



BANCO DE MÉXICO

# Programa Monetario 2013



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

**Subgobernadores**

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

MANUEL RAMOS FRANCIA

MANUEL SÁNCHEZ GONZÁLEZ



## 1. Programa Monetario para 2013

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 exponen las directrices para la política monetaria durante 2013.

Con la finalidad de dar cumplimiento al mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, en 2001 el Banco de México adoptó un régimen de objetivos de inflación como marco para conducir la política monetaria. Específicamente, el Banco de México se ha planteado como objetivo permanente alcanzar y mantener una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento.

Sin embargo, debido a que hay una amplia gama de factores fuera del control de la autoridad monetaria que en el corto plazo inciden sobre el comportamiento de la inflación, el Banco de México ha definido un intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo permanente de inflación de 3 por ciento. Es importante enfatizar que dicho intervalo no debe ser interpretado como uno de indiferencia por parte del Instituto Central ante distintas realizaciones de la inflación general dentro del mismo. En congruencia con lo anterior, las medidas de política monetaria que adopta este Instituto Central están orientadas a la consecución del objetivo de inflación recién descrito.

El mandato constitucional que establece como objetivo prioritario del Banco de México la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, se fundamenta en importantes razones derivadas de los múltiples costos económicos y sociales asociados con un ambiente inflacionario. Entre estos costos se pueden mencionar los siguientes:

1. La inflación es un impuesto regresivo, ya que la disminución del poder adquisitivo del dinero afecta en mayor medida a los sectores de menores recursos, los cuales mantienen una mayor proporción de su ingreso en efectivo. Es decir, la inflación afecta más a los que menos tienen.
2. En un entorno de inflación elevada, los agentes económicos realizan ajustes de precios frecuentes e irregulares, los cuales dificultan la extracción de señales de los precios relativos. Ello propicia una asignación ineficiente de recursos en la economía, lo que en última instancia se traduce en una menor competitividad de la misma.
3. Un contexto de inflación alta y volátil provoca que se reduzcan los horizontes de planeación de los agentes económicos, lo que afecta significativamente sus decisiones de largo plazo, entre las que figuran las de ahorro e inversión, lo que a su vez afecta negativamente el crecimiento potencial de la economía.

Al considerar los diversos costos y distorsiones que causa la inflación, es claro que la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional no es un objetivo que se contraponga al del crecimiento económico. Por el contrario, de acuerdo con la evidencia empírica, episodios de inflación elevada tienden a coincidir con periodos de bajo crecimiento e incluso de contracción en la actividad productiva. Ello ha ocurrido de manera muy marcada en México en el pasado. Lo anterior obedece a que las distorsiones que genera la inflación se intensifican cuando ésta es elevada y por consiguiente pueden llegar a tener un efecto considerable sobre el crecimiento. Asimismo, dichos costos tienden a moderarse cuando la inflación es baja y estable, generando un entorno propicio para la realización de actividades productivas. Sin embargo, es importante enfatizar que a pesar de que la estabilidad de precios es favorable para la actividad económica, ésta no es suficiente para generar un crecimiento elevado y sostenido. Para esto último se requiere, en adición a un ambiente de inflación baja y estable, una estructura de incentivos que promueva la productividad y competitividad de la economía.

Como ha señalado este Instituto Central en el pasado, avanzar en el proceso de reformas estructurales en México permitiría aumentar el crecimiento potencial de la economía. Este último corresponde al nivel de crecimiento de la producción agregada donde derivado de la operación de las empresas no se presentan presiones inflacionarias sobre los precios de los factores ni sobre los precios de los bienes y servicios que pongan en riesgo el entorno de inflación baja y estable. Así, la implementación de las referidas reformas haría posible que la economía del país alcance tasas de crecimiento más elevadas sin que ello genere presiones inflacionarias.

Tomando en consideración las razones aquí expuestas y dada la importancia de un entorno de estabilidad de precios para la actividad económica y, en general, para el bienestar de la sociedad, en el Programa Monetario para 2013 la Junta de Gobierno del Banco de México ratifica su compromiso de mantener una política monetaria cuya prioridad invariable sea precisamente la preservación del poder adquisitivo de la moneda nacional.

