

Política Monetaria, Minutas de Banxico

Mensajes Importantes:

- **Las minutas revelan una decisión dividida por primera vez, con una clara oposición de uno de los miembros a la decisión de recortar la tasa de interés.**
- **También se observa que la preocupación por los efectos de la alta liquidez global sobre nuestros mercados pudo haber resultado determinante en la decisión de Banxico.**
- **Lo más probable es que la tasa de referencia permanezca sin cambio durante lo que resta del año.**

En las minutas correspondientes a la decisión de política monetaria del 7 de marzo se encuentra información muy relevante respecto a la decisión de recortar la tasa de interés de referencia. Como era de esperarse, la discusión fue intensa, y por primera vez se tomó una decisión que no fue unánime entre los miembros de la Junta de Gobierno del banco central, ya que uno de los miembros votó en contra del recorte a la tasa de referencia.

Desde luego es sano que haya diferencias de opinión al interior de la Junta y que estas se ventilen de forma abierta y se comuniquen al público. Hay que notar, sin embargo, que tomar la decisión de modificar una postura monetaria que ha funcionado bien en el pasado por razones que no necesariamente tienen que ver de forma directa con la inflación y sin el consenso de todos los miembros de la Junta resulta controversial y pudiera inducir un mayor grado de dificultad en la interpretación de las decisiones de la autoridad monetaria.

Respecto al diagnóstico de la economía, esto no cambió significativamente respecto a lo comentado en la decisión precedente, aunque sí se observaron unos cambios menores entre los que destaca la opinión de la mayoría respecto a la “eliminación del riesgo de un escenario de fragmentación del euro”; que podría parecer prematura ante los eventos que se están suscitando en Chipre, que podría detonar un efecto dominó sobre los bancos de toda la región. El hecho de que las autoridades financieras europeas plantearan la opción de gravar los depósitos bancarios de este país o si la falta de opciones viables termina por conducir a la quiebra de estos bancos y la afectación de los depositantes, podrían generar el temor de que los depósitos en otros bancos y otros países de la región están en igual peligro, y detonar una salida de depósitos que complicaría considerablemente el panorama financiero de la región y la misma viabilidad de la eurozona. Si bien este riesgo parece haberse reducido considerablemente, no habría que descartarlo por completo.

Regresando a las minutas, la parte medular se concentra en la discusión respecto a la decisión de política monetaria. La mayoría de los miembros determinó que existe margen para reducir el objetivo para la tasa de referencia sin comprometer la convergencia de la inflación al objetivo señalado, argumentando que persisten los riesgos a la baja en el crecimiento debido a la situación económica internacional; que el balance de riesgos para la inflación en el mediano plazo ha mejorado; que se ha reducido el nivel de la inflación, su volatilidad y persistencia; que la expectativas de inflación están ancladas y que se ha observado una reducción importante en las tasas de interés y en las primas de riesgo inflacionario.

Además de los argumentos anteriores, las minutas revelan que la decisión de la mayoría estuvo influida por consideraciones distintas a las relacionadas directamente con la inflación, como lo revelan los siguientes comentarios:

- “La mayoría [...] enfatizó que si el Banco de México mantiene su tasa de referencia en su nivel actual, dado el considerable relajamiento monetario adicional esperado en un gran número de economías, se observaría un endurecimiento innecesario de las condiciones monetarias, lo que podría propiciar una entrada desproporcionada de

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 los 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 todos los áreas de Scotiabank Inverlat, pero no por un negocio o área de negocio en particular. La compensación de los valores con una recomendación en particular; la compensación, entre otros factores, depende de la rentabilidad y la utilidad generada por todos los áreas de Scotiabank Inverlat, pero no por un negocio o área de negocio en particular. La compensación de los valores con una recomendación de negocios con 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 Inversionistas 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

flujos de capital que a su vez podría generar distorsiones en los precios de los activos, incluyendo una apreciación del tipo de cambio.”

- “la mayoría [...] coincidió en que la combinación de política macroeconómica apropiada [...] es de un menor déficit fiscal y una disminución en la tasa de interés de referencia [...] lo que] reduciría los efectos de la externalidad generada por la expansión monetaria sin precedente prevaleciente en los mercados financieros internacionales”.

