

# Efecto sobre la Inflación de los Ajustes de Política Monetaria de 2015 a la Fecha

---

Extracto del Informe Trimestral Julio – Septiembre 2017, Recuadro 3, pp. 56-58, Noviembre 2017

## Introducción

---

La Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos establece que el objetivo prioritario del Banco de México es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Para dar cumplimiento a dicho objetivo, el Instituto Central adoptó en 2001 el Esquema de Objetivos de Inflación como marco para la conducción de su política monetaria. En el marco de este régimen –caracterizado por el establecimiento de una meta cuantitativa para la inflación, y el énfasis en una mejor transparencia y comunicación con el público, entre otros elementos–, el Banco Central realiza una cuidadosa evaluación de la coyuntura económica, analizando todas las fuentes de presiones inflacionarias, con el fin de tomar las acciones necesarias para que la trayectoria futura de la inflación sea congruente con el objetivo planteado. Para ello, considera que sus acciones inciden en el proceso de formación de precios de la economía a través de diversos canales, conocidos en su conjunto como el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Es relevante destacar que la operación de estos canales implica que las acciones de política monetaria generalmente influyen en la inflación observada con cierto rezago.<sup>1</sup>

En este contexto, y en un entorno en el que las acciones de política monetaria gozan de efectividad y credibilidad, sería de esperarse que, ante choques adversos que producen cambios en precios relativos, las expectativas de inflación de más corto plazo se incrementaran como consecuencia del impacto inmediato de dichos choques sobre la inflación medida, en tanto que aquellas de mediano y largo plazo se mantuvieran estables, reflejando la transitoriedad del incremento en la inflación y la eventual convergencia de esta a su meta. En este sentido, desde diciembre de 2015 a la fecha, el Banco de México ha ajustado su postura monetaria, incrementando el Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 400 puntos base, de 3 a 7 por ciento, para contribuir a que los ajustes en precios relativos derivados de los choques que han afectado a la economía nacional desde mediados de 2014 se den de manera ordenada, evitando así la aparición de efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios de la economía. En efecto, como resultado de estas acciones, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo han permanecido estables y, en congruencia con esto, se espera que la inflación haya alcanzado recientemente su máximo e iniciado una tendencia descendente, la cual se estima continúe hacia finales de año y se acentúe el próximo, conduciendo a la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento hacia finales de 2018.

Con el fin de ilustrar los posibles efectos negativos que hubiese tenido una política monetaria pasiva en los últimos años, en este recuadro se presentan dos escenarios macroeconómicos contrafactuales en los que se plantea cuál hubiera sido el comportamiento de la inflación de 2016 a la fecha, así como su trayectoria pronosticada, en presencia de la serie de choques que afectaron a la economía mexicana, pero sin una política monetaria prudente y activa. Los resultados sugieren que, de no haberse realizado dichos ajustes, se hubieran podido presentar desviaciones de la inflación con respecto a su meta mayores a las que de facto se registraron, y se hubiera pospuesto de forma considerable la convergencia de la inflación a su meta, lo cual hubiera puesto en riesgo el anclaje de las expectativas de inflación.

---

<sup>1</sup> Para una descripción de los canales del mecanismo de transmisión de política monetaria en México y de los cambios recientes en la importancia relativa de cada uno de ellos, ver el Recuadro “Cambios Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México” del Informe Trimestral Enero-Marzo 2016.

## Ejercicios Contrafactuales ante los Choques Recientes

---

En los últimos años la economía mexicana enfrentó diversos choques que han afectado a la inflación. Conforme se fueron presentando, estos pueden agruparse en dos periodos:

