



BANCO DE MÉXICO

Programa Monetario 2018

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Subgobernadores

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

MANUEL RAMOS FRANCIA

Programa Monetario para 2018

1. Antecedentes

De acuerdo con el Artículo 51 de la Ley del Banco de México, en el mes de enero de cada año este Instituto Central debe enviar al Ejecutivo Federal y al H. Congreso de la Unión una exposición de los lineamientos a seguir en lo referente a la conducción de la política monetaria para el año correspondiente. En cumplimiento con dicha normatividad, el presente Programa Monetario expone los criterios para la conducción de la política monetaria durante 2018.

La Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos y la Ley del Banco de México establecen como objetivo prioritario de este Banco Central el procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Con el propósito de cumplir con ese objetivo, el Banco de México adoptó desde 2001 un régimen de objetivos de inflación como marco para la conducción de la política monetaria. Específicamente, se ha planteado como objetivo alcanzar y mantener una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento. Considerando que existe una amplia gama de factores fuera del control de la autoridad monetaria y que en el corto plazo pueden incidir sobre el comportamiento de la inflación, este Banco Central estableció un intervalo de variabilidad de más/ menos un punto porcentual alrededor del objetivo antes referido.¹ La definición de este intervalo busca reconocer que la inflación presenta volatilidad que puede resultar de variaciones en precios relativos, cuyo impacto sobre el comportamiento del crecimiento del nivel general de precios es usualmente transitorio.

La mejor contribución que el Banco de México puede hacer al bienestar de la sociedad es generar un entorno de estabilidad de precios y, así, evitar los costos económicos y sociales asociados con una inflación alta y volátil. Entre dichos costos, destacan los siguientes:

1. La inflación redistribuye el ingreso y el poder adquisitivo de manera desfavorable. En efecto, la inflación puede considerarse un impuesto regresivo, toda vez que afecta en mayor medida a las familias de menores ingresos. Lo anterior, dado que estos hogares mantienen una mayor proporción de sus recursos en efectivo y cuentan con menores alternativas para proteger su patrimonio de la erosión provocada por la inflación. Además, la inflación también reduce el poder de compra de todo tipo de obligaciones contractuales.
2. La inflación afecta la asignación de recursos en la economía. En un ambiente de inflación alta y volátil, las familias y las empresas enfrentan un mayor grado de incertidumbre para la toma de decisiones, al dificultarse la extracción de señales a partir del comportamiento observado de los precios. Ello puede distorsionar los patrones de gasto y propiciar una asignación ineficiente de los recursos, afectando la productividad en la economía.

¹ Para mayores detalles sobre la meta de inflación y el intervalo de variabilidad ver el Informe sobre la Inflación Abril - Junio de 2002.

3. La inflación afecta la planeación de largo plazo de los agentes económicos. Una inflación alta y volátil propicia que se reduzcan los horizontes de planeación de los agentes económicos, lo que impacta en sus decisiones de inversión y ahorro de largo plazo. Esto último puede desincentivar la generación de proyectos de alto rendimiento social y reducir el crecimiento potencial de la economía.
4. La inflación afecta a la inversión, el empleo y los salarios reales. Además de las razones expuestas anteriormente, el crecimiento de la economía también se ve influenciado negativamente por la inflación como consecuencia de sus efectos sobre los costos de financiamiento de proyectos productivos, afectando los niveles de inversión. Adicionalmente, se ha observado que los periodos de alta inflación están ligados a episodios de disminuciones en la generación de empleo y caídas de los salarios reales.

Al considerar los costos anteriormente citados que causa una inflación elevada, es posible concluir que el procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional es un objetivo que contribuye al crecimiento económico y al bienestar de la población. En efecto, cuando la inflación es baja y estable, se genera un entorno propicio para una mayor productividad, un crecimiento más elevado y una mejor distribución del ingreso. Así, al mantener un entorno de estabilidad de precios, el Banco Central contribuye al incremento de las remuneraciones reales de los trabajadores de manera sostenible. Sin embargo, es relevante enfatizar que aun cuando la estabilidad de precios es un componente indispensable para el crecimiento sostenido de la actividad económica, por sí misma no es suficiente. En efecto, para generar un crecimiento elevado y sostenido también es necesario un entorno de finanzas públicas sanas y sostenibles y mantener un arreglo institucional que conduzca a una estructura de incentivos que promueva mejoras en la productividad y competitividad de la economía en su conjunto.

2. Consideraciones generales sobre la conducción de la política monetaria

Como se mencionó, la política monetaria en México se conduce a través de un esquema de objetivos de inflación, el cual se caracteriza, entre otras cosas, por el establecimiento de una meta explícita de inflación acorde con su mandato, así como por la implementación de la política monetaria en un marco de transparencia y bajo el principio de una clara comunicación con el público. Lo último resulta relevante ya que, bajo este esquema, la política monetaria opera de manera importante a través de su influencia en las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo cual incrementa su efectividad.

