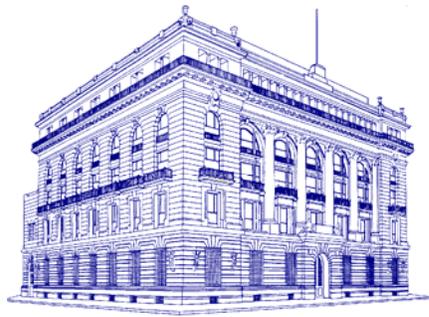


# Programa Monetario

---

2011



BANCO DE MÉXICO

ENERO, 2011



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

**Subgobernadores**

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

MANUEL SÁNCHEZ GONZÁLEZ

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB



## 1. Programa Monetario para 2011

---

El Artículo 51 de la Ley del Banco de México indica que cada año en el mes de enero el Banco Central deberá enviar al Ejecutivo Federal y al H. Congreso de la Unión los lineamientos que definirán la conducción de la política monetaria para el año correspondiente. En cumplimiento con dicho artículo se exponen a continuación las directrices a seguir para la política monetaria durante 2011.

Para dar cumplimiento al mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, desde el año 2001 el Banco de México conduce la política monetaria bajo un esquema de objetivos de inflación. En el Programa Monetario para 2011 se exponen las consideraciones más importantes acerca de la elección de este esquema, como es el anuncio oficial de una meta para la inflación, y un continuo esfuerzo para mejorar la transparencia y comunicación con el público. Específicamente, 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.

No obstante, aun cuando la conducción de la política monetaria se lleve a cabo procurando la consecución de la meta de inflación antes referida, existe cierto margen de incertidumbre respecto del cumplimiento preciso y puntual de la misma. Ello obedece a la amplia variedad de factores que influyen en la evolución del fenómeno inflacionario y que están fuera del control de la autoridad monetaria. En atención a ese grado de incertidumbre, el Banco de México ha definido un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo de inflación de 3 por ciento. Este intervalo no debe ser interpretado como de indiferencia por parte de la autoridad monetaria ante diferentes realizaciones de la tasa de inflación dentro del mismo. La determinación del intervalo es simplemente una manera de tomar en consideración la existencia de diversas perturbaciones, como ajustes en precios relativos, que pueden afectar a la inflación en el corto plazo y situarla por arriba o por debajo de la meta de 3 por ciento. Ante ello, la forma práctica de representar esta variabilidad inherente al comportamiento de la inflación y, por tanto, la incertidumbre asociada al cumplimiento puntual de la meta, es mediante el establecimiento del referido intervalo.

Como se ha mencionado en reiteradas ocasiones, el mandato constitucional que establece el objetivo del Banco de México de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional se fundamenta en diversas razones. Tal y como se hizo en el Programa Monetario para 2010, conviene recordar las principales:

1. La regresividad del impuesto inflacionario.
2. La pérdida de competitividad y el deterioro de la actividad económica causada por la ineficiente asignación de recursos cuando en un entorno de elevada inflación los precios sufren ajustes constantes y no uniformes que dan lugar a cambios en precios relativos.

3. La reducción de los horizontes de planeación de los agentes económicos, al aumentar la frecuencia, la dispersión y la intensidad de las variaciones de precios.
4. El que la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda sea una condición necesaria, mas no suficiente, para el crecimiento económico sostenido.

Mantener la inflación bajo control no es un objetivo que se contraponga al de crecimiento económico. Por el contrario, altos niveles de inflación han coincidido con periodos de bajo crecimiento en diversos países. Esto ha ocurrido de manera muy marcada en México en el pasado. Ello se debe a que los costos sociales que la inflación genera se incrementan a medida que ésta aumenta y pueden llegar a tener un efecto 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 el desarrollo de actividades productivas.

Tomando en consideración las razones aquí expuestas, la Junta de Gobierno del Banco de México reitera, en este Programa Monetario para 2011, su compromiso de mantener una política monetaria cuya prioridad invariable sea preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional, teniendo presente la importancia que ello tiene para el crecimiento económico y el bienestar de todos los mexicanos.

En lo que se refiere a la conducción de la política monetaria, el Instituto Central debe tomar en consideración que las acciones de política monetaria inciden con ciertos rezagos sobre la economía y, en especial, sobre la evolución de los precios y, además, que dichos rezagos son largos y variables. Por ello, la autoridad monetaria debe tomar sus decisiones tras una evaluación cuidadosa de la coyuntura económica, sopesando un balance de las condiciones monetarias y financieras prevalecientes, así como de las perspectivas para la inflación futura, entre otros factores.