Primer periodo de choques (de 2014T3 a 2016T3). En la segunda mitad de 2014 y durante 2015 se registró una importante disminución en los precios del petróleo, mismos que se mantuvieron en niveles bajos durante 2016. Esto implicó un deterioro importante de los términos de intercambio en el país y una vulnerabilidad para las finanzas públicas. Este choque, junto con las perspectivas sobre el proceso de normalización de la postura monetaria en Estados Unidos –en un entorno de divergencia en la expectativa de la postura de política monetaria de las principales economías avanzadas–, y a los distintos sucesos que fueron marcando la evolución del proceso electoral en dicho país, provocó diversos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales que, a su vez, generaron una depreciación considerable de la moneda nacional y un aumento en su volatilidad. Como resultado de lo anterior, durante 2015 se inició un importante ajuste en precios relativos en la economía mexicana, cuyo efecto, si bien fue compensado a lo largo de dicho año tanto por el desvanecimiento de los efectos sobre precios de las modificaciones fiscales del 2014, como por las bajas en los precios de los servicios de telecomunicaciones y de algunos energéticos, comenzó a traducirse en una trayectoria gradual ascendente de la inflación subyacente en 2016.

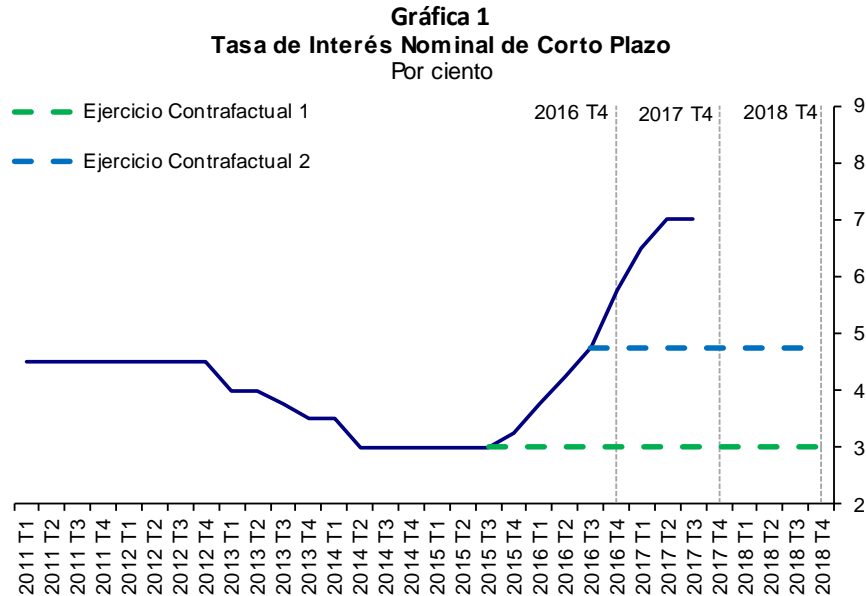
Segundo periodo de choques (de 2016T4 a 2017T3). A finales de 2016 y principios de 2017, ante la incertidumbre sobre el efecto de la política económica de la nueva administración estadounidense en su relación comercial y migratoria con nuestra nación, se registró una depreciación adicional considerable de la moneda nacional y un aumento en su volatilidad. Adicionalmente, durante el mismo lapso, se presentaron choques de oferta de magnitud considerable, entre los que destacan: en enero, el incremento al salario mínimo y el incremento en los precios de los energéticos derivados del proceso de su liberalización, sobre todo en lo que corresponde a las gasolinas y al gas L.P. Posteriormente, a los choques antes descritos se sumaron el repunte de algunos precios de agropecuarios y de las tarifas autorizadas por distintas instancias de gobierno, en particular los de autotransporte. Como resultado de lo anterior, ante la incidencia significativa de algunos de estos choques en algunos rubros de la inflación y los efectos indirectos del incremento en los precios de los energéticos sobre algunos rubros de la inflación subyacente, la inflación general sufrió un deterioro importante, manteniendo una tendencia al alza por 14 meses consecutivos, hasta ubicarse en agosto pasado en 6.66 por ciento.