Las acciones de política monetaria inciden sobre la economía y, en particular, sobre el proceso de formación de precios, con ciertos rezagos, los cuales son largos y variables. En estas circunstancias, el Instituto Central debe tomar sus decisiones a partir de una evaluación cuidadosa y detallada de la coyuntura económica, tomando en consideración las condiciones monetarias y financieras prevalecientes en la economía, así como las perspectivas para la inflación.

Para preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional, la política monetaria debe responder oportunamente a los diferentes choques que afectan a la economía y a la inflación, tanto en el presente como en un horizonte más amplio. Así, el Banco de México ajusta la política monetaria de acuerdo a las condiciones económicas prevalecientes y al tipo de presiones inflacionarias, en particular cuando se percibe que la inflación esperada se desvía de manera sostenida del objetivo permanente de 3 por ciento anual.

En lo referente a las presiones inflacionarias por el lado de la demanda, éstas se presentan cuando el gasto agregado aumenta a una tasa mayor que la del

crecimiento potencial de la economía durante un periodo prolongado. Dicho exceso de demanda da lugar a presiones inflacionarias. Es decir, afecta al alza la tasa de crecimiento de los precios de un gran número de bienes y servicios. En dicho escenario, las expectativas de inflación tenderían a ajustarse al alza, lo que podría generar una retroalimentación entre la inflación, sus expectativas y los incrementos salariales, que previsiblemente daría como resultado que la inflación se desvíe de manera sostenida del objetivo permanente de 3 por ciento.

Es importante señalar que el que la brecha de producto muestre un valor positivo no es una condición suficiente para que la economía experimente presiones inflacionarias por el lado de la demanda. La identificación de presiones de este tipo requiere del análisis detallado de una gran cantidad y variedad de indicadores económicos, que proporcionan información sobre la evolución de los distintos componentes del gasto y de la actividad económica. Una situación en la que un gran número de estos indicadores sugiera un crecimiento persistente y significativo del gasto por arriba del crecimiento potencial de la economía, apuntaría a la presencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

Ante una situación como la antes descrita, sería recomendable que el Instituto Central restringiera la postura de política monetaria. En particular, el Banco Central incrementaría el objetivo para la tasa de interés de referencia, lo que contribuiría a moderar las presiones sobre la inflación antes referidas a través de diversos canales. Estos operan con mayor o menor intensidad en función de las características de la economía, así como de la credibilidad en la política monetaria. En particular, cambios en la tasa de interés de referencia afectan, entre otras, a 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. A continuación se describen con más detalle los canales de transmisión de la política monetaria:

Cuando la autoridad monetaria modifica el objetivo para la tasa de interés de referencia, afecta las condiciones bajo las cuales abastece de liquidez al mercado de dinero. Ello con el propósito de que la tasa antes referida se ubique en el objetivo que se ha planteado. Asimismo, al modificar las condiciones de liquidez, las tasas de interés de corto plazo tienden a responder rápidamente y a moverse en la misma dirección en que el Instituto Central modificó el objetivo para la tasa de referencia. Así, al restringir la postura de política monetaria, las tasas de interés de corto plazo aumentan.

En lo referente a las tasas de interés de mayor plazo, éstas también tienden a verse afectadas cuando el Instituto Central modifica la postura de política monetaria, aunque en menor medida que la tasa de referencia. En términos generales, el impacto sobre las tasas de interés a diferentes plazos depende, principalmente, de tres factores: 1) la trayectoria de las tasas de interés de corto plazo esperada por los agentes económicos; 2) las expectativas de inflación de largo plazo; y, 3) las primas de riesgo determinadas en los mercados financieros. A su vez, estos elementos se ven influidos por el grado de credibilidad que tenga el Banco Central respecto de su compromiso y capacidad para mantener un entorno de inflación baja y estable. En la medida en que

dicha credibilidad sea mayor, las tasas de interés de mayor plazo tendrán menores presiones al alza ante aumentos en la tasa de interés de referencia. Lo anterior, como resultado del anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Así, ante incrementos en la tasa de referencia podría observarse un “aplanamiento” de la curva de rendimientos, donde inclusive se podrían registrar disminuciones en las tasas de interés de mayor plazo.

