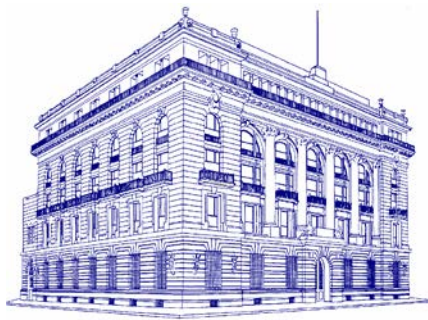


# Programa Monetario

---

2012



BANCO DE MÉXICO

ENERO, 2012

---



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

**Subgobernadores**

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

MANUEL RAMOS FRANCIA

MANUEL SÁNCHEZ GONZÁLEZ

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB



## 1. Programa Monetario para 2012

El Artículo 51 de la Ley del Banco de México establece que en el mes de enero de cada año el Banco Central debe enviar al Ejecutivo Federal y al H. Congreso de la Unión una exposición de la política monetaria a seguir por la Institución durante el año en cuestión. En cumplimiento con dicha normatividad a continuación se presentan los lineamientos para la política monetaria durante 2012.

Con el propósito de cumplir con su mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, en 2001 el Banco de México adoptó un esquema de objetivos de inflación como marco para la conducción de la política monetaria. En el Programa Monetario para 2001 se presentan las consideraciones más importantes sobre la elección de dicho esquema, entre las cuales destacan el anuncio oficial de una meta para la inflación y un continuo esfuerzo para mejorar la transparencia y comunicación con el público. En particular, el Banco de México ha definido como objetivo permanente alcanzar una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento.

Sin embargo, aun cuando la política monetaria se conduzca procurando alcanzar la meta antes referida, existe cierto margen de incertidumbre sobre el cumplimiento puntual y preciso de la misma debido a que en el corto plazo la inflación se encuentra sujeta a diversos factores que influyen sobre su evolución, los cuales no están bajo el control del banco central. En este contexto, el Banco de México ha definido un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de la meta de 3 por ciento. La definición de este intervalo simplemente es una manera práctica de tomar en consideración la incertidumbre inherente sobre el cumplimiento puntual de la meta permanente del 3 por ciento debido a la presencia de diversos choques, como variaciones en precios relativos, que en el corto plazo pueden influir sobre la inflación y ubicarla ya sea por debajo o por arriba de dicha meta.

El mandato constitucional del Banco de México de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda se fundamenta en los múltiples costos económicos y sociales de una inflación alta y volátil. Entre éstos cabe destacar los siguientes:

1. La inflación es un impuesto regresivo que afecta más a los sectores más vulnerables de la sociedad.
2. Una inflación elevada propicia que los precios sufran variaciones frecuentes e irregulares que distorsionan los precios relativos. En dicho escenario se genera una asignación ineficiente de recursos en la economía, lo que afecta negativamente la competitividad de la misma.
3. Un entorno de inflación alta e incierta aumenta la frecuencia, dispersión e intensidad de los ajustes en los precios, lo que a su vez reduce los horizontes de planeación de los agentes económicos, afectando sus decisiones de ahorro e inversión.

Ante los costos de la inflación cabe señalar que la consecución de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda no es un objetivo que se contraponga al del crecimiento económico. Al contrario, la evidencia empírica muestra que episodios de inflación alta tienden a coincidir con periodos de bajo crecimiento, como ha ocurrido de manera muy marcada en México en el pasado. Ello se debe a que las distorsiones que la inflación genera son mayores cuando ésta es elevada y pueden llegar a tener un impacto importante sobre el crecimiento. De la misma forma, dichos costos tienden a moderarse cuando la inflación es baja y estable, propiciando un entorno adecuado para la realización de actividades productivas. No obstante, aun cuando la estabilidad de precios es favorable para la actividad económica, no basta para generar un crecimiento elevado y sostenido. Es decir, mantener la inflación bajo control es una condición necesaria, mas no suficiente, para el crecimiento económico.

Teniendo presente las razones aquí expuestas, y principalmente tomando en consideración la importancia de la estabilidad de precios para el crecimiento económico y en general para el bienestar de la población, la Junta de Gobierno del Banco de México reafirma en este Programa Monetario para 2012, su compromiso de mantener una política monetaria cuya prioridad invariable sea preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional.