En efecto, la postura de política monetaria influye sobre la demanda y la oferta agregadas y, a su vez, sobre la inflación, a través de diversos canales de transmisión que operan de forma simultánea y que constituyen en su conjunto el mecanismo de transmisión de la política monetaria: i) el canal de tasas de interés; ii) el canal de crédito; iii) el canal de la hoja de balance de empresas y hogares; iv) el canal de tipo de cambio; v) el canal de toma de riesgos; y vi) el canal de expectativas de inflación.² Mientras que la mayoría de estos opera

² Para una explicación detallada de los principales canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria, ver el Programa Monetario para 2013.

fundamentalmente a través de sus efectos sobre la demanda agregada, algunos, como es el caso del canal de tipo de cambio y el de expectativas de inflación, también influyen a través de su efecto en la determinación de precios por parte de los agentes económicos y, por ende, en la oferta agregada. De lo anterior se deriva que cuando las acciones del Banco Central están encaminadas a mantener el anclaje de las expectativas de inflación, esto redundará en una política monetaria más eficiente, al inducir una mayor coordinación entre los agentes económicos en el proceso de formación de precios, reduciendo así los costos para alcanzar la meta de inflación. En relación con ello, para el caso de México, este Instituto Central recientemente ha documentado que el régimen actual de objetivos de inflación precisamente ha conducido a un aumento de la importancia relativa del canal de expectativas de inflación en México.³

Además de la autonomía del Banco Central, el régimen de flotación cambiaria y la ausencia de dominancia fiscal, un elemento esencial para la efectividad del régimen de objetivos de inflación es la instrumentación de una estrategia de comunicación con el público que sea transparente y clara respecto a los principales determinantes de la inflación, los objetivos del Banco Central, sus planes y sus decisiones. En efecto, cuando el Banco Central goza de credibilidad y los agentes económicos tienen confianza en que este ajustará su postura monetaria ante los choques que pudieran desviar de manera sostenida la inflación de su objetivo, sus expectativas de inflación suelen estar mejor ancladas a dicho objetivo, generando importantes ganancias en eficiencia para la autoridad monetaria en el proceso de convergencia a la meta de inflación.

Considerando que las acciones de política monetaria inciden con cierto rezago en la economía, el Banco Central toma sus decisiones a partir de una evaluación cuidadosa y detallada de la coyuntura económica y de las condiciones monetarias y financieras prevalecientes, así como de las perspectivas de las mismas en el horizonte en el que opera la política monetaria, el cual se estima es de entre cuatro y seis trimestres. De esta forma, en el ejercicio de sus funciones, la divulgación de información y la comunicación en cuanto a sus objetivos, instrumentos, previsiones y decisiones han sido elementos fundamentales para alcanzar la meta y generar confianza y credibilidad. En este contexto, en su esfuerzo continuo por mejorar su estrategia de comunicación con el público, a partir del Informe Trimestral Abril - Junio de 2017 la Junta de Gobierno del Banco de México decidió añadir en todas las gráficas de abanico que muestran los pronósticos, tanto de la inflación como de la actividad económica, la proyección central del Informe correspondiente y la del Informe previo.

Esta nueva forma de presentar los pronósticos contribuye a reforzar el papel del Banco Central en la formación de expectativas y provee una referencia para evaluar la trayectoria observada de la inflación respecto a las previsiones del Banco Central y, de ese modo, identificar posibles desviaciones, lo que a su vez debe ser adecuadamente analizado por la Institución y considerado en sus acciones de política monetaria. Adicionalmente, cuando la inflación se encuentra en niveles distintos a su meta, al dar a conocer la trayectoria de la inflación esperada por el Banco Central en el horizonte en el que opera la política monetaria, se comunica al público tanto el horizonte de tiempo, como la velocidad, a la que se estima que

³ Ver el Recuadro 2 “Cambios Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México” del Informe Trimestral Enero - Marzo 2016.

la inflación regresará a su meta. Con ello, se refuerza el papel de la política monetaria para coordinar las expectativas de inflación.

Los esfuerzos que ha realizado el Banco de México para alcanzar y mantener un entorno de inflación baja y estable en México han contribuido a que se observe una menor persistencia de la inflación, un anclaje de las expectativas de inflación en niveles cercanos a la meta, y una disminución en el traspaso de cambios en precios relativos y, en especial, de fluctuaciones cambiarias a los precios de los bienes y servicios. En particular, este Instituto Central ha buscado evitar, a través de sus acciones, que los movimientos del tipo de cambio real, que son un mecanismo de ajuste natural de la economía ante distintos choques y que conducen a cambios en los precios relativos de las mercancías respecto a los servicios, afecten las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y, con ello, contaminen la evolución de los precios de los servicios a través de efectos de segundo orden.

