

## Minutas de Política Monetaria

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

### Mensajes Importantes:

- Cambios interesantes en la discusión revelan que la mayoría se inclina por esperar de la Fed antes de subir tasas, pero siempre que no se desate turbulencia antes de la subida del Fed.
- La discusión respecto al momento adecuado de comenzar a subir las tasas es intensa, y hay claras opiniones que favorecen actuar de forma preventiva y anticiparse al Fed, sobre todo en función del comportamiento que se observe en los mercados financieros.
- En las próximas semanas estaremos revisando nuestro escenario de tasas de interés.
- Los datos recientes de actividad económica en EUA han sido decepcionantes, y si se repiten malos resultados en mayo y junio, podría retrasarse aún más el inicio de la normalización monetaria del Fed.

En las Minutas correspondientes a la decisión de política monetaria del pasado 30 de abril destacan los siguientes elementos:

### Señalamientos de consenso (todos los miembros)

- La actividad económica en EUA mostró una moderación en su ritmo de crecimiento, mientras que ha habido una desaceleración en las economías emergentes, reforzándose la percepción de que el movimiento inicial al alza en las tasas del Fed se retrasará. No puede descartarse un nuevo incremento en la volatilidad.
- La actividad económica en México siguió presentando un crecimiento moderado y la inflación se ha ubicado en niveles cercanos a la meta. El traspaso de la depreciación cambiaría a los precios ha estado en línea con lo previsto y no se han presentado efectos de segundo orden. Destacaron la importancia de consolidar la convergencia de la inflación a su meta.
- “Concordaron en que de presentarse un escenario en el cual se desanclaran las expectativas de inflación y se pusiera en riesgo la convergencia y consolidación de ésta [...], por ejemplo en caso de una depreciación de consideración del tipo de cambio o de ajustes importantes en los mercados financieros nacionales que afecten negativamente a las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, sería recomendable ajustar la política monetaria.”

### Comentarios de la mayoría

#### Economía Mundial

- La economía mundial continúa mostrando debilidad, la cual se generalizó entre regiones y países. El balance de riesgos para el crecimiento y la inflación se mantiene sin cambios. Se ha observado un relajamiento monetario adicional, tanto en economías emergentes como avanzadas. Existe mayor incertidumbre respecto a la posible fecha del primer incremento del Fed y posterior ritmo de aumento.

#### México

- El balance de riesgos para el crecimiento continúa inclinado a la baja pero sin deteriorarse, permaneciendo condiciones de holgura en la economía, mientras que el balance de riesgos para la inflación se mantuvo sin cambios, aunque se conserva el riesgo de alza.
- Destacó, entre los riesgos al alza para la inflación, la posibilidad de que persista la tendencia hacia la depreciación en el tipo de cambio.
- Coincidió en la necesidad de mantener fundamentos económicos sólidos y la fortaleza del marco macroeconómico, en particular en el ámbito fiscal, donde es

### Decisiones de Política Monetaria 2015

Banxico	Fed
	28-ene
29-ene	
	18-mar
26-mar	
	29-abr
30-abr	
04-jun	
	17-jun
23-jul	
	29-jul
03-sep	
	17-sep
15-oct	
	28-oct
03-dic	
	16-dic

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 Investat 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 Investat. 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 Investat, 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 perciben compensación alguna de personas distintas al Grupo Financiero Scotiabank Investat o de sus subsidiarias y/o afiliadas con respecto a la elaboración de este reporte. Algunos de las empresas del Grupo Financiero Scotiabank Investat puede realizar inversiones por cuenta propia en los valores descritos en este reporte. Scotiabank Investat 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 Investat, S.A. de C.V. Los servicios de Scotia Investat Casa de Bolsa no están disponibles para personas en los Estados Unidos de América, salvo Inversiones 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
estudeco@scotiab.com.mx	

importante una consolidación fiscal creíble, particularmente en cuanto a que logra estabilizar la razón deuda pública a PIB.

- Concordó en que “adelantarse a la Reserva Federal tendría más costos que beneficios, lo que podría afectar la recuperación económica de México.”

## Comentarios no mayoritarios

Entorno global.

- El ritmo de actividad en las principales economías avanzadas en el margen se ha debilitado, y existe la necesidad de reducir los niveles de endeudamiento público y privado. Destacan las fragilidades de China y la preocupación porque la desincronización de las políticas monetarias podría estar conduciendo a incentivos a relajar competitivamente, lo que a su vez podría conducir a un equilibrio de crecimiento global ineficiente.
- Conforme se acerque la fecha del primer incremento en tasas del Fed, es de esperarse que el nerviosismo en los mercados se intensifique.