El objetivo de los ejercicios que a continuación se presentan es cuantificar los efectos de las decisiones de política monetaria tomadas por la Junta de Gobierno desde diciembre de 2015 y hasta el tercer trimestre de 2017 ante los episodios de choques adversos antes descritos. Para tal efecto, se usa un modelo macroeconómico de pequeña escala para una economía pequeña y abierta –como lo es el caso de México–, mediante el cual es posible caracterizar el funcionamiento de la economía dentro de un marco de equilibrio general en el que es posible, por un lado, estudiar la interacción entre las principales variables macroeconómicas en respuesta a varios tipos de choques y, por el otro, capturar los efectos de las decisiones de política monetaria sobre las mismas.<sup>2</sup> En particular, se realizan dos ejercicios contrafactuales cuyos efectos sobre la inflación se comparan con la trayectoria observada de la misma y con el escenario de pronóstico actual del Banco de México para dicha variable:

---

<sup>2</sup> El modelo empleado es similar en estructura al descrito en el Recuadro “Cambios Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México” del Informe Trimestral Enero-Marzo 2016. En particular, este está conformado por las siguientes ecuaciones: i) una Curva IS que modela el comportamiento de la brecha de producto; ii) una Curva de Phillips que describe la dinámica de la inflación subyacente; iii) una ecuación que especifica la dinámica del tipo de cambio real basada en la paridad de tasas de interés; iv) una regla de política monetaria; y v) ecuaciones que determinan la evolución de la inflación no subyacente y de las principales variables macroeconómicas de Estados Unidos (brecha de producto, inflación y tasa de interés), mismas que se modelan de manera exógena como un proceso autorregresivo de orden 1 y un vector autorregresivo de orden 2, respectivamente. Para una explicación detallada del funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria en México y de la reacción de las principales variables macroeconómicas ante diversos choques, así como de la respuesta de la tasa de referencia necesaria para estabilizar la economía dada la ocurrencia de los mismos, ver el Programa Monetario 2013.

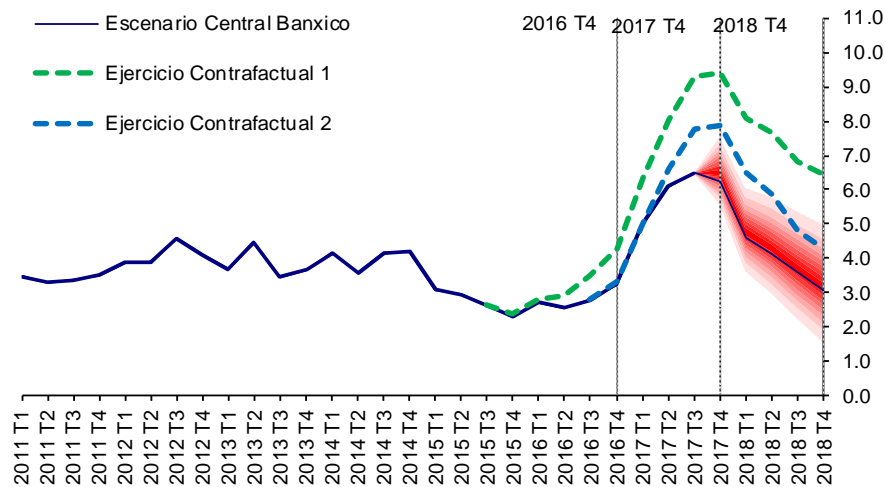
- a) Ejercicio Contrafactual 1. Supone que la autoridad monetaria no responde a ninguno de los choques que afectaron a la economía desde mediados de 2014. Así, la tasa de política monetaria se mantiene constante en 3.00 por ciento del último trimestre de 2015 hasta la fecha (Gráfica 1).
- b) Ejercicio Contrafactual 2. Supone que la autoridad monetaria responde a los choques que afectaron a la economía mexicana hasta 2016T3, es decir, responde al primer episodio de choques descrito, pero no así al episodio de choques subsecuente. Así, la tasa de referencia se mantiene en 4.75 por ciento a partir de 2016T4 (Gráfica 1).