En lo referente a la conducción de la política monetaria, el banco central debe considerar que las acciones de política monetaria inciden con ciertos rezagos sobre la economía y, particularmente, sobre el comportamiento de los precios. Dichos rezagos son largos y variables. Es por ello que la autoridad monetaria debe tomar sus decisiones con base en un análisis detallado de la coyuntura económica, tomando en consideración, entre otros factores, tanto las condiciones monetarias como las financieras, así como de las perspectivas para la inflación en el futuro.

Para alcanzar y mantener un entorno de inflación baja, la política monetaria debe responder ante las diferentes perturbaciones que afectan a la economía. En este contexto, el Banco de México ajusta su política monetaria de acuerdo a las condiciones económicas prevalecientes y a las características de las presiones inflacionarias que se enfrentan, particularmente cuando percibe que la inflación esperada se desvía de manera sostenida del objetivo permanente de 3 por ciento anual.

Así, cuando las presiones de inflación provienen del lado de la demanda y son generalizadas, es aconsejable que el banco central restrinja la postura de política monetaria. En particular, la autoridad monetaria aumentaría su objetivo para la tasa de interés de referencia, lo que contribuiría a moderar las presiones sobre la inflación mediante diversos canales, que operan con mayor o menor intensidad dependiendo de las características de la economía y de la credibilidad en la política monetaria. Estos canales se describen a continuación:

Cuando la autoridad monetaria incrementa el objetivo de tasa de interés a corto plazo afecta las condiciones bajo las cuales abastece de liquidez al mercado de dinero, lo que generalmente tiene un impacto sobre las tasas de interés para todos los horizontes. Sin embargo, el mayor efecto tendería a darse en las tasas de corto plazo, mientras que el efecto sería menor en las tasas de mayor plazo. El impacto sobre las tasas a diferentes plazos depende, primordialmente, de tres factores: 1)

la trayectoria esperada por los agentes en la economía de las tasas de interés de corto plazo en el futuro; 2) las expectativas de inflación de largo plazo; y, 3) las primas de riesgo determinadas en los mercados financieros. Asimismo, estos elementos se ven influidos por la credibilidad que tenga el banco central respecto de su compromiso para mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. En la medida en que dicha credibilidad aumente, las tasas de interés de mayor plazo tendrán menores presiones al alza, ante incrementos en la tasa de interés de referencia. Ello como consecuencia del anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. De hecho, una elevada credibilidad puede propiciar que las tasas de más largo plazo se impacten muy poco e, inclusive, que disminuyan, lo que hace que la curva de rendimientos se “aplane” ante aumentos en el objetivo de tasa de interés de corto plazo.

En este sentido, un primer canal de transmisión de la política monetaria corresponde al impacto directo de mayores tasas de interés, especialmente de las reales, sobre el gasto agregado. En particular, un aumento en la tasa de interés real afecta las decisiones de ahorro e inversión de los hogares y de las empresas. En cuanto a los primeros, éstos tendrían mayores incentivos para posponer su consumo en el tiempo, moderando en el presente la demanda agregada. Por su parte, el costo del financiamiento para las empresas se incrementa.<sup>1</sup> Estos efectos tienden a disminuir el ritmo de expansión de la demanda agregada, coadyuvando a moderar las presiones generalizadas sobre los precios.

En lo referente a los canales que funcionan mediante su efecto sobre la oferta de crédito, existen dos posibilidades: el canal del crédito bancario y el canal amplio de crédito. En cuanto al primero, dado que los demandantes de crédito que están dispuestos a tomar créditos a mayores tasas de interés son aquellos que emprenden proyectos más riesgosos, los bancos pueden restringir el otorgamiento de financiamiento en la medida en que perciban esta situación.<sup>2</sup> Aunado a lo anterior, las condiciones de la oferta de crédito también pueden verse afectadas por un canal más amplio. Una mayor tasa de interés puede propiciar cambios en los ingresos netos esperados de las empresas y en su balance de activos y pasivos, de forma tal que su riesgo aumente y, por consiguiente, tengan que pagar una prima de riesgo adicional por pedir prestado.<sup>3</sup> En ambos casos, el menor otorgamiento de crédito contribuye a moderar las presiones de demanda agregada sobre los precios.