Para mantener un equilibrio de inflación baja, la política monetaria debe responder a diferentes choques que afectan la economía. En este sentido, 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 enfrenten, en particular, cuando percibe que la inflación esperada se aleja de forma sostenida de la meta del 3 por ciento anual.

Cuando las presiones de inflación provienen por el lado de la demanda agregada y son de carácter generalizado, es aconsejable que la autoridad monetaria restrinja la postura de política monetaria. Es decir, un aumento en la demanda agregada tal que hiciese prever que el crecimiento del gasto total sobrepasará el nivel que sería congruente con el potencial productivo de la economía, eventualmente daría lugar a presiones generalizadas sobre los precios que adicionalmente podrían alejar a las expectativas de inflación de mediano plazo del objetivo de inflación. En este caso, el Instituto Central tendería a reaccionar incrementando su objetivo de tasa de interés de referencia a un día, que es el instrumento que utiliza para operar su política monetaria. El ajuste en dicha tasa reduciría las presiones inflacionarias a través de diversos canales, los cuales se explican a continuación.

Ante un aumento en el objetivo de tasa de interés a corto plazo del banco central, la autoridad monetaria afecta las condiciones bajo las cuales abastece de liquidez al mercado de dinero, lo que por lo general debe impactar las tasas de interés para todos los horizontes. No obstante, el mayor efecto tendería a darse en las tasas de corto plazo, mientras que el efecto sería menor en las tasas de más largo plazo. El impacto sobre las tasas a diferentes plazos depende, principalmente, de tres factores: 1) la trayectoria esperada de las tasas de interés de corto plazo en el futuro; 2) las expectativas de inflación de largo plazo; y, 3) primas de riesgo determinadas en los mercados financieros. A su vez, estos elementos se ven influidos por la credibilidad que tenga el Banco Central respecto de su compromiso para mantener la estabilidad de precios. A medida en que el Banco Central goce de mayor credibilidad, las tasas de mayor plazo tendrán menores presiones al alza, ante incrementos 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 generar 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.

Un primer canal de transmisión se da directamente a través su impacto al alza sobre el resto de las tasas de interés, en particular de las reales. Un incremento 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 aumenta.<sup>1</sup> Estos efectos tienden a moderar el ritmo de expansión de la demanda agregada, lo que ayuda a disminuir las presiones generalizadas sobre los precios.

En cuanto a los canales que operan a través de su efecto sobre la oferta de crédito, hay dos posibilidades: el canal del crédito bancario y el canal amplio de crédito. En cuanto al primero, los bancos pueden restringir el otorgamiento de crédito en la medida que perciban que los demandantes de crédito dispuestos a tomar créditos a mayores tasas de interés sean aquellos que emprendan proyectos más riesgosos. Asimismo, las condiciones de la oferta de financiamiento también pueden verse afectadas por un canal más amplio de crédito. Una tasa de interés más elevada puede generar cambios en los ingresos netos esperados de las empresas y en su balance de activos y pasivos, de manera tal que su riesgo se incremente y, por tanto, deban pagar una prima de riesgo adicional por sus créditos.<sup>2</sup> En ambos canales, la reducción del financiamiento disminuye las presiones de demanda agregada sobre los precios.

La política monetaria también tiene un efecto sobre la inflación a través de su impacto sobre el tipo de cambio. En una economía pequeña y con libre movilidad de capitales, cuando las tasas de interés domésticas se incrementan respecto de las prevalecientes en los mercados financieros internacionales, es previsible, en el margen, que el tipo de cambio muestre una apreciación. Ello ante el incremento relativo en la demanda por instrumentos financieros denominados

<sup>1</sup> No obstante, como la inversión depende más de las tasas de mayor plazo, si el incremento en la tasa de corto plazo aplanar la curva de rendimientos, la inversión podría disminuir menos que en una situación en la que no están ancladas las expectativas de inflación.

<sup>2</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.

en moneda nacional en relación a aquellos denominados en moneda externa. En este contexto, existen dos canales de transmisión: un canal de oferta y otro de demanda. En cuanto al primero, una apreciación cambiaria traería consigo una reducción en los costos de los insumos importados por las empresas, lo cual contribuye a una menor presión sobre la inflación. Por el lado de la demanda, una apreciación del tipo de cambio puede ocasionar un encarecimiento de los bienes domésticos con relación a los que se producen en el extranjero. Esto podría dar lugar a una disminución de las exportaciones netas, lo cual a la postre se traduce en una reducción de la demanda agregada y, por tanto, en una menor inflación.

