

## Minutas de Política Monetaria

Mario Augusto Correa Martínez  
5123-2683  
mcorrea@scotiab.com.mx

### Mensajes Importantes:

- Las minutas revelan algunos consensos importantes, como respecto al deterioro del balance de riesgos, y en la preocupación por los acontecimientos sociales recientes como factor de riesgo para el crecimiento.
- Aunque son opiniones minoritarias, destacan los comentarios respecto a la relevancia del anclaje de las expectativas con una política fiscal más conservadora y con una postura monetaria menos expansiva si la inflación no alcanza la meta propuesta a mediados del año.
- Sigue vigente nuestra expectativa de un cambio en la postura monetaria de Banxico hacia mediados del 2015.

En las minutas correspondientes a la decisión de política monetaria del pasado 5 de diciembre, se observa una mayor preocupación al interior de la junta por los cambios en el entorno que enfrenta la economía y que lleva a la conclusión mayoritaria de que los balances de riesgos tanto para el crecimiento como para la inflación se deterioraron. Entre los elementos más relevantes de las minutas destacan los siguientes:

### Señalamientos de consenso (todos los miembros)

- Se "refirieron a los acontecimientos sociales recientes, los cuales podrían afectar la confianza de los consumidores e inversionistas como otro elemento de riesgo para el crecimiento".
- Estados Unidos ha venido consolidando su recuperación y se prevé un ajuste considerable a la baja de la inflación.

### Comentarios de la mayoría

- Tanto el balance de riesgos para el crecimiento como para la inflación se han deteriorado respecto a la decisión anterior.
- Existen discrepancias en relación a la fecha en que se espera el inicio del incremento en las tasas de interés del FED entre analistas y lo que sugieren las tasas implícitas en el mercado.
- Se ha exacerbado la desaceleración de las economías emergentes debido a las disminuciones en los precios de las materias primas en un contexto de vulnerabilidades macroeconómicas.
- El consumo privado en México sigue sin mostrar claras señales de reactivación.
- Esperan que la inflación se ubique cerca del 3 por ciento a mediados del 2015, por el desvanecimiento de los efectos de las medidas fiscales, por la eliminación de los cobros de larga distancia y por el menor desliz en los precios de la gasolina.
- Uno de los riesgos adicionales de alza en la inflación es la posible aprobación de incrementos al salario mínimo no respaldadas por ganancias en la productividad
- Interpretaron la reciente depreciación en el tipo de cambio como un ajuste en el tipo de cambio real que obedece a la caída en los precios del petróleo y a la expectativa de mayores costos financieros.

### Comentarios no mayoritarios

- **Entorno global.** La recomposición del Congreso de EUA podría implicar una mayor restricción e incertidumbre fiscal sobre el futuro. Los mercados seguramente prestarán mayor atención a vulnerabilidades en las economías emergentes y serán más sensibles a errores de política económica. Hay preocupación por el riesgo de deflación en la zona del Euro.

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 Invefact 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 Invefact. 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 emisión(s) mencionada(s) en el presente análisis es responsabilidad exclusiva del cliente en función de su perfil de inversión. Este documento es de libre distribución de acuerdo a "Prácticas de Venta". 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 Invefact, 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 efectividad 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 perciben compensación alguna de personas distintas al Grupo Financiero Scotiabank Invefact o de sus subsidiarias y/o afiliadas con respecto a la elaboración de este reporte. Algunos de las empresas del Grupo Financiero Scotiabank Invefact puede realizar inversiones por cuenta propia en los valores descritos en este reporte. Scotiabank Invefact 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 otorgado o divulgado sin la previa autorización de la Dirección de Estudios Económicos de Grupo Financiero Scotiabank Invefact, S.A. de C.V. Los servicios de Scotia Invefact 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
• Silvia González	5123-2687
• Luis Jaramillo	5123-2686
• Gabriela Montiel	5123-0000 x. 36760
estudeco@scotiab.com.mx	

## Minutas de Política Monetaria

- **México.** El empleo total se mantiene débil a pesar de la expansión del empleo formal, y la masa salarial real continúa disminuyendo, lo que puede obstaculizar la expansión del consumo. Menores precios del petróleo podrían reducir la rentabilidad de los proyectos que resultarían de la reforma energética y con ello disminuir sus efectos sobre la actividad. Existe el riesgo de que otras reformas estructurales como la de competencia, no tengan el impacto esperado. Existe el riesgo de una mayor fragilidad en las finanzas públicas a partir del déficit actual, que no parece claramente inferior al de la mayoría de las economías emergentes. Aunado a lo anterior, el amplio déficit de balanza comercial no petrolera podría implicar el riesgo de un choque de financiamiento en la economía que repercuta al alza en la inflación. El entorno macroeconómico que enfrenta la economía generará presiones sobre el tipo de cambio real y las tasas de interés, por lo que en este contexto la política fiscal debe ser el ancla para poder absorber de manera ordenada dichas presiones. Es urgente estabilizar el crecimiento de los requerimientos financieros del sector público, que han pasado de 26% del PIB en 2006 a 42% del PIB actualmente.
- **Política Monetaria.** La política monetaria también jugará un papel muy importante para enfrentar el entorno externo, para el anclaje de las expectativas de la inflación y para evitar que se tenga un desplazamiento desordenado en la curva de rendimientos. De no alcanzarse el objetivo de inflación hacia mediados del año, un miembro se inclinaría por reducir el relajamiento implícito en las condiciones monetarias vigentes.

### Consideraciones

**Inusual deterioro simultáneo en balances de riesgos.** Debido a que suelen estar directamente relacionados el ritmo de expansión de la economía y la inflación, resulta inusual que se estén deteriorando al mismo tiempo el balance de riesgos para el crecimiento y para la inflación.

**Difícil lectura y previsión de la inflación.** Hay que notar la creciente dificultad que se tiene para “leer” correctamente la evolución de la inflación, ya que cada vez hay más factores específicos que afectan el desempeño de algunos precios relevantes que tienen impactos transitorios sobre la dinámica de los precios, y que no son inflacionarios en sentido estricto. Por ejemplo, los aumentos en precios de los alimentos de alto contenido calórico que se dio como consecuencia del nuevo impuesto que se aplicó el año pasado. La inflación actual se encuentra por arriba del 4% en buena medida por efectos transitorios como éste. Para el 2015, muchos de estos efectos se desvanecerán, y habrá otros factores que deberían ayudar a un rápido descenso de la inflación, como por ejemplo la forma en que se mida la eliminación de las tarifas de larga distancia. Este tipo de efectos también son transitorios, y por lo mismo, no debería pensarse tampoco que la inflación ya está cumpliendo con la meta de forma cabal. Hay otros factores que aún se desconoce su posible evolución, pero que podrían tener un efecto muy significativo sobre la inflación, como sería un incremento significativo en los salarios mínimos o la permanencia de niveles altos en el tipo de cambio.

**Se perfila corrección a postura monetaria.** Aunque no es una opinión mayoritaria de acuerdo a las minutas, llama la atención que ya se comente de forma explícita que si no se alcanza la meta oficial (de 3%) para mediados del año, se favorecerá el reducir el grado de laxitud de la postura monetaria. Tomando en cuenta que la Reserva Federal de EUA parece ir en línea con un primer aumento de sus tasas de interés hacia mediados del año, y ante la elevada probabilidad de que se concrete, en la primera mitad del año, un aumento en los salarios mínimos por arriba de la inflación esperada y de las ganancias esperadas en productividad; se puede concluir que sería a mediados del 2015 cuando Banxico comience a subir su tasa de interés de referencia.