleos, no es una condición suficiente para ello. En adición a la estabilidad de precios, para alcanzar tasas de crecimiento elevadas y de manera sostenida, y que esto se refleje en más y mejores empleos, es indispensable contar con un marco institucional que genere una estructura de incentivos que promueva incrementos en la productividad y competitividad de la economía.

Con la finalidad de dar cumplimiento a su mandato constitucional y, de esta manera, contribuir de manera decidida a impulsar el desarrollo económico del país, el Banco de México utiliza desde 2001 un esquema de objetivos de inflación como marco para la conducción de la política monetaria. De acuerdo con dicho esquema, este Instituto Central se ha trazado como meta permanente mantener una tasa de inflación anual de 3 por ciento, al tiempo que busca alcanzar dicha meta 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 la meta referida. Dicho intervalo permite, en la práctica, tomar en consideración la incertidumbre asociada sobre el cumplimiento puntual de la meta numérica antes señalada. Ello debido a que en el corto plazo la evolución de la inflación puede verse afectada por una amplia gama de factores transitorios, fuera del control del Instituto Central, que pueden hacer que esta se desvíe temporalmente de la meta de 3 por ciento.

En lo referente a la instrumentación de la política monetaria, el Banco de México, como muchas autoridades monetarias en economías avanzadas y emergentes, utiliza un objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día como el principal instrumento de política monetaria. El nivel de dicho objetivo se conoce como la tasa de referencia de política monetaria. En este contexto, el Banco de México modifica las condiciones bajo las que proporciona liquidez al mercado de dinero, con la finalidad de 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 y, en última instancia, sobre la inflación, a través de diversos canales que en su conjunto constituyen lo que se conoce como el mecanismo de transmisión de la política monetaria.¹ Así, en una primera instancia los ajustes en la tasa de referencia afectan algunas 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 moneda nacional frente a otras divisas. Posteriormente, los cambios en estas variables afectan, principalmente, el comportamiento de la demanda agregada y de los mercados de insumos y, en su conjunto, generan un impacto sobre la inflación.

De esta manera, los efectos de las acciones de política monetaria instrumentadas por el Banco Central sobre la inflación generalmente se presentan con cierto rezago, el cual tiende a ser variable. En este contexto, cabe destacar que el canal más inmediato por el que la política monetaria puede tener un impacto en la inflación es a través de su efecto sobre las expectativas de inflación de los agentes y, así, sobre sus decisiones de fijación de precios. Es decir, la magnitud y frecuencia de los ajustes en precios que llevan a cabo los agentes económicos

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

dependen, en buena medida, de la inflación que éstos anticipan que prevalecerá en el futuro. Por consiguiente, este Instituto Central, al conducir la política monetaria, presta particular atención al comportamiento de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Bajo estas circunstancias, el Banco Central modifica la postura de política monetaria cuando percibe que la trayectoria prevista para la inflación podría apartarse de manera significativa y sostenida del objetivo permanente de 3 por ciento.

Con este marco para la conducción de la política monetaria se ha avanzado considerablemente en la creación de un entorno de inflación baja y estable en México. Entre los resultados que se han logrado con el esquema de objetivos de inflación, sobresalen 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 de las expectativas de inflación en niveles cercanos a la meta permanente, así como una menor dispersión de las mismas; y iv) una reducción en el traspaso de cambios en precios relativos y, particularmente, de fluctuaciones cambiarias, a los precios de los bienes y servicios.²

La disminución en la inflación ha apoyado un mejor funcionamiento de los mercados financieros domésticos. En particular, la reducción en las primas de riesgo asociadas a la menor inflación ha contribuido a que se observe una tendencia a la baja en las tasas de interés domésticas. Asimismo, la certidumbre asociada con la estabilidad de precios ha permitido una extensión en el horizonte temporal de la curva de rendimientos y en el plazo promedio de los bonos gubernamentales. En suma, en un contexto de inflación baja y estable se ha observado una profundización del sector financiero, lo que ha reactivado los niveles de crédito otorgado a diversos agentes económicos.