Un canal adicional a través del cual un aumento en las tasas de interés contribuye a moderar el gasto es el canal de precios de activos como valores de deuda, públicos y privados, las acciones y los precios de bienes raíces. Un aumento en la tasa de interés que reduce el precio de estos activos, puede disminuir el gasto de los hogares y las empresas a través de sus efectos sobre la riqueza de los mismos, moderando a la demanda agregada y dando lugar a una menor presión sobre los precios. Como es de esperarse, en las economías más desarrolladas este canal opera de una manera más fuerte debido a que la cantidad y variedad de activos financieros e inmobiliarios que se intercambia en sus sistemas financieros y que pueden ser utilizados como respaldo para financiar gasto en consumo e inversión, son mayores.

Finalmente, el aumento en el objetivo para la tasa de interés de corto plazo también opera a través de su efecto sobre las expectativas de inflación. Como se mencionará más adelante, el funcionamiento de este canal depende de manera crucial de la credibilidad en la autoridad monetaria.

Por otra parte, cuando el aumento en la inflación resulta de cambios en precios relativos, no es deseable que la autoridad monetaria contrarreste dichas presiones si el efecto sobre la inflación es transitorio. Por ejemplo, ante el incremento en las referencias internacionales de los precios de algunas materias primas alimenticias, como fue el caso durante 2006-2007, y recientemente en una menor medida, se presentan ajustes en los precios relativos. En este caso, y tomando en consideración que los efectos de la política monetaria sobre la inflación toman cierto tiempo en materializarse, en general es poco efectivo que un banco central intente contrarrestar un aumento temporal en la inflación de esta naturaleza. Adicionalmente, intentar contrarrestar dichos efectos puede tener repercusiones no deseables sobre la economía y los mercados financieros nacionales. No obstante, de considerar el Banco Central que existe un riesgo de que se contaminen las expectativas de inflación o el proceso de determinación de otros precios o, en su caso, de que el balance de riesgos para la inflación muestre un deterioro, la política monetaria debe restringirse para evitarlo.

Por lo antes señalado, resalta, por su importancia para la toma de decisiones de política monetaria, la correcta identificación del origen de las presiones de inflación y sus posibles efectos sobre las expectativas de los agentes económicos. Adicionalmente, conviene señalar que la efectividad de las acciones de política monetaria sobre la economía y, finalmente, sobre la inflación, depende, en gran medida, de la credibilidad en el banco central respecto de su compromiso para mantener la estabilidad de precios. Cuando esta credibilidad es elevada, los hogares y las empresas determinan sus precios anticipando que el banco central tomará las medidas necesarias para contrarrestar las presiones inflacionarias. Así, la credibilidad permite un funcionamiento más efectivo de los

canales de transmisión antes expuestos y, por lo tanto, que cambios en el objetivo para la tasa de interés de corto plazo tengan un mayor efecto sobre la inflación, reduciendo con ello los costos asociados al combate a la inflación.

La estrategia de comunicación de los bancos centrales es otro elemento importante que influye en su credibilidad. Al respecto, la Junta de Gobierno del Banco de México considera conveniente ampliar, a partir de este año, los mecanismos de comunicación con el público. Con ello ratifica su propósito de aumentar aún más la transparencia del Instituto Central y reitera su compromiso de continuar elevando la calidad del análisis que provee para estar en línea con las mejores prácticas internacionales en la materia.

Para ampliar los mecanismos de comunicación, a partir de este año se comenzarán a publicar las Minutas sobre las reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las decisiones de política monetaria. Ello busca incrementar aún más la transparencia del Instituto Central y así ofrecer al mercado y al público en general más información acerca del proceso de toma de decisiones de política monetaria, destacándose los factores que más influyan en las decisiones de los miembros de la Junta de Gobierno. Adicionalmente, teniendo en consideración el proceso de convergencia de la inflación a niveles bajos y estables en los últimos años, la Junta de Gobierno consideró conveniente reducir a 8 el número de fechas predeterminadas para realizar anuncios de política monetaria. No obstante, al igual que como se ha venido haciendo en los últimos años, la Junta se reserva la facultad de anunciar cambios en la postura de política monetaria en fechas distintas a las predefinidas, en caso de que se presentasen eventos o situaciones extraordinarias que hicieran necesaria la intervención del Banco Central. Por lo demás, si bien se reduce el número de anuncios de política monetaria en el año, mediante la publicación de las Minutas se incrementa la cantidad de información que se dará a conocer al mercado en dicha materia.