Diversos rubros del gasto agregado dependen de las tasas de interés reales esperadas. En la medida en que los cambios en las tasas de interés nominales inducidos por las acciones de política monetaria se reflejen en cambios en las reales, el gasto se vería afectado. Por ejemplo, un aumento en la tasa de interés real afecta las decisiones de ahorro e inversión de los hogares y de las empresas. En particular, los primeros tendrían mayores incentivos para posponer sus gastos de consumo. Por su parte, las empresas enfrentarían un mayor costo de capital para financiar sus actividades y proyectos de inversión.<sup>1</sup> Estos efectos tienden a moderar el ritmo de expansión de la demanda agregada, contribuyendo a atenuar las presiones sobre la inflación. En este sentido, un primer canal de transmisión de la política monetaria corresponde al impacto directo de mayores tasas de interés, en particular de las reales, sobre el gasto agregado en la economía.

Aunado a lo anterior, la política monetaria también afecta el acceso al crédito de los agentes económicos, es decir, puede contribuir a contraer o expandir el ritmo de crecimiento del crédito en la economía. Al modificar la postura de política monetaria, el Instituto Central puede incidir en la disponibilidad y en los términos sobre los que se contratan los créditos. Ello amplifica los efectos previamente mencionados de la política monetaria sobre la economía. En particular, existen dos posibilidades: el canal del crédito bancario y el canal amplio de crédito. En relación al primero, cabe señalar que los agentes económicos que están dispuestos a contratar créditos a mayores tasas de interés son aquellos que, por lo general, están dispuestos a emprender proyectos más riesgosos. Bajo estas condiciones, los bancos pueden decidir restringir el otorgamiento de financiamiento en la medida en que perciban esta situación.<sup>2</sup>

La evolución del crédito también puede verse afectada por un canal más amplio. Cambios en las tasas de interés pueden afectar la posición financiera de las empresas. En particular, mayores tasas de interés pueden reducir los ingresos netos esperados de las mismas, así como afectar su balance de activos y pasivos, de tal manera que su capacidad para hacer frente a sus compromisos financieros disminuya y

---

<sup>1</sup> Cabe señalar que como la inversión depende primordialmente de las tasas de interés de mayor plazo, si el incremento en la tasa de corto plazo aplanan la curva de rendimientos, el impacto sobre los gastos de inversión es menor. Para que se produzca este resultado se requiere, cuando menos, que las acciones del Banco Central coadyuven a mantener las expectativas de inflación ancladas.

<sup>2</sup> Esto obedece a la presencia de diversas fricciones en los mercados financieros. En particular, al hecho de que los acreedores tienen información imperfecta sobre los deudores. Es decir, no son capaces de observar perfectamente la capacidad y disponibilidad de pago de éstos últimos, ni de monitorear perfectamente el comportamiento de éstos una vez que se les ha otorgado un crédito.

por consiguiente que su riesgo aumente. Bajo estas circunstancias, tendrían que pagar una prima de riesgo adicional por pedir prestado.<sup>3</sup> Ante ello, el menor monto de crédito contratado contribuye a moderar el gasto en la economía y con ello las presiones de demanda agregada sobre los precios.

Otro canal dentro del mecanismo de transmisión de la política monetaria es el referente al precio de los activos. Cambios en las tasas de interés pueden incidir sobre la evolución del gasto agregado y, en última instancia, sobre la inflación, mediante su impacto a través del precio de activos, como son los valores de deuda, tanto públicos como privados, las acciones y los bienes raíces. En general, cuando las tasas de interés aumentan, los precios de los activos financieros y reales disminuyen. Ello se debe a que el valor presente de sus rendimientos futuros esperados, que corresponde al valor de dichos activos, es menor mientras mayores sean las tasas de interés, ya que los rendimientos futuros de estos activos se descontarían usando una tasa de interés más elevada. Los menores precios de los activos tienden a moderar el gasto de los agentes económicos debido, primordialmente, a un efecto riqueza, lo que tiende a atenuar las presiones sobre la inflación. Cabe mencionar que la relevancia de este canal es más importante en economías con mercados financieros más desarrollados.