Así, a pesar del entorno adverso que ha enfrentado la economía mexicana en los últimos años, tanto la tasa de depreciación del tipo de cambio nominal, como la inflación, han sido menores a lo observado en episodios previos en los que el tipo de cambio real registró movimientos de magnitud similar. Además, a diferencia de episodios previos, en la actualidad las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se han mantenido estables, a pesar de la magnitud de los choques que han afectado a la inflación. De ello es posible concluir que la adopción de un esquema de objetivos de inflación, aunada a un régimen de tipo de cambio flexible, ha contribuido a un mejor funcionamiento del sistema nominal de la economía. Esto conlleva importantes beneficios para la economía, ya que se puede hacer frente a choques con menores afectaciones a la actividad económica. Para que el mejor funcionamiento del sistema nominal se consolide, se requiere que el Banco de México continúe actuando de forma oportuna, implementando las medidas conducentes para que los ajustes en precios relativos se den de manera ordenada, evitando la aparición de efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios en la economía y contribuyendo a la convergencia de la inflación al objetivo.

3. Consideraciones sobre el entorno en 2018 para la conducción de la política monetaria

A finales de 2016 y durante los primeros meses de 2017 la inflación continuó viéndose afectada por diversos choques. Entre ellos destacan una depreciación de la moneda y un aumento en su volatilidad, ante la incertidumbre relativa a la postura del nuevo gobierno estadounidense en cuanto a su relación bilateral con México; el aumento en los precios de algunos energéticos derivado del proceso de su liberalización, destacando el caso de las gasolinas, así como el de los precios del gas L.P., que registró incrementos de precios sin estar asociados a presiones de costos, lo que parece reflejar una estructura de mercado con insuficiente competencia. En este periodo también presionó a la inflación el alza de los precios de algunos productos agropecuarios y de las tarifas autorizadas de autotransporte. Así, ante la incidencia de estos choques en la inflación, esta sufrió un deterioro, hasta ubicarse en 6.66 por ciento en agosto. Si bien a partir de ese mes la inflación comenzó a mostrar una inflexión a la baja, en los últimos meses de 2017 se vio afectada por choques adicionales no previstos. En primer lugar, a partir de septiembre la cotización del peso frente al dólar registró una depreciación adicional e incrementos en su volatilidad, ello en un contexto de mayor incertidumbre con

relación al proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, y de la posible aprobación de un plan fiscal expansionista en dicho país. Además, se presentaron algunos choques adicionales de oferta, destacando entre ellos los precios del gas L.P. y de ciertas frutas y verduras, los cuales respondieron, en buena medida, a eventos climatológicos. Considerando los choques antes mencionados y los efectos del aumento al salario mínimo, que entró en vigor en diciembre en lugar de enero, se presentó un incremento adicional en la inflación, alcanzando 6.77 por ciento al cierre de 2017.

En este contexto, el Banco de México siguió ajustando su postura monetaria, incrementando el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 125 puntos base de enero a junio de 2017, momento a partir del cual la tasa objetivo se mantuvo sin cambio hasta noviembre. No obstante, ante los choques adicionales que afectaron a la inflación, en la reunión de diciembre de 2017 la Junta de Gobierno decidió aumentar la tasa objetivo en 25 puntos base, a un nivel de 7.25 por ciento. Ello, para mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo ante la aparición de nuevos choques y mantener una postura monetaria congruente con la convergencia de la inflación a su meta. Cabe señalar que la Junta de Gobierno toma sus decisiones considerando que las medidas de política monetaria inciden con cierto rezago sobre el comportamiento de la inflación a través de los canales de transmisión antes señalados, los cuales han estado operando cabalmente. Al respecto, si bien las expectativas de inflación de corto plazo se han incrementado, de manera acorde con el repunte de la inflación observado, aquellas de mediano y largo plazo se mantuvieron estables, en niveles alrededor de 3.50 por ciento.

Es importante señalar que los ajustes en la tasa de referencia implementados por el Instituto Central desde finales de 2015, cuando la política monetaria comenzó a ajustarse ante los cambios que fue presentando el entorno externo, suman 425 puntos base, a partir de un nivel mínimo de 3.0 por ciento. En un entorno de elevada incertidumbre como el actual, se requiere de una política monetaria prudente y firme que adopte las medidas necesarias para hacer frente a las desviaciones de la inflación esperada respecto a su objetivo, pudiendo ser estas mayores a las que se adoptarían en un contexto de menor incertidumbre.