Durante 2015, la inflación general experimentó una tendencia descendente y alcanzó niveles mínimos históricos. En efecto, durante los primeros meses del año se logró que la inflación general convergiera a la meta permanente de 3 por ciento e, incluso, que se ubicara por debajo de la misma desde mayo de ese año. Así, la inflación en México registró niveles menores a los que se habían previsto y se situó en 2.13 por ciento a finales de 2015, nivel históricamente bajo.³ A este comportamiento favorable de la inflación contribuyó, en primer término, la postura de política monetaria implementada por el Banco de México. En segundo término, también influyó la holgura que prevaleció en la economía. Ello en un contexto en el que se registró un crecimiento económico moderado. Asimismo, también coadyuvaron los efectos directos e indirectos que sobre la inflación tuvieron las reducciones en los precios de los insumos de uso generalizado, tales como los energéticos, las materias primas y los servicios de telecomunicación. Es importante señalar que varias de esas reducciones fueron resultado de la implementación de reformas estructurales.

² Para una explicación detallada de los logros estructurales que en materia de control de la inflación se han alcanzado en México 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.

³ En efecto, este nivel es el más bajo que se ha registrado desde 1969, año en el que comenzó a medirse la inflación utilizando el Índice Nacional de Precios al Consumidor.

Este comportamiento favorable de la inflación se dio en una coyuntura económica particularmente compleja. En el ámbito internacional, a lo largo del año prevaleció un entorno de incertidumbre respecto del inicio y de la rapidez con la cual se daría el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Además, el crecimiento de la economía mundial permaneció en niveles bajos y se presentó una mayor preocupación sobre la desaceleración de la economía y estabilidad financiera de China. Ello afectó negativamente los precios internacionales de las mercancías básicas, primordialmente del petróleo. Bajo estas circunstancias, se registraron episodios recurrentes de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales y se observó una depreciación generalizada de las monedas de economías avanzadas y emergentes respecto del dólar estadounidense. La cotización del peso mexicano frente al dólar no fue la excepción, por lo que la moneda nacional experimentó una depreciación de consideración durante el año. Como se expondrá adelante, a pesar de ello solamente hubo un traspaso limitado de la depreciación cambiaria a los precios internos. Bajo estas condiciones, durante gran parte del año el Banco de México mantuvo la tasa de referencia de la política monetaria sin cambio en 3 por ciento, nivel históricamente bajo para dicha tasa. Para ello se consideraron, además de los factores externos antes mencionados, diversos factores domésticos.

En particular, en el ámbito interno la actividad económica presentó un ritmo de crecimiento moderado, por lo que prevaleció un entorno de holgura en la economía y, en consecuencia, no se registraron presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada ni en los mercados de insumos. Por su parte, las expectativas de inflación continuaron bien ancladas. Destacó que durante el año las expectativas medidas a través de encuestas para el cierre de 2015 mostraron una tendencia descendente y se ubicaron en niveles significativamente por debajo de 3 por ciento, mientras que las correspondientes a 2016 y 2017 fueron convergiendo a niveles cercanos a 3 por ciento. Asimismo, el ajuste en precios relativos asociado a la depreciación que experimentó la moneda nacional en respuesta al entorno externo antes referido, se reflejó principalmente en los precios de los bienes durables y, como es evidente dado el resultado inflacionario tan favorable que se obtuvo, no condujo a una espiral generalizada de ajustes de precios. Por consiguiente, México se distinguió entre las economías emergentes por presentar un traspaso especialmente bajo de movimientos cambiarios a los precios de los bienes y servicios.

Cabe señalar que durante todo el año se observó una presión sobre el mercado cambiario derivada de la incertidumbre asociada a la intención de ajustar la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos. En este contexto, la Junta de Gobierno identificó al diferencial de tasas de interés de política monetaria entre México y los Estados Unidos como un factor que podría incidir sobre la estabilidad de los flujos de capital, razón por la cual prestó especial atención a dicha variable.

En este contexto, en diciembre de 2015 la Reserva Federal de los Estados Unidos llevó a cabo el primer aumento de la tasa de fondos federales desde junio de 2006. Esta decisión era anticipada por los participantes en los mercados y coincidió con un periodo de relativa calma en los mercados financieros internacionales. En respuesta a lo anterior, y tomando en consideración todos los elementos antes mencionados, e inclusive a pesar de que las condiciones internas parecerían sugerir la conveniencia de que el objetivo de la tasa de interés de referencia en México permaneciera sin cambio, la Junta de Gobierno de Banco de México ajustó

al alza en 25 puntos base dicho objetivo en su decisión de política monetaria del último mes de 2015. En ausencia del citado ajuste, podría haberse generado una depreciación adicional en la cotización de la moneda nacional que fuera desordenada y, así, afectar las expectativas inflacionarias y a la inflación misma.