Por lo que se refiere al compromiso de continuar elevando la calidad del análisis que el Instituto Central provee se ha decidido:

- i) Modificar el formato de publicación de proyecciones de las principales variables macroeconómicas. Estas proyecciones son útiles para transmitir al público las perspectivas económicas de la autoridad monetaria, lo que a su vez constituye un elemento fundamental en el anclaje de las expectativas de inflación. Tomando en cuenta lo anterior, a partir del Informe sobre la Inflación Octubre – Diciembre 2010 a publicarse el 9 de febrero de 2011, las proyecciones del Banco de México de inflación y de la actividad económica se darán a conocer utilizando Gráficas de Abanico (*Fan Charts*, por su nombre en el idioma inglés). Estas gráficas ilustran la incertidumbre asociada a la variable a pronosticar, hacen explícita la probabilidad con la que se espera que la variable pronosticada esté dentro de distintos intervalos y son consideradas como parte de las mejores prácticas internacionales en la banca central.
- ii) Como parte de la revisión y mejora continua de las estadísticas que produce y difunde el Instituto Central, en apego a las mejores prácticas internacionales en la materia, y en coordinación con el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), se decidió actualizar la canasta y estructura de ponderación utilizadas para la elaboración del Índice

Nacional de Precios al Consumidor a partir de enero de 2011. Esto permite mantener la representatividad del indicador, así como incorporar algunas actualizaciones metodológicas que coadyuvarán a mantener un elevado nivel de calidad en esta estadística.<sup>3</sup>

En adición a lo anterior, otro elemento que es importante tener en consideración para asegurar un entorno de estabilidad de precios en el mediano y largo plazo es el funcionamiento adecuado del sistema financiero. La acumulación de desbalances económicos y/o financieros puede afectar de manera importante la evolución de la actividad económica a través de un efecto riqueza que perturbe la demanda agregada y, por consiguiente, la dinámica inflacionaria. Es por ello que para procurar la estabilidad de precios, en la conducción de la política monetaria debe tenerse en cuenta un horizonte de tiempo lo suficientemente extenso en el que sea posible identificar los riesgos implícitos en la evolución de variables financieras, como los agregados crediticios e indicadores de solvencia financiera.

Teniendo en consideración lo anterior, es importante reconocer la complementariedad que existe entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. En particular, conviene resaltar que la política monetaria debe ser congruente con la política macro-prudencial. Ello con el fin de coadyuvar a prevenir situaciones que pudiesen poner en riesgo el funcionamiento adecuado del sistema financiero nacional y la evolución de la actividad económica y la inflación. Adicionalmente, la referida congruencia es importante para facilitar una rápida respuesta de las autoridades financieras ante posibles contingencias.

Al respecto, cabe destacar que México es uno de los países precursores a nivel mundial en generar arreglos institucionales entre autoridades supervisoras y reguladoras del sistema financiero, con el fin de coordinar políticas conducentes a la preservación de la estabilidad financiera.<sup>4</sup> El Banco de México desempeña un papel central dentro de los referidos arreglos al participar en el recientemente creado Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero (CESF).

Así pues, y tomando en cuenta los elementos señalados en este programa monetario, a lo largo del año el Banco de México vigilará cuidadosamente la evolución de la inflación y de sus expectativas. En caso de que se presente un cambio adverso en el comportamiento de los determinantes de la inflación (tales como la brecha de producto, los precios públicos, de los granos y de otras materias primas), o bien se detecte una diferencia sostenida de las expectativas de inflación respecto del objetivo permanente del 3 por ciento, el Instituto Central ajustará su política monetaria. De esta manera, el Banco de México cumplirá con el mandato constitucional que se le ha asignado.

<sup>3</sup> Cabe señalar que en cumplimiento con lo establecido en la Ley del Sistema Nacional de Información Estadística y Geográfica, la elaboración del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) será transferida al INEGI el 15 de julio de 2011. El esfuerzo respecto de la revisión y mejora continua de las estadísticas forma asimismo parte de la estrategia integral que han establecido Banco de México y el INEGI para realizar de manera exitosa el proceso de transferencia del indicador antes mencionado. Para mayores detalles, ver comunicado de prensa sobre la inflación del 7 de enero de 2011.

<sup>4</sup> Ver Reporte sobre el Sistema Financiero a Junio de 2010.