

Política Monetaria, Minutas de Banxico

Mensajes Importantes:

- **Las minutas revelan una decisión muy dividida, de tres votos a favor del recorte de la tasa de referencia contra dos que se oponían. También en los argumentos se observa un menor grado de consenso en temas importantes.**
- **Se percibe un fuerte deseo en la mayoría de la Junta por bajar la tasa por la preocupación de un menor crecimiento, lo que podría interpretarse como complacencia por parte de los mercados, que es una de las preocupaciones expresadas por los miembros que votaron en contra.**
- **Llama la atención el tratamiento asimétrico frente a los riesgos, observándose paciencia cuando la inflación está por arriba del objetivo pero prestancia a bajar la tasa cuando el crecimiento se desacelera.**
- **Luego de leer las minutas, y de la decisión de la Reserva Federal, se pone en perspectiva un nuevo recorte a la tasa de interés de referencia en la próxima decisión, programada para el 26 de octubre.**

En su decisión de política monetaria del pasado 5 de Septiembre, Banco de México recortó de forma sorpresiva la tasa de referencia, por lo que las minutas de esta reunión resultan especialmente importantes para entender la decisión de la autoridad monetaria. A continuación presentamos los elementos que nos parecen más importantes respecto a la decisión monetaria expresados en las minutas, así como las consideraciones que estimamos relevantes.

Puntos destacables de las Minutas

Entre los puntos de **consenso** por parte de **todos** los miembros de la Junta destacan:

- La reducción en la inflación se debió al desvanecimiento de los choques de oferta que afectaron en el pasado a la inflación no subyacente.

De los temas que tienen consenso por **la mayoría** habría que destacar los siguientes:

- Entre los principales factores que han frenado la economía destacan la debilidad de la demanda externa, el rezago en la ejecución del gasto público y la contracción en el sector de la construcción.
- La reactivación podría sustentarse en un fortalecimiento de la producción industrial en EUA y en una ejecución más dinámica del gasto público en México.
- Se prevé que el crecimiento de la actividad económica para 2013 sea considerablemente inferior a lo proyectado en el último informe de inflación. Para 2014 también se prevé un crecimiento por debajo de lo señalado.
- La brecha del producto se encuentra en terreno negativo y es previsible que así se mantenga hasta 2014. La holgura se ha ampliado de manera notable, podrían continuar por un periodo prolongado y no se observan presiones de demanda sobre la inflación. El balance de riesgos para el crecimiento de la economía mexicana se ha deteriorado.
- La inflación disminuyó a un ritmo y magnitud mayores a lo anticipado, lo que se asocia a la debilidad de la actividad económica. Se prevé una trayectoria para la inflación menor a la anticipada anteriormente debido al amplio grado de holgura de la economía. Los riesgos para la inflación, tanto de corto como de largo plazo, se han ajustado a la baja.
- Los posibles cambios en precios relativos resultantes de una reforma fiscal representan un riesgo para la inflación, pero su impacto sería moderado y

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 rentabilidad 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 puedan 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

transitorio, y difícilmente se presentarían efectos de segundo orden.

- Externaron argumentos en favor de la reducción de la tasa de referencia, enfatizando la baja en la inflación, la ampliación significativa en la brecha del producto que se prevé continuará por un tiempo prolongado.
- Para emitir su recomendación ponderaron los riesgos asociados a una turbulencia internacional y consideraron que su impacto estaría acotado, y que muy probablemente los mercados ya hayan descontado en buena medida un posible recorte al ritmo de activos por parte del Fed.
- Las acciones del Instituto Central no implican complacencia con el nivel de inflación. La decisión de bajar la tasa está sustentada con los argumentos expuestos y es congruente con la reducción de la inflación hacia su objetivo al menor costo posible para la sociedad en términos de actividad económica.