Hacia adelante, se estima que para 2016 la inflación general registre incrementos, ubicándose en niveles cercanos a 3 por ciento al cierre del año. Dicha trayectoria reflejaría el desvanecimiento del efecto aritmético de los choques de oferta favorables que tuvieron lugar en 2015, así como el impacto de la depreciación del tipo de cambio sobre los precios de algunos bienes, mas no un deterioro generalizado del proceso de formación de precios en la economía. Asimismo, se anticipa que para 2017 la inflación se establezca alrededor del 3 por ciento. Ello en congruencia con la meta permanente establecida para dicha variable.

Esta previsión para la inflación enfrenta diversos riesgos. Entre los riesgos al alza sobresale la posibilidad de un deterioro en las condiciones externas y, en particular, en los mercados financieros, que genere presiones adicionales sobre la cotización de la moneda nacional, las cuales pudieran trasladarse a la dinámica de los precios de los bienes no comerciables y de los servicios. En efecto, diversos acontecimientos de la economía global pueden incidir sobre el tipo de cambio. Después del aumento en la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos a finales de 2015, se anticipa un retiro ordenado y gradual del estímulo monetario en dicho país, condicional a la evolución de la economía de ese país, particularmente del mercado laboral y de la inflación. No obstante, no pueden descartarse nuevos periodos de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales asociados con dicho proceso, que conlleven presiones adicionales sobre la cotización del peso mexicano frente al dólar estadounidense. Ello en un entorno en el que se espera una mayor divergencia entre las posturas monetarias de la Reserva Federal y las correspondientes a los Bancos Centrales de la zona del euro y de Japón, que han implementado recientemente medidas adicionales de estímulo monetario.

Aunado a lo anterior, otro factor de atención para la economía mundial es el proceso de cambio estructural en China, que está transitando de una economía enfocada en la inversión y la promoción de las exportaciones, hacia una más orientada hacia el consumo interno. Se espera que este proceso conduzca a tasas de crecimiento económico menores en dicho país. Sin embargo, tampoco puede descartarse una desaceleración de esta economía aún mayor que la esperada, así como problemas en el sistema financiero de ese país que en su conjunto conduzcan a una mayor volatilidad financiera internacional y que den lugar a presiones a la baja sobre los precios de las mercancías básicas, principalmente del petróleo. Por su parte, la recesión en Brasil también ha sido motivo de preocupación, porque se ha presentado junto con tasas de inflación muy altas y en medio de una crisis política. Bajo estas circunstancias, la cotización de las monedas de economías emergentes, entre ellas la del peso mexicano, podría verse afectada por efectos de contagio. Finalmente, otro riesgo al alza para la inflación consiste en la posibilidad de que se observe un crecimiento mayor al esperado de la actividad económica interna. Sin embargo, es previsible que en caso de manifestarse dicho riesgo lo haría de una manera gradual.

Por otra parte, entre los riesgos a la baja, sobresale que continúen registrándose reducciones en los precios de insumos de uso generalizado, principalmente de los servicios de telecomunicaciones y de los energéticos, así como que la cotización

de la moneda nacional revierta parte de la depreciación que ha acumulado hasta la fecha. Ello tomando en consideración que la evolución del tipo de cambio en México pudo haber experimentado una sobre-reacción reciente y que, en consecuencia, actualmente se ubique en niveles más elevados que los que serían congruentes con los fundamentos macroeconómicos del país.

En este contexto, durante 2016 la Junta de Gobierno permanecerá atenta, como siempre lo ha hecho, a la evolución de todos los determinantes de la inflación, y de sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, tanto de índole externa como interna. En particular, prestará atención a la postura de política monetaria relativa entre México y Estados Unidos, al traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios al consumidor, así como a la evolución del grado de holgura en la economía. Todo ello con la finalidad de estar en posibilidad de tomar las medidas necesarias con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia de la inflación al objetivo permanente de 3 por ciento.