Las acciones de política monetaria también pueden afectar a la economía y, en particular, a la inflación, mediante el canal del tipo de cambio. Cuando las tasas de interés domésticas se incrementan respecto a las tasas prevalecientes en el exterior, permaneciendo lo demás constante, los activos financieros domésticos se hacen relativamente más atractivos. Ello, en el contexto de una economía pequeña y con libre movilidad de capitales, propicia que, en el margen, el tipo de cambio tienda a apreciarse debido al aumento relativo en la demanda por activos financieros denominados en moneda nacional en relación con aquellos denominados en moneda extranjera. A su vez, un ajuste cambiario puede tener efectos sobre la economía, principalmente, mediante dos canales de transmisión: uno de demanda y otro de oferta. Por el lado de la demanda, una apreciación cambiaria tiende a encarecer los bienes domésticos respecto a los bienes producidos en el exterior. Este cambio en precios relativos provoca una reasignación del gasto de los primeros hacia los segundos, lo que se traduce en una menor demanda agregada, que coadyuva a moderar las presiones sobre la inflación. En cuanto al canal de oferta, las fluctuaciones cambiarias modifican el precio en moneda nacional de los insumos y bienes de capital importados, lo que incide sobre los costos de producción de las empresas. Así, una apreciación cambiaria disminuye los costos de aquellas empresas que usan insumos y bienes de capital importados, lo que contribuye a moderar las presiones sobre los precios internos y por lo tanto sobre la inflación.

---

<sup>3</sup> El incremento en las tasas de interés puede afectar los balances de las empresas al reducir el flujo de efectivo. Asimismo, mayores tasas de interés se asocian con disminuciones en los precios de los activos, lo que reduce el valor de las garantías ofrecidas e incrementa los problemas de información asimétrica entre acreedores y deudores.

Por último, las acciones de política monetaria también ejercen una influencia sobre la economía mediante su efecto sobre las expectativas de inflación. A través de los anuncios realizados por el Instituto Central, éste envía señales a los agentes económicos acerca de la postura de política monetaria. Por ejemplo, en un contexto de presiones inflacionarias una restricción monetaria puede interpretarse como una acción que refuerza el compromiso del Banco Central con el objetivo de una inflación baja y estable, por lo que puede contribuir a moderar las expectativas de inflación. A su vez, las expectativas de inflación pueden incidir sobre la inflación observada, ya que los ajustes en precios que efectúan los agentes económicos dependen, en gran medida, de la inflación que esperan prevalezca en el futuro. Este mecanismo opera de manera similar en la determinación de los salarios en la economía. Sin embargo, como se mencionará más adelante, la efectividad de este canal depende, primordialmente, de la credibilidad de que goce la autoridad monetaria.

Las presiones sobre la inflación también pueden provenir por el lado de la oferta cuando tienen lugar cambios en precios relativos, que se caracterizan por ser cambios en los precios de pocos bienes y servicios, temporales y no generalizados. En términos generales, cuando las presiones inflacionarias provienen de perturbaciones de oferta no es recomendable que el Banco Central restrinja las condiciones monetarias para tratar de contrarrestarlas. Como se mencionó, dichas perturbaciones corresponden a cambios en precios relativos, los cuales, en principio, dan lugar a incrementos de una sola vez en el INPC, que se traducen en un aumento transitorio de la inflación medida a través de dicho índice. Por ejemplo, en un mes en particular la producción de ciertos productos agropecuarios puede verse seriamente afectada por factores climatológicos o sanitarios. Ejemplo de esto último es el choque que derivó de la epidemia de influenza aviar que afectó la producción de huevo en México de manera importante durante el segundo semestre de 2012.<sup>4</sup> Ante un escenario como el descrito, es de esperar que la escasez de los bienes en cuestión se traduzca en un incremento en sus precios respecto a los precios del resto de los bienes y servicios en la economía. En la medida en que los precios de los bienes agropecuarios afectados por acontecimientos climatológicos o sanitarios adversos formen parte del cálculo del INPC, se observaría un ajuste al alza en este último. Lo anterior, como se mencionó, provocaría un repunte transitorio de la inflación. Esto debido a que sería de esperarse que en periodos posteriores mejoren las condiciones climatológicas o sanitarias y, por lo tanto, se registre una recuperación en la producción de dichos bienes y una disminución de sus precios que inclusive, podrían regresar a niveles similares a los observados antes del incremento con su correspondiente efecto sobre la inflación. En estas condiciones, acciones restrictivas de política monetaria tendrían un impacto no deseado sobre la economía pues restringirían el gasto y el crecimiento de la economía para contrarrestar una presión inflacionaria que en principio se corregiría por sí misma.