El panorama que se espera para la economía en 2018 se caracteriza por la expectativa de una expansión de la economía global más generalizada entre países, acompañada por una inflación baja y en un contexto en el que se prevé que los principales bancos centrales continuarán avanzando en la normalización de su postura monetaria. Este escenario externo está sujeto a riesgos a la baja, tales como la posibilidad de condiciones monetarias más astringentes en las principales economías avanzadas, riesgos geopolíticos, y la posibilidad de que se adopten políticas proteccionistas en diversas regiones. En este entorno, se espera una expansión moderada de la economía nacional y la estimación de la brecha de producto no indica presiones de demanda sobre la inflación, si bien tampoco holgura. Al respecto, se mantienen los riesgos a la baja sobre el crecimiento, especialmente por los efectos que puede tener la incertidumbre relativa al proceso de negociación del TLCAN sobre el gasto agregado.

En este contexto, se prevé que en 2018 la inflación general comience a disminuir y converja gradualmente hacia la meta de 3.0 por ciento. Al respecto, se estima

que hacia finales del año alcance niveles cercanos a la meta y que fluctúe alrededor de ella en 2019. Esta previsión considera una reducción importante de la inflación no subyacente a partir de enero de 2018 y a lo largo del año, en la medida que no se repitan el tipo de choques que la afectaron en 2017, así como un comportamiento ordenado del tipo de cambio y la ausencia de presiones provenientes del mercado laboral. Por otro lado, es importante señalar que la economía puede verse afectada en cualquier momento por cambios de precios relativos, los cuales afectan transitoriamente la inflación, por lo cual se ha establecido un intervalo de más/menos un punto porcentual alrededor de la meta.

Ante la complejidad del entorno actual, la expectativa antes descrita está sujeta a diversos factores de riesgo, tanto internos como externos, que pudiesen llegar a desviar el comportamiento de la inflación respecto a dicha trayectoria. Entre los riesgos al alza, es posible que se registre una depreciación de la moneda nacional en respuesta a una evolución desfavorable del proceso de negociación del TLCAN, a una reacción adversa de los mercados a las acciones de política monetaria o fiscal en los Estados Unidos, o a volatilidad asociada al proceso electoral de 2018. Otro riesgo es que los precios de los bienes agropecuarios y de los energéticos, en particular del gas L.P., presenten presiones adicionales. Además, tomando en cuenta que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra podría afectar la inflación. En cuanto a los riesgos a la baja, la moneda nacional podría apreciarse, por ejemplo, en caso de que el resultado de las negociaciones del TLCAN sea favorable. Adicionalmente, la actividad económica podría presentar un menor dinamismo que el anticipado. A su vez, existe la posibilidad de que se observen reversiones más importantes en los precios de algunos bienes y servicios del componente no subyacente respecto a los choques que los impactaron el año anterior. En suma, se considera que el balance de riesgos para la inflación es al alza.

En relación con el punto anterior, es importante mencionar que la liberalización de los precios de los energéticos que se ha llevado a cabo provocará que estos respondan de manera más directa a sus referencias internacionales y al tipo de cambio nominal, lo cual podría inducir a una mayor volatilidad en el componente no subyacente y, por tanto, en la inflación general. Por ello, en el entorno actual, la Junta de Gobierno seguirá con atención la evolución de los componentes de tendencia de la inflación, como lo es la inflación subyacente, en relación a la meta.

La Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a la trayectoria prevista, considerando el horizonte en el que opera la política monetaria, así como a todos los determinantes de la inflación, sus expectativas de mediano y largo plazo y el balance de riesgos que se tenga para estos. Adicionalmente, ante la presencia de riesgos que, por su naturaleza, impliquen un elevado grado de incertidumbre respecto a sus consecuencias para la inflación y sus expectativas, es necesario que la política monetaria actúe de manera oportuna y firme. Con ello, se contribuye al anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se propicia la convergencia de la inflación a su meta.

Finalmente, debe destacarse que las acciones de política monetaria que se han venido implementando para mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, aunado al compromiso del Gobierno Federal en relación al cumplimiento de las metas fiscales para 2017 y 2018, así como la solidez que ha

mantenido el sistema financiero mexicano, han contribuido a que la economía mexicana esté en mejor posición para enfrentar posibles escenarios adversos, con lo cual estos pueden absorberse con menores costos para la sociedad. También debe enfatizarse la renovación anticipada de la Línea de Crédito Flexible que México tiene con el Fondo Monetario Internacional por dos años más, en reconocimiento de la solidez del marco macroeconómico del país. Hacia adelante, se prevé que la economía mexicana seguirá enfrentando un panorama complejo, lo que hace particularmente relevante que, además de seguir una política monetaria como la descrita en este Programa Monetario, se continúe impulsando la implementación de las reformas estructurales, la adopción de medidas que propicien una mayor productividad, y que las autoridades correspondientes perseveren en la consolidación de las finanzas públicas.



BANCO DE MÉXICO

Enero 2018

www.banxico.org.mx