Entre las **opiniones no mayoritarias** habría que resaltar los siguientes:

- Varios de los factores que afectaron el crecimiento en la primera mitad del año son transitorios.
- El efecto favorable de la caída de los precios de las telecomunicaciones podría ser transitorio.
- Parte importante del anclaje del tipo de cambio se debe a la congruencia de la política monetaria y la fiscal.
- Algunos miembros consideraron conveniente mantener sin cambio la tasa de referencia.
- Un miembro expresó que preferiría esperar a conocer las decisiones de la Reserva Federal ante el riesgo de un nuevo episodio de turbulencia por los efectos que podrían tener tales decisiones en los mercados. Alertó que la volatilidad en los mercados financieros podría afectar el tipo de cambio, y posiblemente llegar a tener efectos sobre la inflación por encima de lo previsto e incidir sobre la estabilidad financiera.
- Otro miembro concordó sobre los posibles riesgos y añadió que un relajamiento en la política monetaria de México podría ocasionar una mayor debilidad del peso y salidas de capitales afectando la estabilidad financiera y de precios y que, inclusive, podría presentarse el riesgo de entrar en un escenario de estanflación, por lo que consideró que no es adecuado reducir la tasa de referencia en este momento.
- Un miembro agregó a las razones por las cuales no concuerda con la reducción de la tasa, que la política monetaria toma tiempo para surtir efecto, por lo que para cuando la reducción de la tasa impacte a la economía se esperaría que ésta ya se haya recuperado; que no se aprecia una astringencia en los mercados financieros internos y que la previsión de que la Fed actuaría ya ha relajado las condiciones monetarias relativas.
- En respuesta, algunos miembros insistieron que la brecha del producto estará en terreno negativo por un tiempo prolongado, y un miembro afirmó que sí se ha registrado una astringencia financiera, por lo que sí hay lugar para un estímulo sobre los componentes de la demanda agregada que responden a las tasas de más corto plazo.
- Un miembro indicó que es importante que el mercado no interprete las acciones del Banco de México como complacientes con la situación de la inflación.

Consideraciones

Decisión dividida, se reduce el grado de consenso. Por primera vez se observa una decisión fuertemente dividida, de tres votos a favor contra dos en contra, lo que revela que el grado de consenso fue reducido al interior de la junta.

Decisión apresurada podría interpretarse como una Junta de Gobierno más complaciente. Aunque la mayoría de los miembros advierte que el Instituto Central no es complaciente con la inflación, a los mercados les costará trabajo aceptar esta aseveración. Por un lado resulta evidente la oposición interna al momento en el que se toma la decisión de recortar la tasa, ante los riesgos del horizonte. También parece excesivo el deseo por recortar la tasa de referencia buscando reducir el costo social de la convergencia a una inflación acorde al objetivo, cuando no es éste el mandato expreso de la política monetaria y cuando la inflación se mantiene, de hecho, por arriba de dicho nivel. De perderse credibilidad en la política monetaria, el costo social de combatir la inflación en el futuro sería considerablemente mayor al “ahorro” que se obtiene con esta medida.

Tratamiento asimétrico de los riesgos. No deja de llamar la atención que cuando la inflación ha estado por arriba del límite superior del rango de variabilidad definido, la autoridad monetaria ha sido suficientemente paciente como para no adoptar una postura monetaria más estricta si percibe que la desviación se debe a factores temporales; mientras que ahora que se percibe que el crecimiento será menor a lo esperado, también por factores temporales, la Junta de Gobierno se haya apresurado a recortar las tasas aun cuando hay una división importante de opiniones a su interior. Incluso la justificación principal proviene de una percepción no unánime de que la brecha del producto será negativa en los próximos 18 meses. Esto revela que hay un claro sesgo “apalomado” (“dovish”) en el balance de la Junta.

¿Se está relajando la disciplina económica? Como apunta uno de los miembros, el ancla fundamental que tiene el tipo de cambio es la congruencia que se tenga entre la política monetaria y la fiscal. Por un lado, la postura monetaria se ha venido relajando inclusive sin un amplio consenso al interior de la Junta de Gobierno, mientras que por el lado de la política fiscal se propone ahora incurrir en un nuevo déficit público en contra de lo que se había anunciado al principio de la actual administración. No es difícil que los mercados vean estas decisiones como señales preocupantes de una menor disciplina en la política económica, lo que podría repercutir en mayores presiones sobre el tipo de cambio en el futuro, sobre todo si resurge la tensión en los mercados financieros internacionales.

Nuevo recorte a la tasa de referencia en perspectiva. Luego de ver las minutas parece claro que la mayoría predominante al interior de la junta está decidida a mantener una postura monetaria más acomodaticia, lo que aunado a la también sorpresiva decisión de la Reserva Federal, de mantener su ritmo de compra de activos inalterado cuando los mercados anticipaban que comenzaría a reducirse; abre la oportunidad para un nuevo recorte en la tasa de referencia en México en la próxima decisión monetaria, programada para el 25 de octubre.