Los efectos de suponer una política monetaria pasiva de acuerdo con los ejercicios contrafactuales antes descritos pueden apreciarse en la Gráfica 2. De haberse mantenido la tasa de referencia en 3 por ciento desde finales de 2015 hasta la fecha (Ejercicio Contrafactual 1), la inflación general hubiera presentado una tendencia al alza más acentuada a partir de 2016 y durante lo que va de 2017. En particular, para 2016T4 esta variable se hubiera situado 100 puntos base por encima del nivel que registró, en tanto que para 2017T3 lo hubiera hecho 280 puntos base por encima de este último. Más aún, la inflación todavía no habría alcanzado su punto máximo, puesto que en este caso lo habría hecho hasta 2017T4, alcanzando niveles de 9.4 por ciento, y se hubiera esperado que durante 2018 esta registrara una tendencia a la baja mucho más lenta que la actualmente prevista, para ubicarse en 6.4 por ciento en 2018T4 (esto es, alrededor de 340 puntos base por encima de la perspectiva actual).

Por su parte, de haberse materializado el Ejercicio Contrafactual 2, la inflación general se hubiera mantenido en niveles similares a los observados a principios de 2017, para luego continuar con una tendencia ascendente más pronunciada en 2017T3, ubicándose durante este periodo 130 puntos base por encima de la inflación observada, es decir, alrededor de 7.8 por ciento anual. Al igual que en el Ejercicio Contrafactual 1, la inflación hubiera alcanzado su nivel máximo en 2017T4. La tendencia decreciente esperada para la misma durante 2018 hubiera sido más pronunciada, por lo que se prevería que esta se ubicara en 4.3 por ciento en 2018T4 (es decir, alrededor de 122 puntos base por encima de lo que se prevé actualmente).

**Gráfica 1**  
**Inflación General**  
Por ciento



El incremento de la inflación a niveles superiores a los que de hecho registró, y la perspectiva de que esta hubiera continuado subiendo durante 2017T4 para, posteriormente, presentar una tendencia a la baja durante 2018 previstos en los Ejercicios Contrafactuales, son producto de la conjunción de diversos fenómenos. Ante la ausencia de incrementos oportunos en la tasa de referencia por parte de la autoridad monetaria, la tasa real prevaleciente en la economía hubiera sido menor a la observada, implicando un estímulo monetario incluso mayor al que prevaleció en la economía durante 2015. Ello hubiera provocado una depreciación adicional considerable del tipo de cambio lo que, por un lado, junto con la menor tasa de interés real, hubiera implicado un mayor estímulo para la demanda agregada y, por el otro, un incremento en los costos de ciertos insumos de la producción. Ambos factores habrían contribuido a la presencia de mayores presiones inflacionarias, que hubieran conducido a la inflación a niveles superiores a aquellos a los que los choques mismos la condujeron.

## Conclusión

Los resultados de los ejercicios contrafactuales presentados en este recuadro sugieren que el ajuste oportuno de la postura de política monetaria que el Banco de México ha implementado desde finales de 2015 y hasta la fecha ha tenido como resultado que el incremento de la inflación fuera menor que el que se hubiera observado en ausencia de dichos ajustes y que, con ello, se contemple una convergencia de la inflación a su meta a finales de 2018 más acelerada. Así, es posible argumentar que las acciones de política monetaria han contribuido al anclaje de las expectativas de inflación y han evitado la contaminación del proceso de formación de precios de la economía.

No obstante, es importante señalar que la interpretación de los resultados aquí presentados debe tomarse con cautela, toda vez que el tipo de modelos a partir de los cuales estos se derivan supone que los agentes económicos toman sus decisiones con base en expectativas racionales. Esto implica suponer, en el caso de los ejercicios contrafactuales, que si bien las acciones de política monetaria que se van registrando se desvían de la postura que sería congruente con la convergencia de la inflación a su meta, esta desviación es percibida como temporal, y se anticipa que eventualmente la autoridad monetaria actuará de forma tal para que la convergencia sea asegurada. Por ello, no contemplan el riesgo relacionado a la pérdida de credibilidad del banco central, ni situaciones en las que haya un desanclaje de las expectativas de inflación en los casos en los que este no actúa oportunamente. Así, los resultados pueden considerarse como conservadores, al representar una cota inferior de la trayectoria que la inflación podría haber mostrado en cada caso.