

## Política Monetaria, Minutas de Banxico

### Mensajes Importantes:

- Las minutas revelan un cambio en la opinión preponderante, favoreciéndose ahora la posibilidad de una baja en la tasa de referencia, aunque no hay opinión mayoritaria explícita que indique que sería lo más conveniente.
- Aunque es una opinión minoritaria, hay argumentos de peso que piden no anticiparse a bajar la tasa cuando aún no se ha consolidado cabalmente la convergencia al objetivo pero se está tan cerca de conseguirlo.
- El escenario más probable es el de una tasa de referencia sin cambio durante los próximos meses, aunque se fortalece la posibilidad de observar un recorte.
- Banxico sigue preocupado por la desaceleración y los riesgos a la baja del crecimiento económico.

En las minutas correspondientes a la decisión de política monetaria del 18 de enero continúa observándose una intensa discusión al interior de la Junta de Gobierno, aunque en esta ocasión parece cobrar fuerza la intención de reducir la tasa de referencia, no sin una clara oposición. Para tener una lectura más clara de estas opiniones, centrados en la discusión de los votos, en esta nota **agrupamos los argumentos y posiciones más relevantes** expresadas por los miembros de la Junta **de acuerdo a su grado de consenso.**

### Todos.

- El ritmo de expansión económica en México se ha moderado, en buena medida como consecuencia de un menor dinamismo de la demanda externa, ya que las exportaciones se han desacelerado.
- La Junta de Gobierno deberá mantenerse atenta a la evolución de la inflación y sus determinantes, para que se procure la convergencia de la inflación a su objetivo.

### La Mayoría

- El entorno mundial sigue mostrando debilidad y persisten riesgos a la baja para el crecimiento, ya que las expectativas siguen siendo desfavorables.
- La aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales ha disminuido, pero no se pueden descartar nuevos episodios de riesgos exacerbados y volatilidad.
- Se prevén condiciones de inflación mundial baja y estable, que los precios de las materias primas continúen con trayectorias moderadamente a la baja y que se mantengan políticas monetarias laxas en las principales economías.
- El balance de riesgos para la inflación ha mejorado.
- Comienza a hacerse más notoria la desaceleración en algunos componentes del gasto interno, mientras que la brecha del producto se encuentra cercana a cero y no existen presiones generalizadas provenientes de la demanda agregada o del mercado laboral.
- Las perspectivas para el crecimiento de México en 2013 se mantienen por debajo del que se habría registrado en el 2012, y persisten riesgos a la baja.
- La baja en la inflación se ha dado en un entorno en el que la política monetaria ha contribuido a que los ajustes en precios relativos se hayan dado de manera ordenada y sin efectos de segundo orden.
- La inflación del 2013 se situará cerca del objetivo.
- **Se podría crecer a un mayor ritmo sin que se observen presiones inflacionarias, de modo que se podría tener un nivel de tasas de interés más bajo sin comprometer la convergencia a la meta de inflación.**
- De confirmarse la tendencia favorable en la inflación, sería importante enfatizar que una reducción en la tasa de referencia podría ser congruente con el compromiso de convergencia de la inflación hacia su objetivo permanente.

