

Minutas de Política Monetaria

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

Mensajes Importantes:

- Se observa un tono decididamente más “hawkish” en las Minutas, elevando la probabilidad de un aumento en la tasa de referencia en los próximos 6 meses.
- Se percibe un mayor grado de consenso respecto a la necesidad de consolidar la inflación en torno al objetivo permanente de 3 por ciento y fortalecer el marco macroeconómico ante el choque petrolero y el próximo incremento en tasas del Fed.

En las Minutas correspondientes a la decisión de política monetaria del pasado 29 de enero, se hace más clara la evolución hacia una postura monetaria menos laxa, sobre todo por la necesidad de fortalecer el marco macroeconómico ante un entorno financiero global altamente incierto y complicado. Entre los elementos más relevantes destacan los siguientes:

Señalamientos de consenso (todos los miembros)

- Para EUA coinciden en que la actividad económica continúa consolidando su recuperación, que el mercado laboral se ha fortalecido y que la Fed ha reiterado sus planes para la normalización de su postura monetaria en el futuro.
- La actividad económica en México mostró una moderada recuperación en el 4º trimestre, siendo el sector externo la principal fuente de crecimiento, pero observándose también un mayor dinamismo en la inversión privada. Confirman que siguen existiendo importantes riesgos a la baja para el crecimiento.
- Señalan que a pesar de que el traspaso de movimientos cambiarios a los precios ha sido bajo, la posibilidad de que el tipo de cambio permanezca en los niveles actuales por un periodo de tiempo prolongado, o incluso se observe una depreciación adicional, representa un riesgo para la inflación.

Comentarios de la mayoría

- La actividad económica mundial ha presentado un comportamiento débil y el balance de riesgos para el crecimiento ha seguido deteriorándose, por lo que se espera una recuperación a un ritmo menor al previsto.
- Notó la pronunciada caída en los precios del petróleo y la expectativa de que se mantenga en un nivel bajo por algún tiempo.
- No puede descartarse la posibilidad de brotes de turbulencia y/o ajustes desordenados en los mercados financieros.
- El balance de riesgos para la inflación en México es similar a la decisión anterior.
- Los efectos del gasto público continúan sin manifestarse plenamente sobre la actividad económica.
- Hay preocupación por la magnitud del posible efecto adverso en la producción petrolera, y por la caída en el precio y la plataforma de exportación sobre el crecimiento del PIB en 2015.
- También hay preocupaciones sobre las implicaciones de estabilidad financiera que podría tener la depreciación del tipo de cambio.
- Es necesario fortalecer el marco macroeconómico ante la caída del precio del petróleo y la posibilidad de observar tasas de interés en EUA, dando especial importancia a un ajuste fiscal.
- La política monetaria enfrentará un entorno difícil durante 2015.

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 Inveat 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 Inveat. 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 Inveat, 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 exactitud 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 Inveat o de sus subsidiarias y/o afiliadas con respecto a la elaboración de este reporte. Algunos de las empresas del Grupo Financiero Scotiabank Inveat puede realizar inversiones por cuenta propia en los valores descritos en este reporte. Scotiabank Inveat 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 dado a divulgación sin la previa autorización de la Dirección de Estudios Económicos de Grupo Financiero Scotiabank Inveat, S.A. de C.V. Los servicios de Scotia Inveat 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
• Gabriela Montiel	5123-0000 x. 36760
estudeco@scotiab.com.mx	