México

- Existe el riesgo de que el potencial de crecimiento probablemente sea menor al percibido por la mayoría de los analistas, dado el bajo crecimiento histórico y el rezago con el que las reformas estructurales pueden afectar la productividad.
- La normalización de la política monetaria en EUA podría impactar la actividad económica en México en un grado mayor al previsto.
- Podría existir la duda sobre si el gobierno federal podría llevar a cabo la consolidación fiscal multianual a la que se ha comprometido, lo que podría explicar por qué México no ha recibido una mayor diferenciación positiva entre las economías emergentes.
- Un miembro presentó un análisis histórico del crecimiento, y utilizando un “análisis espectral” concluye que “episodios asociados a un manejo más proactivo de la demanda agregada se asocian con ciclos de mayor amplitud, esto es, de mayor volatilidad, lo que impacta de manera adversa a la población”.
- La consolidación fiscal es la respuesta apropiada de política macroeconómica, y de implementarse de manera creíble, no habría premura para ajustar la tasa de referencia antes que la Fed.
- Existe una probabilidad elevada de que los mercados se anticipen a la decisión de la Fed, y de que el periodo de mayor turbulencia se presente con anterioridad a la fecha en la que se decida aumentar las tasas en EUA, en cuyo caso la postura monetaria en México también tendría que anticiparse.
- El actual relajamiento de las condiciones monetarias, debido a la depreciación del tipo de cambio, da margen de maniobra para restringir la política monetaria. Sería conveniente que el Banco de México actuara de manera preventiva adelantándose a la decisión de la Fed y no se ve viable un atraso en el ajuste.

## Consideraciones

**Discusión intensa sobre el momento adecuado del primer incremento.** Si bien se dice de forma explícita que para la mayoría de la Junta habría más costos que beneficios de adelantarse a la Fed, y esta es la idea que más parece haber permeado en los mercados, todos los miembros concuerdan que de presentarse un escenario de depreciación de consideración en el tipo de cambio sería recomendable ajustar la postura monetaria, además de que en la discusión es evidente que hay algún (¿algunos?) miembros que se inclinan por actuar de forma preventiva. Como resultado se tendrían básicamente dos escenarios. En el primer escenario,

los mercados se comportan de forma ordenada y sin sobresaltos al anticipar que es inminente el primer incremento en las tasas del Fed, y por lo tanto, Banxico se espera hasta que éste se realice antes de subir la tasa de referencia en México. En el segundo escenario, los mercados se ponen muy nerviosos al darse cuenta de que el primer incremento en las tasas del Fed es inminente, en cuyo caso la presión sobre el tipo de cambio podría detonar el primer incremento de tasas de Banxico antes que la Fed. Hoy día, la probabilidad de este segundo escenario parece más alta que la del primero.

**Próximos ajustes a nuestro escenario macroeconómico.** Luego de las persistentes dificultades que se han presentado para que tanto la economía de EUA como la mexicana retomen tasas de crecimiento más sólidas, tal parece que el ciclo de alza en tasas de interés, tanto en EUA como en México, será más gradual que lo que anticipábamos previamente, por lo que en las próximas semanas estaremos revisando nuestras perspectivas para la política monetaria y para las tasas de interés. La perspectiva todavía vigente es que será en septiembre de este año cuando la Fed comenzaría a subir sus tasas de interés, por lo que en la reunión de julio del Comité de Operaciones de Mercado Abierto del Fed (FOMC), muy probablemente quedará bastante claro que el primer incremento es inminente. En este caso, la tensión de los mercados comenzaría a aumentar durante el mes de agosto, y a principios de septiembre Banxico aumentaría su tasa para responder a dicha tensión.

**Indicadores recientes de EUA podrían retrasar aún más incremento de tasas.** Algunos de los indicadores más recientes de la actividad económica en EUA han resultado decepcionantes. El día de hoy, por ejemplo, se publicaron las cifras de producción industrial del mes de abril, que registraron una caída inesperada de 0.3% respecto al trimestre anterior y con lo que su tasa anual se reduce a 1.9%, luego de comenzar el año por arriba del 4.0%. En la gráfica adjunta puede notarse la fuerte desaceleración que ha experimentado la industria en los últimos meses. Si bien todavía no está claro si esta desaceleración tan marcada se debe a factores temporales, desde luego preocupa la pérdida de dinamismo de la industria en la medida en que podría estar marcando un cambio de tendencia en la actividad económica. Si se siguen observando datos malos en mayo y junio, sería altamente probable que se retrase aún más el inicio de la normalización monetaria en EUA.

## Producción Industrial e Inflación