Este documento, elaborado por la Dirección de Estudios Económicos y Planeación Estratégica, y dirigido exclusivamente a personas que radican en el territorio Mexicano, es publicado con la única intención de proporcionar información y análisis con base en las fuentes que se consideran fidedignas y que sin embargo, no garantizan su veracidad. Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas aquí reflejan el punto de vista personal de los economistas y analistas de Scotiabank Inverlat señalados en el presente documento, no el de un área de negocio en particular y no necesariamente una opinión institucional. Dichas opiniones pueden modificarse de acuerdo con los cambios en las condiciones económicas, políticas y sociales, y no deben ser consideradas como una declaración unilateral de la voluntad, ni ser interpretadas como una oferta, sugerencia o invitación para comprar o vender valor alguno, o como una oferta, invitación o sugerencia para contratar los servicios de Scotiabank Inverlat. La compensación de los analistas que elaboraron el documento depende, entre otros factores, de la rentabilidad y la utilidad generada por todas las áreas de Scotiabank Inverlat, pero no por un negocio o área de negocio en particular. La compensación de los analistas no se relaciona con una recomendación en particular; la compensación, entre otros factores, depende de la oscuridad de las estimaciones y recomendaciones contenidas en este documento. Los analistas no reciben compensación alguna por parte de los emisores de los valores que se describen en este reporte. Algunos de los valores contenidos en este reporte (agente colocador, agente estructurador, representante común, asesor financiero, servicios financieros, etc.). La Dirección de Estudios Económicos, de la que forman parte los economistas y analistas que elaboran este reporte, es un área independiente de las áreas de negocio, incluyendo el área de Operaciones y de Banca de Inversión y, no recibe remuneración, directriz, o de cualquier forma, influencia alguna por parte de las áreas de negocio que pueda afectar en cualquier sentido las opiniones contenidas en este documento. Este documento no puede fotocoparse, ser utilizado por cualquier medio electrónico o bien ser reproducido por algún otro medio o método en forma parcial o total; tampoco puede ser citado o divulgado sin la previa autorización de la Dirección de Estudios Económicos y Planeación Estratégica de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, S.A. de C.V. Los servicios de Scotia Inverlat Casa de Bolsa no están disponibles para personas en los Estados Unidos de América, salvo Inversoras Institucionales Mayores (Major Institutional Investors) o Corredores Registrados (Registered Broker Dealers).

### Estudios Económicos

- Mario Correa 5123-2683
- Carlos González 5123-2685
- Gustavo Hernández 5123-2686
- Silvia González 5123-2687
- Jessica Pliego 5123-000 ext 36760

## Algunos

- Persisten importantes riesgos a la baja para el crecimiento en México.
- Se espera que la inflación subyacente se sitúe cerca del 3% en el 2013,
- Los sanos fundamentos macroeconómicos crean expectativas favorables y propician la apreciación del tipo de cambio. Continúan entrando importantes recursos del exterior, con el correspondiente impacto sobre el tipo de cambio.
- La consolidación fiscal recientemente aprobada es adecuada para facilitar el ajuste de la economía a un entorno de menor crecimiento e inflación. Una reducción en la tasa de referencia podría contribuir a facilitar dicho ajuste a los menores costos para la economía.
- En caso de que dicha reducción se decidiera, debería comunicarse como una corrección de una vez por todas que refleje las ganancias en el combate a la inflación y no como el inicio de un ciclo de relajamiento de política monetaria.

## Un Miembro

- El balance de riesgos para la inflación permanece aproximadamente igual.
- La inversión en vivienda ha sido un lastre para la economía. Tomando en cuenta los bienes comerciables, la brecha del producto se ha vuelto negativa.
- Existe la posibilidad de presiones de demanda agregada, ya que diversos indicadores como la brecha del producto y la utilización de la capacidad instalada del sector manufacturero apuntan a que no existe holgura en la economía.
- No se observa evidencia de presiones generalizadas sobre los precios a partir de las encuestas a las empresas.
- El balance de riesgos para el crecimiento ha mejorado como resultado de una menor incertidumbre y un menor riesgo de recesión en EUA.
- Sin demeritar la baja en la inflación, hay que evaluarla cautelosamente, ya que estuvo 6 meses por arriba del 4% y la reducción ha dependido crucialmente de la disminución en los precios de las telecomunicaciones, cuyo beneficio podría ser transitorio; excluyendo la telefonía móvil, fija e internet, la inflación anual en diciembre hubiera sido aproximadamente 4.4%; además el porcentaje de componentes del INPC aumentando más de 4% se mantiene cerca del 50%.
- La baja en los precios de telecomunicaciones refleja mejoras tecnológicas y podría ser sostenible, además que es posible que los choques adversos continúen deshaciéndose.
- La baja en la inflación a finales del 2012 no ha resultado en una reducción clara de las expectativas de inflación para 2013 y las correspondientes a todos los plazos continúan por arriba del objetivo permanente de 3%.
- Las posiciones abiertas a favor del peso son muy altas y persiste un gran apetito por títulos de largo plazo, lo cual indica que no se esperan efectos negativos sobre la inflación por una posible depreciación del tipo de cambio.
- La economía de EUA podría estar transitando hacia un equilibrio de menor crecimiento, y en consecuencia, habría una tendencia de mediano plazo a que el tipo de cambio se deprecie. En el entorno actual, la mezcla de política macroeconómica adecuada pudiese implicar una mayor fortaleza fiscal y un relajamiento monetario.
- La inflación no ha convergido aún al 3%. Enviar la señal de una reducción futura en la tasa de referencia podría ser prematuro, debido a que todavía no se tiene información suficiente como para justificar dicha acción. De manera paralela, en el pasado se había decidido no subir la tasa aún cuando por varios meses consecutivos la inflación se había ubicado por arriba del 4%. Existe el costo de no aprovechar la oportunidad de mantenerse firme en la postura monetaria y con ello lograr finalmente la convergencia a la meta, en este momento en el que el Banco de hecho se encuentra tan cerca de alcanzarla.