Otro canal mediante el cual un aumento en las tasas de interés coadyuva a moderar la demanda agregada es el correspondiente al precio de activos como son los valores de deuda, públicos y privados, las acciones y los precios de bienes raíces. Mayores tasas de interés se

---

<sup>1</sup> No obstante, como la inversión depende en mayor medida de las tasas de mayor plazo, si el incremento en la tasa de corto plazo aplanara la curva de rendimientos, el efecto sobre la inversión sería menor que en una situación en la que no estén ancladas las expectativas de inflación.

<sup>2</sup> Dichas fricciones financieras surgen por los problemas de información asimétrica inherentes a los mercados de crédito.

<sup>3</sup> El incremento en las tasas de interés puede afectar los balances de las empresas al reducir el flujo de efectivo, incrementar el valor de la deuda, así como reducir el precio de los activos de las empresas.

asocian con disminuciones en el precio de estos activos, lo que a la postre reduce el gasto de los hogares y de las empresas debido, principalmente, a un efecto riqueza, dando lugar a una menor presión sobre la inflación. Cabe señalar que en las economías más avanzadas dicho canal tiende a ser más importante que en las economías emergentes. Ello debido a que en las economías más desarrolladas es mayor la cantidad y variedad de activos financieros e inmobiliarios que se intercambia en sus sistemas financieros y que pueden usarse como garantía para financiar gasto en consumo e inversión.

Por otra parte, el aumento en el objetivo para la tasa de interés de corto plazo también funciona a través de su efecto sobre las expectativas de inflación. Como se mencionará más adelante, la efectividad de dicho canal depende fundamentalmente de la credibilidad en el banco central.

Por último, las acciones de política monetaria también afectan a la inflación mediante el canal del tipo de cambio. En una economía pequeña y con libre movilidad de capitales, en la medida en que las tasas de interés domésticas aumenten en relación con las prevalecientes en los mercados financieros internacionales, es de esperarse que, en el margen, el tipo de cambio tienda a apreciarse. Ello debido al incremento relativo en la demanda por activos financieros denominados en moneda nacional respecto a aquellos denominados en moneda extranjera. En este sentido, existen dos canales de transmisión: un canal de demanda y otro de oferta. Por el lado de la demanda, una apreciación cambiaria puede provocar que los bienes domésticos se encarezcan respecto a los bienes producidos en el exterior. Dicho cambio en los precios relativos puede generar una reducción en las exportaciones netas, lo que se traduce en una menor demanda agregada, moderándose así las presiones inflacionarias. Si bien el efecto a través del canal de oferta se explica con detalle más adelante, una apreciación del tipo de cambio al disminuir el costo de los insumos importados que usan las empresas, contribuye a ejercer una menor presión sobre los precios internos y por consiguiente sobre la inflación.

Por otra parte, cuando las presiones sobre la inflación provienen de un choque de oferta, en términos generales no es aconsejable que el banco central intente contrarrestar dichas presiones. Las perturbaciones de oferta corresponden a cambios en los precios relativos, los cuales, en principio, propician aumentos de una sola vez en el INPC. Así, por ejemplo, si en un mes en particular un acontecimiento climatológico adverso afecta de una manera negativa la producción de algunos productos agropecuarios, es de esperarse que la escasez de los productos en cuestión dé lugar a un aumento en sus precios en relación con los precios del resto de los bienes y servicios. En la medida en que aquellos bienes cuyo precio relativo aumentó forman parte del cálculo del INPC se observaría un ajuste en este último, lo cual se reflejaría en un aumento transitorio en la inflación. Más aún, si en periodos posteriores se observa una mejoría en las condiciones climatológicas y por consiguiente la producción de dichos bienes agropecuarios se recupera, sus precios podrían incluso regresar a niveles similares a los registrados antes del incremento, pudiendo así revertirse parte del incremento que había registrado la inflación. Bajo estas condiciones, y considerando que los efectos de las acciones de política monetaria sobre la



economía, y en particular sobre la inflación, toman cierto tiempo en materializarse, en general es poco efectivo que la autoridad monetaria intente contrarrestar un incremento transitorio en la inflación como el antes referido. Más aún, intentar hacerlo puede tener repercusiones no deseables sobre la economía y los mercados financieros nacionales. Por ejemplo, si el instituto central restringe su postura de política monetaria es posible que cuando finalmente los efectos de dicha acción sobre los precios empiecen a materializarse, el aumento en la inflación ya se haya desvanecido y la inflación haya regresado al nivel deseado por las autoridades. En dicho escenario, las acciones del banco central estarían generando un efecto no deseado sobre la actividad económica.