En relación con los elementos anteriores es prudente enfatizar que, al ser la economía mexicana una economía pequeña y abierta, es natural que la inflación del país se vea afectada por factores externos. En particular, dada la integración económica y financiera con la economía de Estados Unidos es previsible que ciertos acontecimientos en dicho país tengan un impacto importante sobre la inflación en México. Uno de los determinantes externos más relevantes de la inflación es justamente la postura de política monetaria relativa entre México y los Estados Unidos. Cambios en dicha postura pueden incidir sobre la evolución del tipo de cambio y eventualmente sobre la inflación y sus expectativas. Así, en la medida en que la tasa de política monetaria en Estados Unidos vaya aumentando en relación con la tasa de referencia prevaleciente en México, permaneciendo lo demás constante, podría observarse una reasignación significativa en los portafolios de los inversionistas internacionales que pudiera afectar la cotización de la moneda nacional. Más aun, en un entorno de elevada volatilidad en los mercados financieros, el tipo de cambio podría experimentar un ajuste que fuera desordenado. Además de lo anterior, es pertinente mencionar que dada la preponderancia del sector petrolero en diferentes aspectos de la economía mexicana, disminuciones adicionales en el precio internacional del crudo podrían también acelerar la depreciación de la moneda nacional.

En cuanto al traspaso del tipo de cambio a los precios, en principio una depreciación cambiaria puede incidir sobre los precios al consumidor a través de diversos canales, los cuales pueden agruparse en efectos de primera instancia y, potencialmente, en efectos de segunda ronda, los cuales el Banco de México evitaría que se presentaran. Respecto de los primeros, una depreciación cambiaria aumenta el precio en moneda nacional de los bienes de consumo importados. Los precios de los bienes nacionales que compiten con estos productos importados también tenderían a verse afectados. Asimismo, además de bienes de consumo también se importan insumos y bienes de capital cuyos precios también se incrementan como resultado de una depreciación. En este contexto, los costos de las empresas que utilizan en sus procesos productivos dichos bienes tenderían a aumentar y dichas empresas pueden tratar de trasladar sus mayores costos, o parte de ellos, a los precios finales. Por su parte, los efectos de segunda ronda se presentan cuando ante una mayor inflación, asociada a los efectos de primera ronda, los agentes económicos ajustan al alza sus expectativas de inflación de mediano y largo plazo, lo que tendería a propiciar un aumento generalizado de

precios. Si bien hasta el momento el traspaso de movimientos cambiarios a los precios ha sido moderado, no puede descartarse el riesgo de que una tendencia hacia una mayor depreciación cambiaria afecte las expectativas de inflación y propicie aumentos de precios en un conjunto amplio de bienes y servicios. Como ya se mencionó, el Banco de México estará atento a evitar que estos efectos de segunda ronda se materialicen.

En el ámbito interno, destaca el hecho de que todavía existen condiciones de holgura en la economía de México. Hacia adelante se prevé que estas condiciones se mantengan a lo largo de 2016. Así, no se esperan presiones generalizadas sobre los precios de los bienes y servicios provenientes del lado de la demanda agregada y de los mercados de insumos. No obstante, a medida que se vaya recuperando la actividad económica se anticipa que la holgura disminuya de manera gradual. En este contexto, el Banco de México vigilará el comportamiento de la economía nacional para evitar que por esa vía se presenten presiones inflacionarias.

Finalmente, es importante destacar que dado el complejo entorno internacional y las perspectivas de que dicha complejidad prevalezca en el futuro inmediato, es crucial mantener un marco macroeconómico sólido en México. Una política monetaria enfocada en preservar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional es parte fundamental de dicho marco. Sin embargo, además de ajustar la postura de política monetaria de ser necesario, es indispensable concretar los esfuerzos planteados en el ámbito fiscal, así como continuar implementando de manera adecuada y oportuna las reformas estructurales. Lo anterior contribuirá a fomentar un ambiente de confianza en torno a la economía mexicana, distinguiéndola de otras economías emergentes, de tal manera que el componente de riesgo país en las tasas de interés permanezca en niveles bajos. Ello será fundamental ante un entorno externo en el cual las condiciones financieras serán más astringentes. Así, será posible seguir avanzando en la consolidación de una economía con un crecimiento que cada vez se pueda ir acelerando de manera sostenible, con estabilidad financiera.



BANCO DE MÉXICO

Enero 2016

www.banxico.org.mx