

Decisión de política monetaria

Mensajes Importantes:

- **Gran sorpresa: Banxico recortó su tasa de referencia en 50 puntos base, de 3.50% a 3.00%, cuando ninguno de los analistas encuestados formalmente anticipaba este movimiento.**
- **La decisión es altamente inusual, ya que el objetivo formal de inflación sigue lejos de cumplirse, y a pesar de ello se adopta una postura monetaria altamente expansiva.**
- **La argumentación de la decisión parece insuficiente por sí misma, por lo que parece haber otras razones detrás de la decisión, entre las que podría estar la preocupación por una posible apreciación indeseable en el tipo de cambio.**
- **Banxico está evidentemente más preocupado por la evolución de la actividad económica, e incluso menciona que el crecimiento de este año sería menor a lo que pensaban hace un par de semanas, cuando revisaron a la baja su pronóstico del PIB a un rango entre 2.3% y 3.3%.**
- **Por lo anterior, la lectura de la decisión resulta negativa. Incluso se complica la interpretación/anticipación de las próximas decisiones, ya que los mercados han observado que cualquier cosa puede pasar sin previo aviso.**
- **Estaremos revisando nuestro escenario de tasas de interés en los próximos días.**

En lo que fue una gran sorpresa para los mercados, Banco de México decidió recortar en 50 puntos base su tasa de interés de referencia, lo que amerita varias consideraciones.

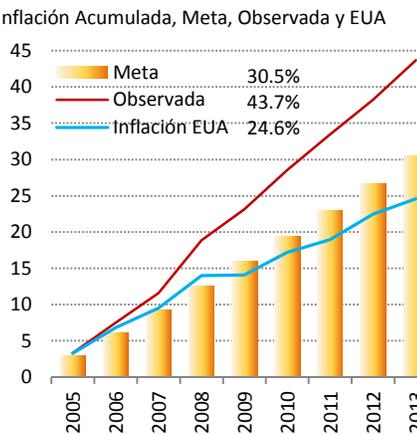
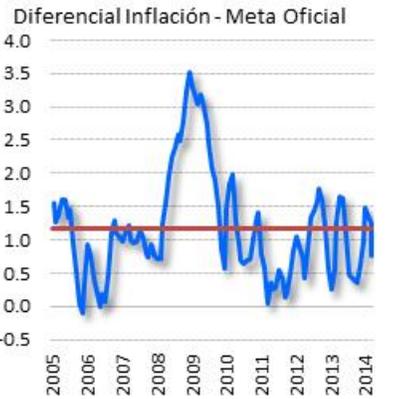
Decisión altamente sorpresiva. Para empezar, la decisión de Banxico tomó por sorpresa a los mercados, ya que ninguno de los analistas encuestados de manera formal anticipaba un recorte de la tasa de referencia en esta decisión, mucho menos una reducción de 50 puntos. En la encuesta más reciente, sólo uno de los analistas pronosticaba que el siguiente movimiento sería un recorte, y lo anticipaba de 25 puntos base y hasta el mes de octubre. Adicionalmente, en su decisión anterior Banxico señalaba que el balance de riesgos para el crecimiento económico había mejorado en el margen, y que algunos componentes de la demanda agregada habían comenzado a mostrar un desempeño más favorable. Nada apuntaba, en los recientes comunicados de Banxico, hacia un recorte en la tasa de referencia.

Decisión altamente inusual. Resulta altamente inusual, desde el punto de vista técnico, el adoptar una postura monetaria tan laxa, al grado de producir tasas de interés reales negativas en la parte corta de la curva, cuando el mandato único del banco central es procurar la estabilidad de precios y cuando la inflación general se encuentra por arriba de la meta formal del 3.0%. Se corre el riesgo de que el público interprete que la autoridad monetaria está actuando de forma demasiado complaciente con la inflación y se deterioren las expectativas de mediano y largo plazo, lo que podría limitar considerablemente la factibilidad de alcanzar algún día la meta del 3%.

Argumentación insuficiente implica existencia de otras razones. El argumento que utiliza la Junta de Gobierno (JG) para justificar su decisión parece insuficiente por sí solo: "se estima factible la convergencia eficiente de la inflación al 3 por ciento con una tasa de interés de referencia menor". El problema que percibirá el público es que la inflación está convergiendo hacia la meta del 3% desde hace varios años, sin que se haya cumplido cabalmente este objetivo. En la segunda gráfica puede verse la diferencia entre la inflación anual observada y la meta formal del 3.0%, que comenzó a perseguirse desde el 2005. Sólo en algunos meses durante el 2005 y 2006, y en un breve instante del 2011, se logró cumplir cabalmente esta meta. El promedio de la desviación entre la inflación observada y la meta del 3.0% en este periodo es de 1.17 puntos. La realidad es que la meta oficial de inflación sigue lejos de cumplirse, y apostarle en estos momentos a que se alcanzará con una postura más laxa parece arriesgado. Todo esto sugiere que detrás de la decisión hubo otras razones de mayor peso.