Los efectos antes descritos se conocen como efectos de primer orden de un choque de oferta y es importante distinguirlos de aquellos llamados de segundo orden. La distinción es relevante debido a que las consideraciones anteriores y la recomendación de no responder ante un choque de oferta, corresponden a una situación en la cual el compromiso del banco central con la estabilidad de precios es creíble y por consiguiente las expectativas de inflación se encuentran bien ancladas. Por el contrario, si ante el aumento en la inflación debido a una perturbación de oferta, los agentes económicos empiezan a revisar sus expectativas de inflación al alza, ello afectaría de manera negativa al proceso de formación de precios. Éstos serían efectos de segundo orden. En este contexto, el control de la inflación estaría en riesgo, por lo que en dicho caso el banco central tendría que restringir la postura de política monetaria para evitar que las perspectivas sobre la inflación muestren un mayor deterioro.

En relación con lo anterior y tomando en consideración la coyuntura internacional, un tipo de perturbación de oferta que es particularmente relevante para economías emergentes, como México, se refiere a los efectos de fluctuaciones cambiarias sobre la inflación. En la segunda mitad de 2011 un nuevo periodo de turbulencia en los mercados financieros internacionales afectó los mercados cambiarios de las economías emergentes, incluyendo el de México, cuyas monedas experimentaron depreciaciones importantes, así como una mayor volatilidad. A continuación se analiza cómo choques al tipo de cambio, que son un caso particular de los choques de oferta antes descritos, pueden afectar la inflación y cuál suele ser la recomendación de política monetaria ante tal situación:

- i. Las fluctuaciones en el tipo de cambio pueden afectar los precios domésticos a través de diversos mecanismos. En cuanto a los efectos de primer orden, cabe señalar que los bienes importados también forman parte del INPC, por lo que ante una depreciación del tipo de cambio nominal, se presenta un aumento en el precio de los bienes importados expresado en moneda nacional, lo cual tiende a reflejarse en un aumento en el INPC. Adicionalmente, diversos bienes intermedios y de capital de importación se usan en la producción de bienes y servicios, por lo que los mayores precios de estos bienes a raíz de una depreciación tienden a afectar la estructura de costos de las empresas, lo que a su vez se podría trasladar a los consumidores a través de mayores precios. No obstante, al igual que en el caso general de un choque de oferta, si el compromiso de la autoridad monetaria con la estabilidad de precios es creíble y las expectativas de inflación están bien ancladas, el banco central puede evitar que se presenten efectos

de segundo orden, es decir, que se afecten las expectativas de inflación y se contamine el proceso de formación de precios.

- ii. En cuanto al traspaso de las fluctuaciones en el tipo de cambio sobre los precios domésticos en México, existe evidencia empírica sobre que este efecto ha venido disminuyendo desde la adopción del régimen de objetivos de inflación en 2001 (ver el Capítulo Técnico del Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2011).<sup>4</sup> El menor traspaso del tipo de cambio a la inflación parece estar asociado con la adopción de un marco para la conducción de la política monetaria enfocado en preservar la estabilidad de precios. Así, la creciente credibilidad en el compromiso del Banco Central por alcanzar y mantener un entorno de estabilidad de precios ha contribuido, junto con una política fiscal prudente, a reducir el nivel, volatilidad y persistencia de la inflación. Ello ha permitido anclar las expectativas de inflación. En este contexto, los efectos de segundo orden de variaciones cambiarias sobre la inflación han disminuido, lo que se ha reflejado en un menor traspaso.
  
- iii. Aunado a lo anterior, la coyuntura económica caracterizada por una brecha del producto aún negativa y por condiciones de holgura en el mercado de trabajo, sugiere que el margen de maniobra de las empresas domésticas para trasladar el aumento en los costos de los insumos importados a los precios de los bienes que producen es menor. Bajo estas condiciones, es de esperarse que en la fase actual del ciclo económico el traspaso de una depreciación sobre los precios internos sea moderado. Más aún, es probable que parte de la depreciación que ha experimentado el tipo de cambio, al no corresponder a los sólidos fundamentos de la economía mexicana, se revierta en el futuro. En dicho escenario, los incentivos de los agentes económicos para ajustar sus precios son menores, lo que también estaría contribuyendo a un reducido efecto sobre la inflación.