**Comentarios a las Minutas**

**Cobra fuerza la intención de reducir la tasa de referencia.** Sin ser una opinión unánime, se vuelve a hablar de la posibilidad de bajar la tasa de referencia, argumentándose que esto no comprometería la convergencia de la inflación hacia su objetivo permanente y con ello se podría facilitar el ajuste a los menores costos para la economía y tener un crecimiento económico mayor. Incluso se menciona, por parte de la mayoría, que en caso de decidirse un recorte en tasas debería aclararse que sería una corrección de una vez por todas y no el inicio de un ciclo de relajamiento de la política monetaria. Esto aumenta la probabilidad de observar un recorte a la tasa de referencia antes de que termine el año.

**PERO sigue sin ser una opinión mayoritaria.** Aún en esta reunión, en la que falta todavía la integración de un subgobernador, no es explícito por parte de la mayoría que sería recomendable una reducción de la tasa de interés en estos momentos. Una posible baja en la tasa de referencia sería favorable para el crecimiento y, de acuerdo a la opinión de la mayoría, no comprometería la convergencia hacia el objetivo, pero sigue siendo condicional a que se consolide la baja en la inflación.

**Hay argumentos de peso en contra de una baja prematura.** Si bien es una opinión minoritaria, al parecer de sólo uno de los miembros de la Junta, hace mucho sentido no adelantarse a reducir la tasa de referencia cuando todavía no se ha alcanzado cabalmente el objetivo de inflación pero se está tan cerca de conseguirlo, y cuando las expectativas de inflación continúan por arriba de la meta en todos sus plazos. Hace también mucho sentido que así como se mantuvo la prudencia durante varios meses en que la inflación estuvo por arriba del 4% sin mover la tasa, ahora se mantenga la misma prudencia.

**El mantener sin cambio la tasa de referencia parece el escenario más probable.** Dado que habría que conjuntar la información de algunos meses antes de poder concluir que se está consolidando una inflación baja y muy cercana a la meta, y que contemplamos un escenario de crecimiento positivo, nos inclinamos a pensar que la postura monetaria se mantendrá sin cambio en lo que resta del 2013. Para que se materializara un recorte a la tasa de referencia tendría que observarse una combinación de eventos entre los que estarían: a) una baja significativa en las perspectivas de crecimiento o señales más claras de desaceleración en la actividad económica en México; b) una baja más importante en las expectativas de inflación del mercado, especialmente en los plazos más largos; c) una apreciación más significativa en el tipo de cambio; d) un mayor grado de consenso al respecto al interior de la Junta.

**Difícil, la lectura de Banxico.** Por un lado, las minutas revelan que algunos miembros de la Junta, que eventualmente podrían ser mayoría, tienen la clara intención de hacer un recorte en la tasa de referencia y “capitalizar” la oportunidad de tener tasas más bajas sin poner en riesgo el control de la inflación. Por otro lado, desde el punto de vista de los argumentos expresados, independientemente de su peso relativo, el caso para una baja en la tasa de referencia aún parece incompleto. La probabilidad de que se observe un recorte en la tasa de interés se ha incrementado significativamente, y posiblemente esté muy cercana a la probabilidad de mantener las tasas sin cambio. En dado caso de que se decidiera un recorte, éste podría ser de 50 puntos base y por una sola vez.