Comentarios no mayoritarios

- **Entorno global.**
 - La apreciación del dólar podría afectar el crecimiento económico de EUA.
 - No puede excluirse una sorpresa respecto a la puesta en marcha de la normalización monetaria en EUA, las economías emergentes deberían suponer que el aumento de las tasas de interés en EUA empezará más temprano que tarde y fortalecer sus fundamentos económicos.
 - El incremento en las tasas de interés en EUA podría tener consecuencias mayores a las previstas.
- **México, Crecimiento.**
 - El crecimiento del PIB potencial puede verse afectado por la caída de los precios del petróleo y su impacto en los flujos de inversión extranjera al sector energético.
 - Es posible que los efectos de las reformas estructurales sobre el PIB potencial sean menores y más tardados respecto a lo anticipado.
- **México, Inflación.**
 - Parte de la disminución esperada en la inflación se explica por cambios en precios relativos de una sola vez, por lo que a principios del próximo año podría revertirse su efecto.
 - Es importante que se asegure una convergencia sostenida al objetivo permanente de la inflación.
 - El escaso margen de ajuste de la política fiscal podría conducir a aumentos en precios y tarifas públicas el próximo año, mientras que otro riesgo para la inflación es la posible aprobación de incrementos en el salario mínimo no respaldados por ganancias en productividad laboral.
 - No pueden descartarse aumentos significativos en el salario mínimo en los siguientes años, lo que podría poner en peligro la estabilidad de las expectativas de incrementos salariales.
 - Ante la reactivación esperada de la economía podrían surgir presiones inflacionarias por el lado de la demanda.
- **México, Política Monetaria y Fiscal.**
 - La respuesta de política apropiada ante choques como la caída en los precios del petróleo y el aumento en las tasas de interés de EUA es una postura macroeconómica menos expansiva, ya que mantenerla no haría gran diferencia en el crecimiento, pero sí podría traer riesgos a la estabilidad financiera y en las cuentas externas.
 - Para alcanzar la meta de 3 por ciento de manera sostenible se requiere asegurar que el marco de políticas macroeconómicas sea congruente, lo que implicaría ajustes en las políticas fiscal y monetaria.
 - Un ajuste fiscal evitaría un posible deterioro de la confianza y daría mayor margen de maniobra para enfrentar un entorno más complicado.
 - **Es necesario enviar una señal al mercado de la intención de elevar próximamente el objetivo de la tasa de interés de referencia.** Dicha señal debería incluir dos mensajes: primero, que **se tratará de un ciclo alcista** de la tasa de interés que permita el ajuste de las condiciones monetarias holgadas; y segundo, **que se procurará adelantarse a la decisión del Fed**, con el fin de consolidar la baja de la inflación y proteger la estabilidad financiera en México.

Consideraciones

Banxico claramente más "Halcón" (*hawkish*). Parece bastante claro el cambio en el tono del comunicado, apuntando hacia el inicio de un ciclo alcista en las tasas de interés de referencia que podría iniciar antes de lo que se esperaba. Es notable el énfasis que se pone a la necesidad de fortalecer el marco macroeconómico ante el choque petrolero y el próximo aumento en las tasas del Fed, así como para consolidar de forma definitiva la inflación muy cerca de la meta permanente del 3 por ciento. La inclusión de una referencia tan explícita como la hecha por uno de los miembros de la Junta en el párrafo anterior no es coincidencia, y no tuvo alguna réplica contundente en sentido contrario. Incluso ahora se menciona de forma más clara el riesgo que puede representar un incremento adicional al salario mínimo desvinculado de la productividad, que podría poner en riesgo la estabilidad de los incrementos salariales.

Se acerca primer incremento en tasas. Así como la Secretaría de Hacienda se adelantó de forma sorpresiva para anunciar un recorte al gasto público muy significativo, tal parece que Banxico también se anticipará a lo que esperaban los mercados hasta el día de ayer. Este primer incremento podría producirse en los próximos seis meses. A la derecha puede observarse el calendario de decisiones de política monetaria programadas para el 2015, tanto para Banco de México como para la Fed. En nuestra opinión, sería en la reunión del 17 de junio cuando la Fed anunciará el primer incremento a su tasa de referencia. Aunque no se percibe una opinión clara al interior de la Junta de Banxico respecto al momento del primer incremento en las tasas del Fed, las referencias que se hacen a fortalecer el marco macroeconómico, a una postura de política monetaria menos expansiva, a adelantarse a la Fed, aumentan considerablemente la probabilidad de que se realice el primer incremento en la tasa de referencia de Banxico durante mediados del año, en línea con nuestra expectativa. Incluso parece que la probabilidad de que el primer incremento ocurra entre marzo y junio no es desdeñable.

Decisiones de Política Monetaria 2015

Banxico	Fed
	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