En presencia de un choque de oferta, los efectos sobre la inflación antes descritos se conocen como efectos de primer orden. En adición a éstos conviene

---

<sup>4</sup> Ver recuadro “Impacto del Brote de Influenza Aviar en la Producción y Precios del Huevo” que publicó el Banco de México en el Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2012.

hacer referencia a los llamados efectos de segundo orden, los cuales a diferencia de los primeros pueden dar lugar a presiones generalizadas sobre la inflación. Esta distinción es particularmente relevante, ya que las consideraciones previamente expuestas, en particular la recomendación de no modificar la postura de política monetaria, se refieren a una situación en la cual los efectos de primer orden no dan lugar a efectos de segundo orden.

Los efectos de segundo orden se presentan cuando ante un repunte en la inflación debido a un cambio en precios relativos, los agentes económicos ajustan sus expectativas de inflación al alza. En la medida en que las mayores expectativas de inflación se incorporen en el proceso de determinación de precios y salarios, se observarían aumentos no sólo en los precios de aquellos bienes directamente afectados por el choque de oferta, sino también en los precios del resto de los bienes y servicios en la economía a través del aumento en las expectativas de inflación. Esta contaminación del proceso de formación de precios en la economía podría ocurrir en casos en los que el compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios no sea del todo creíble y donde, por consiguiente, las expectativas de inflación no se encuentren bien ancladas. Ante tal circunstancia, el control de la inflación estaría en riesgo, por lo que en dicho caso el Instituto Central tendría que restringir la postura de política monetaria para evitar que las perspectivas sobre la inflación y la evolución de ésta sigan deteriorándose.

Como se ha mencionado en diversas publicaciones del Instituto Central, los cambios en precios relativos asociados a la depreciación cambiaria en 2011 y a factores climáticos y sanitarios en 2012, propiciaron que la política monetaria enfrentara una coyuntura particularmente complicada. La ocurrencia de una serie de choques de oferta persistentes y sucesivos condujo a un repunte de la inflación entre mayo y septiembre de 2012. En este contexto, el Banco de México a través de los Anuncios sobre la Decisión de Política Monetaria, las Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno referentes a la Decisión de Política Monetaria y los Informes sobre la Inflación, expresó su preocupación sobre la situación antes descrita y reafirmó su compromiso con su objetivo de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

Es importante destacar que a pesar de los choques de oferta que experimentó la economía de nuestro país, el proceso de determinación de precios y salarios en la economía no se vio afectado. Inclusive, la inflación mostró un cambio de tendencia a partir de septiembre de 2012 que se consolidó en la parte final del año y, de hecho en diciembre la inflación general anual se ubicó dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de la meta de 3 por ciento. Al hecho de que durante este episodio las expectativas de inflación se hayan mantenido ancladas, especialmente las de mediano y largo plazo, y no se hayan observado aumentos generalizados y desproporcionados en los indicadores de incrementos salariales contribuyó, de manera fundamental, la credibilidad, cada vez mayor, de que goza el Instituto Central. Esta mayor credibilidad de la política monetaria en México contribuyó, entre otras cosas, a moderar el impacto de fluctuaciones cambiarias y de aumentos en los precios internacionales de las materias primas en los precios al consumidor en México.

Ello se ha documentado en trabajos de investigación elaborados en el Banco de México y en las publicaciones periódicas de la Institución.<sup>5</sup>

La credibilidad en el Banco de México no puede darse por sentada. Por consiguiente, es de primordial importancia refrendar el compromiso firme del Instituto Central por alcanzar y preservar el objetivo permanente de 3 por ciento para la inflación. Para ello, un aspecto fundamental es seguir manteniendo una adecuada comunicación con el público, tal y como lo ha expresado en repetidas ocasiones la Junta de Gobierno de este Instituto.

Teniendo en consideración todos los elementos que se han expuesto en este Programa Monetario, durante el presente año el Banco de México se mantendrá atento al comportamiento de la inflación y de sus determinantes. Ello con la finalidad de que, en caso de que sea pertinente, pueda adoptar las medidas de política monetaria de manera oportuna y así fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación, prevenir una posible contaminación en el proceso de formación de precios y no comprometer la convergencia de la inflación al objetivo permanente del 3 por ciento. De esta manera, el Banco de México cumplirá con su mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

---

<sup>5</sup> Ver el Capítulo Técnico “Traspaso a Precios de Perturbaciones al Tipo de Cambio” en el Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2011 y el Recuadro “Consideraciones sobre el Impacto de las Fluctuaciones de los Precios Internacionales de las Materias Primas en los Precios al Consumidor en México” en el Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2012.



BANCO DE MÉXICO

Enero 2013

[www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)