Uno de los miembros de la junta expresó su desacuerdo con la decisión de bajar la tasa de referencia en estos momentos, señalando que se incurriría en riesgos y costos sin claros beneficios, y apoyándose en los siguientes argumentos:

- “una reducción [...] no estaría sustentada en la condición establecida en el comunicado de política monetaria anterior de ejecutar dicha acción sólo ante la consolidación de un entorno de inflación baja”.
- “si con una tasa [...] de 4.5 por ciento la inflación no ha convergido a su meta, con una menor tasa es probable que la convergencia resulte aún más difícil de alcanzar.”
- “una disminución en la tasa [...] podría enviar una señal de complacencia, afectar la credibilidad de la política monetaria, y daría una razón adicional para la terquedad de las expectativas de inflación de permanecer por arriba del objetivo”.
- “si surgen presiones inflacionarias, se tendría que ajustar la tasa de interés más drásticamente, lo cual podría entorpecer la marcha de la economía y hacer más costoso el control de la inflación”

Consideraciones

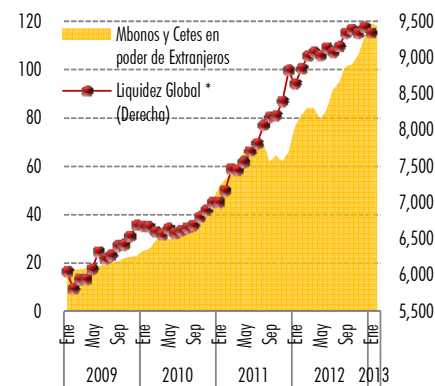
Banxico está preocupado por temas adicionales a la inflación, especialmente por las distorsiones que puede generar internamente la política monetaria ultra-expansiva de los bancos centrales más grandes del mundo. En la gráfica adjunta se presenta la expansión que han tenido en los últimos años las hojas de balance de los bancos centrales más grandes del mundo, junto con la tenencia de Cetes y Bonos M en manos de extranjeros. Desde luego que no es coincidencia que ambos indicadores crezcan de forma muy parecida. La inyección de liquidez global prácticamente ha extinguido los rendimientos reales positivos en los mercados desarrollados, lo que ha impulsado a los inversionistas a buscar destinos alternativos a sus inversiones, propiciando fuertes entradas de capital a mercados emergentes como el nuestro, lo que conlleva una apreciación de la paridad que eventualmente podría resultar un obstáculo de corto plazo para las exportaciones. Además de ello, si estos flujos de capital se revierten de forma repentina ante algún evento adverso en el entorno global, se tendría un desorden significativo en el funcionamiento de nuestros mercados financieros.

De las minutas podría concluirse que existe la posibilidad de volver a observar otro recorte a la tasa de referencia, ya que las condiciones de alta liquidez global no se modificarán en el futuro cercano y la entrada de capitales muy probablemente continuará, sobre todo si los inversionistas creen que ya no habrá reducciones en la tasa de referencia.

Por otro lado, resulta difícil no interpretar la decisión tomada como una señal de complacencia, sobre todo a la luz de los resultados de la 1aQ de marzo, que vuelven a ubicar a la inflación general anual por arriba del rango objetivo. Si bien el recorte realizado de 50 puntos base en la tasa de referencia puede ser compatible con la convergencia de la inflación hacia su meta en un entorno de debilidad económica; parece difícil que las perspectivas inflacionarias de largo plazo del mercado vayan a reducirse hacia la meta luego de esta decisión, y sobre todo si el entorno de crecimiento no es tan débil como se anticipa.

Hacia adelante, lo más probable parece ser que la tasa de referencia se mantendrá sin cambio durante lo que resta del año, sobre todo porque la inflación anual estará repuntando a niveles por arriba del 4% en estos tres meses. Habrá que poner atención, sin embargo, a las próximas decisiones de política monetaria para ver cómo va evolucionando la discusión al interior de la Junta de Gobierno de Banxico.

Liquidez global y entradas de capital
Miles de Millones de Dólares de EUA



* Tamaño de la hoja de balance de la Fed, BCE, Banco de Inglaterra y Banco de Japón