Banxico más preocupado por la actividad económica. Una de las razones más evidentes que pueden estar detrás de esta decisión es una preocupación creciente al interior de la JG por la debilidad de

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 alguno o algunos emisor(es) 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 todos los 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 actividad 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. Asimismo, los analistas no percibieron compensación alguna de personas distintas al Grupo Financiero Scotiabank Inverlat o de sus subsidiarios 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 emisores de los valores contenidos en este reporte (agente colocador, 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 Solla 5123-2686
- Silvia González 5123-2687

la actividad económica. De la comparación de los últimos comunicados se puede concluir que algo aumentó de forma muy significativa el grado de preocupación de la JG del 25 de abril (fecha de la decisión anterior), e incluso de hace un par de semanas (cuando se publicó el informe de inflación), a la fecha. Banxico señala que “para 2014 el crecimiento económico será menor al esperado hace apenas un par de semanas”. Es notable el cambio en las referencias al consumo y la inversión: en la decisión del 25 de abril se señaló que “se aprecia una incipiente mejoría en algunos indicadores del consumo y la inversión privados”, mientras que en la decisión de hoy se señala que: “el débil desempeño de los componentes del gasto interno, como el consumo y la inversión privada no ha sido compensada por la mejoría de las exportaciones [...]”. También se desprende del comentario que Banxico revisará nuevamente a la baja su pronóstico de crecimiento económico para este año, que acaba de bajar a un rango entre 2.3% y 3.3%. Lo usual es que cuando se revisa el pronóstico, se hace en escalones de medio punto porcentual, pero ¿esto querría decir que Banxico contempla un escenario con un crecimiento menor al 2.0% en su rango bajo?

Otras razones: preocupación por tipo de cambio. Recordando nuevamente que el mandato único de Banco de México tiene que ver con la estabilidad de precios, y no con el crecimiento económico en sí, habría que buscar razones adicionales para una decisión tan importante e inusual como la de hoy. Una de estas razones sería la incomodidad que parece causar en la JG la posibilidad de una apreciación adicional del peso mexicano. En el comunicado se señala que se han observado apreciaciones cambiarias en muchas economías, incluida la mexicana. Si uno de los motores más importantes del crecimiento en la situación actual son las exportaciones, un fortalecimiento significativo del peso podría frenar el impulso de este sector, afectando negativamente el desempeño de la economía. Hay que notar que la decisión del día de ayer del Banco Central Europeo, que adoptó diversas medidas experimentales y no convencionales para aplicar una política monetaria considerablemente más laxa en Europa, podría generar una apreciación adicional significativa en nuestra moneda; por lo que la decisión de Banxico parece ser también una reacción a las acciones del BCE.

Lectura negativa para expectativas. La decisión de política monetaria puede representar una señal muy negativa para la formación de expectativas, porque de lo que ya se comentó puede concluirse que el banco central debe estar suficientemente preocupado por lo que ve para el futuro como para actuar de la forma en que lo hizo, y podría detonar recortes adicionales en las perspectivas de crecimiento del mercado. Los mercados estarán muy pendientes de la revisión que haga Banxico de su escenario de crecimiento para este año, y mientras más pronto lo hagan, será mejor.

Se complica la interpretación/anticipación de las acciones de política monetaria. Una de las herramientas que más han venido utilizando los bancos centrales es la llamada “guía futura”, que consiste en decir de forma más o menos clara lo que podrían hacer en sus próximas decisiones, lo que permite a los mercados prepararse y comenzar a reaccionar. El lenguaje de los bancos centrales es una herramienta que ha demostrado ser altamente efectiva. La sorpresiva decisión de hoy deteriora para Banxico la posibilidad de utilizar efectivamente esta herramienta, ya que los mercados habrán aprendido que en cualquier momento pueden ser fuertemente sorprendidos por las decisiones monetarias. En la decisión de hoy señala que “la Junta considera que no serían recomendables disminuciones adicionales” en la tasa de referencia en el futuro previsible. Sin embargo, ya vimos que todo puede pasar.

Evolución de la inflación aumenta su relevancia. Banco de México hace explícito en su comunicado que “se considera que se ha incrementado de manera significativa la probabilidad de que la inflación general se reduzca a niveles cercanos a 3 por ciento a partir del primer mes del 2015, con una inflación subyacente por debajo de dicho nivel”. Esto le pone una fecha concreta al cumplimiento del objetivo de inflación, y aumenta la relevancia de la evolución de la inflación. Para que se cumpla esta perspectiva, la inflación anual tendría que terminar el año por debajo de lo que estiman el 92% de los analistas del mercado y tener el nivel mensual más bajo observado en un mes de enero desde el 2005.