

Minutas de Política Monetaria

Mensajes Importantes ▶

- Banxico tomó la decisión de recortar la tasa en un voto muy dividido, 3-2
- Las minutas sugieren que la decisión fue apresurada, ya que además de ir a contra-pelo de lo que se esperaba entre los analistas y de lo que se había comunicado previamente, hubo poco grado de consenso entre los miembros de la junta.
- Las preocupaciones en torno a la debilidad de la economía parecen ser la razón de mayor peso en la decisión, lo que puede generar una señal negativa para la conformación de las expectativas y retrasar la reactivación del consumo y la inversión.
- La postura más laxa implica riesgos de inestabilidad financiera, de acuerdo a lo expresado por algunos miembros de la junta; y podría alejar la consecución de la meta de inflación de 3%, además de que hace más difícil la previsión de los próximos movimientos de la autoridad monetaria.

• Mario Correa
mcorrea@scotiab.com.mx

5123-2683

En su decisión de política monetaria del pasado 6 de Junio, Banco de México recortó su tasa de referencia en 50 puntos base de forma altamente sorpresiva e inusual, ya que no se anticipaba este movimiento entre los analistas y no había indicios de esta posibilidad en los comunicados previos de Banxico. Es por eso que la información de las minutas que hoy se publicaron resulta especialmente relevante para entender lo que está pasando al interior de la Junta de Gobierno.

Argumentos expresados a favor del recorte en la tasa de referencia:

- La actividad económica ha sido más débil a lo anticipado y se ha ampliado el grado de holgura de la economía.
- La inflación se ha comportado mejor a lo previsto.
- El manejo ordenado de las finanzas públicas permite una mayor flexibilidad en el manejo de la política monetaria.
- Se ha retrasado el inicio del alza en las tasas de interés en Estados Unidos.
- El mercado ya ha incorporado la posibilidad de menores tasas, ya que los Cetes se colocan por debajo de la tasa de referencia.
- Una disminución en la tasa es congruente con la consolidación del avance estructural en el control de la inflación.

Argumentos expresados en contra del recorte a la tasa

- Los posibles efectos de un nuevo episodio de volatilidad internacional sobre la estabilidad financiera y sobre la inflación.
- Se generarían tasas reales ex-ante negativas por mucho tiempo, lo que desincentivaría el ahorro formal y propiciaría una toma excesiva de riesgos.
- Se amplifica el riesgo de inestabilidad financiera ante una perspectiva de alza en las tasas de interés internacionales, cuyo tiempo y grado permanecen inciertos.
- Fomentar la depreciación del tipo de cambio a través de las tasas de interés puede amplificar la volatilidad del mercado cambiario.
- El posible efecto sobre la actividad económica ocurriría cuando la economía ya esté en una expansión más notoria, además que el nivel de tasas no parece ser el factor que esté inhibiendo el crecimiento.

Este documento, elaborado por la Dirección de Estudios Económicos, 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. Asimismo el presente análisis no puede ser entendido como una Asesoría de Inversiones ya que no constituye en forma alguna, una recomendación personalizada a quien lo recibe, por lo que la decisión de inversión sobre alguna o algunas emisoras(m) mencionada(s) en el presente análisis es responsabilidad exclusiva del cliente en función de su perfil de inversión. 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 asertividad de las estimaciones y recomendaciones contenidas en este documento. Los analistas no reciben compensación alguna por parte de las emisoras de los valores que se describen en este reporte. Asimismo, los analistas no percibieron compensación alguna de personas distintas al Grupo Financiero Scotiabank Inverlat o de sus subsidiarias y/o afiliados con respecto a la elaboración de este reporte. Algunos de las empresas del Grupo Financiero Scotiabank Inverlat puede realizar inversiones por cuenta propia en los valores descritos en este reporte. Scotiabank Inverlat o alguna otra empresa del Grupo pueden tener alguna relación de negocios con los valores contenidos en este reporte (agente colaborador, agente estructurador, representante común, asesor financiero, servicios financieros, etc.). La Dirección de Estudios Económicos 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 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
• Emilio Díez De Sallano 5123-2686
• Silvia González 5123-2687
estudeco@scotiab.com.mx

- Se corre el riesgo de enviar una señal de que se están subestimando los riesgos al alza sobre la inflación, particularmente ante el elevado grado de incertidumbre en la estimación de la brecha del producto.
- Podría afectar la credibilidad e introducir incertidumbre en los mercados, pues ya en octubre se había señalado que no serían recomendables nuevas reducciones a la tasa de referencia.

Otros comentarios importantes de Banxico, señalando en paréntesis el grado de consenso

- (Todos) La actividad económica continuó mostrando debilidad en el primer trimestre y (mayoría) las condiciones de holgura se han ampliado, persistiendo riesgos a la baja para la actividad económica.
- (Mayoría) El balance de riesgos para la inflación ha mejorado.
- (Uno) El riesgo de nuevos episodios de volatilidad financiera aumenta, ante la falta de precedente en los esfuerzos de normalización de la política monetaria en EUA y los retos de comunicación e implementación que implican.
- (Uno) La rapidez con la que los precios de los activos incorporan la información en la actualidad complica la posibilidad de un proceso de alza en tasas.
- (Mayoría) La menor volatilidad y la sobrevaluación de activos financieros podría inducir una adopción excesiva de riesgos, por lo que podría estarse gestando un nuevo episodio de turbulencia en los mercados financieros internacionales.
- (Uno) La desalineación en los precios de los activos financieros podría deberse a políticas monetarias excesivamente expansivas que se han mantenido por largo tiempo en las economías avanzadas, lo que puede ser el prelude de una corrección significativa que ponga en peligro la estabilidad financiera.
- (Uno) Hay riesgos para el crecimiento por factores de “baja frecuencia”, como los incentivos que han conducido a una elevada tasa de informalidad en México, la lentitud en la expansión del empleo formal debida a la alta concentración y el poder de mercado en algunos sectores, los riesgos de implementación e incertidumbre de las reformas estructurales. La política monetaria no puede solucionar los riesgos de baja frecuencia.
- (Uno) El grado de apertura comercial de México acrecienta el impacto potencial de los movimientos de capitales, lo que subraya la importancia del manejo adecuado de la política monetaria, fiscal y de estabilidad financiera.
- (Uno) No hay que sobredimensionar el desempeño reciente de la inflación, ya que los últimos datos no corresponden a mínimos históricos ni al objetivo de Banxico.
- (Uno) La reducción en la plataforma petrolera podría determinar la necesidad de incrementar los precios públicos en 2015.

Consideraciones

Discusión intensa, voto dividido y argumentación atropellada. Como suponíamos, la decisión de recortar la tasa se tomó con una votación fuertemente dividida, con dos votos en contra de un total de cinco. En la discusión reflejada en las minutas se percibe que los argumentos empleados por la mayoría para justificar el recorte parecen insuficientes y apresurados, mientras que los argumentos expresados por los miembros que se oponían parecen desecharse a la ligera y sin presentarse contra-argumentos contundentes. Resulta muy difícil entender una decisión tan inusual, que va a contra-pelo de lo que se había comunicado previamente y de lo que preveían los analistas, y sin un amplio consenso al interior de la Junta, lo que complica la lectura de las decisiones de la autoridad monetaria y podría afectar negativamente la credibilidad que ha venido construyendo Banxico en las últimas dos décadas.

Falta de consistencia (¿?). Resulta también muy difícil entender que Banxico apesure una baja en la tasa de referencia argumentando que se está en posibilidades de alcanzar la meta del 3.0%

cuando la inflación anual está en 3.5%, cuando la perspectiva para los próximos meses es que vaya en ascenso por cuestiones estacionales, y cuando en los hechos no se ha alcanzado la meta a cabalidad. En la gráfica adjunta puede verse la diferencia entre la inflación anual observada y la meta del 3% desde que ésta comenzó a perseguirse. El promedio de la desviación es de 1.16 puntos porcentuales. Si bien la conducción de la política monetaria no debe ser insensible al ritmo de crecimiento de la economía, a pesar de que el mandato expreso sea la estabilidad de precios, ya la postura monetaria antes de la decisión era inusualmente expansiva, con tasas de interés reales negativas en los plazos más cortos de la curva de tasas.

Clara conciencia de serios riesgos en el horizonte. Lo expresado por los miembros de la junta revela una clara conciencia de los serios riesgos que se mantienen vigentes en el horizonte, especialmente los riesgos asociados al proceso de normalización de la política monetaria en EUA, que difícilmente logrará mantener todo el tiempo un comportamiento ordenado de los mercados financieros.

Aumenta vulnerabilidad a choques negativos del entorno global. El adoptar una política monetaria tan expansiva puede implicar una mayor vulnerabilidad de nuestras variables financieras ante un choque negativo del entorno global, en donde los riesgos parecen ir en aumento. Si algún evento aumentara súbitamente la percepción de riesgo en los mercados globales, cabría esperar una reacción más fuerte en nuestro tipo de cambio y en los precios de los activos financieros en nuestro país.

La meta del 3% de inflación parece todavía muy lejana. Entre los argumentos para el recorte de la tasa destaca la perspectiva de que los precios de las gasolinas dejarán de aumentar al mismo ritmo. Sin embargo, los precios internacionales del petróleo están aumentando debido a conflictos geo-políticos que parecen lejos de resolverse, como la escalada insurgente en Irak. Como ya lo dijo uno de los miembros de la Junta, la reducción en la plataforma petrolera puede complicar la situación de las finanzas públicas e impulsar ajustes en precios y tarifas que descarrilarían el descenso previsto de la inflación hacia la meta.

Diferencial Inflación Observada – Meta 3%