En suma, recientemente la economía mexicana ha venido transitando hacia un entorno externo menos favorable para el crecimiento debido a la desaceleración en el ritmo de actividad económica global. Al respecto, conviene señalar que el costo de ajuste a este nuevo entorno será menor en la medida en que se mantenga una depreciación del tipo de cambio real. No obstante, el aumento en el precio relativo de las mercancías respecto de los servicios se espera se vea reflejado solamente en un aumento temporal en la inflación de las mercancías. Por consiguiente, la autoridad monetaria se mantendrá atenta a que las expectativas de inflación se mantengan bien ancladas y que el proceso de formación de precios en la economía no se vea contaminado.

No obstante que no se prevé una contaminación del proceso de formación de precios en la economía ante los diversos choques de oferta que han tenido lugar recientemente (precios de productos agropecuarios y ajuste del tipo de cambio), la credibilidad de la política monetaria que ha venido reforzando el Banco de México no puede darse por sentada. Por lo cual, es indispensable que la autoridad monetaria mantenga su compromiso por alcanzar el objetivo permanente de 3 por ciento de inflación.

---

<sup>4</sup> Capítulo Técnico "Traspaso a Precios de Perturbaciones al Tipo de Cambio". Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2011, Banco de México, pp 51-66.

En este sentido, la Junta de Gobierno del Banco de México considera conveniente continuar utilizando los mecanismos de comunicación que ha mantenido con el público, los cuales se han ido enriqueciendo en los últimos años, para reforzar dicha credibilidad. De esta manera, el Instituto Central ratifica su compromiso de mantener una adecuada comunicación con el público y de continuar elevando la calidad del análisis que provee para estar en línea con las mejores prácticas internacionales en la materia.

Aunado a lo anterior, otro factor que es importante para asegurar un entorno de inflación baja y estable en el mediano y largo plazo es el funcionamiento ordenado del sistema financiero. La presencia de desbalances económicos o financieros puede afectar desfavorablemente a las actividades productivas mediante un efecto riqueza que perturbe la demanda agregada y, por consiguiente, la dinámica de la inflación. Es por ello que para alcanzar y mantener la estabilidad de precios, la conducción de la política monetaria requiere de un horizonte de tiempo lo suficientemente amplio en el que sea factible identificar los riesgos implícitos asociados con la evolución de variables financieras, como los agregados crediticios e indicadores de solvencia financiera.

Asimismo, es fundamental tener en consideración la complementariedad existente entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. La crisis de 2008 en los países desarrollados ha destacado que el instrumento de política monetaria pierde eficacia en periodos de disrupciones generalizadas al sistema financiero. Debido a ello, conviene destacar que la política monetaria debe ser congruente con una política macro-prudencial con el propósito de prevenir situaciones que puedan poner en riesgo el funcionamiento ordenado del sistema financiero nacional, así como la evolución de la actividad económica y de la inflación. Asimismo, lo anterior es primordial para facilitar la respuesta oportuna de las autoridades financieras ante posibles contingencias.

Al respecto, conviene recordar que México es uno de los países precursores a nivel internacional en crear arreglos institucionales entre autoridades supervisoras y reguladoras del sistema financiero, con la finalidad de coordinar políticas conducentes a preservar la estabilidad financiera. El Banco de México desempeña un papel central dentro de los referidos arreglos al participar en el Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero (CESF).

Así pues, y teniendo en cuenta todos los elementos mencionados en este programa monetario, a lo largo del año el Banco de México permanecerá pendiente de la evolución de la inflación y de sus expectativas. En caso de que se identifique un deterioro en el comportamiento de los determinantes de la inflación, tales como la brecha del producto, los precios públicos, los precios de los granos y otras materias primas, o bien que se detecte una diferencia sostenida de las expectativas de inflación que sea incongruente con el proceso de convergencia a la meta permanente de 3 por ciento, el Instituto Central ajustará su política monetaria mediante su objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. De esta forma, el Banco de México cumplirá con el mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda.