

Minutas de Política Monetaria

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

Mensajes Importantes:

- La junta de gobierno de Banxico comienza a inclinarse hacia la acción, con uno de sus miembros votando por un incremento de 25 puntos base en la tasa de interés.
- La discusión se concentra en temas como la normalización de la política monetaria en EUA y la incertidumbre que genera, el deterioro en el entorno global por factores como China o Grecia, a depreciación del peso y su posible efecto sobre la inflación en México.
- Resulta fundamental, sobre todo en un entorno financiero global complicado, el fortalecer el marco macroeconómico, especialmente mediante la consolidación de la postura fiscal y la estabilización de la trayectoria de la deuda pública.
- Nos acercamos al primer incremento en tasas de interés, que parece será en septiembre, y la probabilidad de que Banxico termine adelantándose al Fed parece estar aumentando.

En las Minutas correspondientes a la decisión de política monetaria del pasado 4 de junio destacan los siguientes elementos:

Señalamientos de consenso (todos los miembros)

- Respecto al entorno global, consignaron que la FED estima el primer incremento en sus tasas de interés de referencia este año, que la actividad económica en la zona del Euro presenta una incipiente recuperación, mientras que en las economías emergentes sigue debilitándose. Coincidieron en que la volatilidad en los mercados internacionales se incrementó principalmente por la incertidumbre en torno a la normalización de la política monetaria en EUA, pero mencionaron también los temores de una posible salida de Grecia de la Eurozona y los problemas de los mercados financieros en China, que han puesto en evidencia las vulnerabilidades existentes en su sistema financiero.
- Respecto a México coincidieron en que la actividad económica continuó mostrando un crecimiento débil y que la inversión privada se mantuvo también débil, y consignaron que ante la mayor volatilidad en los mercados internacionales, el peso experimentó una depreciación significativa frente al dólar de EUA, lo que obedeció fundamentalmente a la incertidumbre sobre el proceso de normalización de la política monetaria en ese país.
- Señalaron que el traspaso de la depreciación del tipo de cambio hacia los precios ha sido limitado, pero advirtieron que la depreciación del peso podría tener un impacto mayor sobre los precios y contaminar las expectativas de inflación, y que ante la posibilidad de que la volatilidad continúe o incluso se agudice, es fundamental mantener un marco macroeconómico sólido.

Comentarios de la mayoría

- Respecto al entorno global, notaron que la actividad económica en EUA ha mantenido una tendencia al alza, destacando la recuperación en el consumo privado y el empleo, que contrasta con la debilidad en el sector industrial a raíz de la apreciación generalizada del dólar y de la menor inversión en el sector energía. Señalaron que los riesgos derivados de la situación en Grecia no se han disipado, mientras que China ha mostrado una desaceleración importante.

Decisiones de Política Monetaria 2015

Banxico	Fed
	28-ene
29-ene	
	18-mar
26-mar	
	29-abr
30-abr	
04-jun	
	17-jun
	29-jul
	17-sep
21-sep	
	28-oct
29-oct	
	16-dic
17-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 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 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 Inveat o de sus subsidiarias y/o afiliadas con respecto a la elaboración de este reporte. Algunos de los emisores 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, directiz, 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 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 A. Correa Martínez 5123-2683
 - Carlos González Martínez 5123-2685
 - Silvia González Anaya 5123-2687
 - Luis A. Jaramillo-Mosqueira 5123-2686
 - Maribel G. Lares Coronado 5123-0000 x. 36760
- estudeco@scotiab.com.mx

- Respecto a México se refiere que las exportaciones han registrado un deterioro y que las condiciones de holgura continuarán hasta finales del próximo año, por lo que no anticipan presiones inflacionarias provenientes por el lado de la demanda. También esperan que el crecimiento del PIB se fortalezca de manera gradual en el 2º semestre del 2015 y durante el 2016.
- Sobre la inflación, la mayoría se muestra optimista y refiere un comportamiento favorable tanto en la inflación observada como en las expectativas, que se mantienen bien ancladas a pesar de la depreciación del tipo de cambio.
- Respecto a la conducción de la política monetaria, advirtieron que las posibles acciones de la Reserva Federal podrían tener repercusiones adicionales sobre el tipo de cambio, las expectativas de inflación y la dinámica de los precios en México.

Comentarios no mayoritarios

- Hay preocupación por una caída importante en el comercio internacional, y se advierte que prevalece un alto grado de incertidumbre respecto al proceso de normalización de la política monetaria en EUA porque el ritmo de incremento de las tasas dependerá de la evolución de la economía, que ha contribuido a la volatilidad financiera, misma que podría exacerbarse ante una sorpresa por parte del Fed.
- Respecto a la inflación, debe reconocerse que su desempeño se ha visto favorecido por el efecto base asociado al aumento de impuestos del año pasado, por la desaparición de las tarifas de larga distancia nacional, por el descenso en los precios de los energéticos y la variación moderada en los precios de productos agropecuarios. Los choques positivos sobre la inflación no necesariamente se repetirán, y dado un crecimiento potencial de la economía posiblemente menor al tradicionalmente estimado, es posible que puedan surgir presiones de demanda agregada conforme avance la recuperación económica.
- Un miembro indicó su preferencia por un incremento de 25 puntos base en la tasa de referencia argumentando que ante las posibles acciones de la Fed, especialmente cuando éstas parecen inminentes, conviene adoptar una postura preventiva que ayudaría a contrarrestar las repercusiones que la incertidumbre asociada a la normalización monetaria en EUA pudiera tener sobre la inflación en México. Alertó también que actuar hasta que se presenten problemas puede implicar tener que realizar ajustes más significativos que siendo preventivos, y explicó que las condiciones monetarias en México se han relajado significativamente.
- Otro miembro explicó que un ajuste preventivo no es conveniente en virtud de los bajos niveles de inflación, el lento ritmo de recuperación de la economía, de la incertidumbre sobre la fecha del primer incremento en tasas de la Fed y de su posible impacto sobre la economía de México. No obstante, este miembro reconoció que de presentarse ajustes desordenados en los mercados que pongan en riesgo el control de la inflación o la estabilidad financiera, el Banco de México tendría que actuar de manera expedita.

Consideraciones

Muchas coincidencias. A diferencia de ocasiones anteriores, ahora se perciben muchos puntos donde hay acuerdos unánimes, aunque hay que notar que en esta ocasión sólo sesionaron 4 de los 5 miembros de la junta de gobierno.

Entorno global y tipo de cambio concentran la atención. Buena parte de los comentarios giraron en torno a factores del ámbito global, destacando la incertidumbre que implica el próximo inicio del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos; y a la significativa depreciación que ha mostrado el peso mexicano como consecuencia del deterioro en el entorno financiero internacional. También destaca la preocupación por otros factores como la situación económica de China y de Grecia.

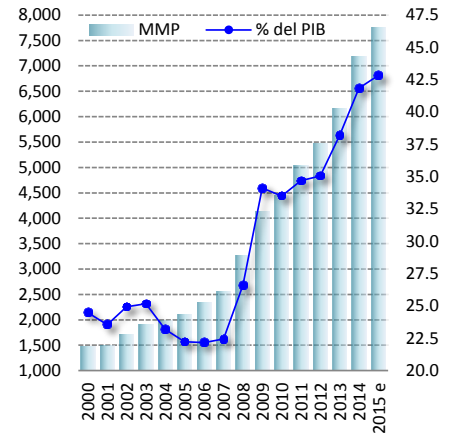
Postura todavía reactiva, pero inclinándose a la acción. Destaca notablemente que en esta reunión hubo un miembro que ya se inclinó por un incremento preventivo en la tasa de interés de referencia, ofreciendo diferentes argumentos importantes para ello. Aunque hubo también otro miembro que argumentó en contra de realizar un incremento preventivo en ese momento, ese mismo miembro reconoció que si se ponen en riesgo el control de la inflación o la estabilidad financiera, Banxico tendría que actuar de forma expedita. De estos comentarios se desprende que la Junta de Gobierno parece acercarse más al primer incremento en tasas, y aunque se entiende que el Banco prefiere esperar a ver lo que hará la Fed, si la tensión en los mercados continúa aumentando, es posible que Banxico se anticipe.

Traspaso de la depreciación a la inflación es preocupación medular. Buena parte de la discusión interna gira en torno al efecto que la depreciación del tipo de cambio puede tener sobre los precios. En los argumentos se destaca que, hasta el momento, no ha habido un efecto relevante ni efectos de segundo orden, pero no queda claro que hacia adelante no lo vaya a haber. Si bien la mayoría sostiene que las expectativas de inflación se han reducido en el corto plazo y se mantienen ancladas en el corto plazo, y la propia expectativa de la Junta es que la inflación se mantenga por debajo del 3 por ciento en lo que resta del año y cerca de este nivel el año entrante, es notoria la preocupación de que el impacto en la inflación podría ser más fuerte de lo previsto.

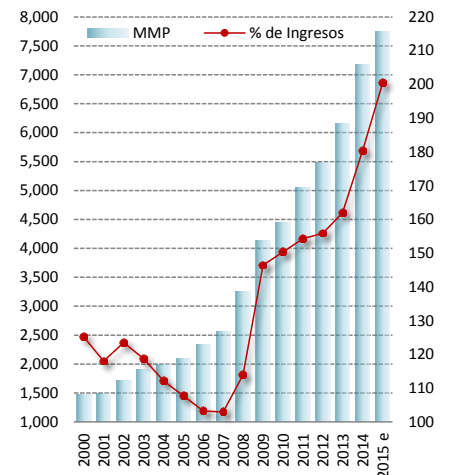
Insistencia vital: fortalecer el marco macroeconómico. Una y otra vez, Banco de México ha enfatizado la importancia de fortalecer el marco macroeconómico para asegurar la estabilidad de la economía nacional, poniendo especial atención a la consolidación fiscal y a la estabilización de la trayectoria de la deuda pública. Coincidimos en que, sobre todo en un escenario de turbulencia internacional, es fundamental afianzar la estabilidad macroeconómica. Frecuentemente se ha mencionado que los fundamentos macroeconómicos de México son sólidos y mucho mejores que los de otros países. Ahora debe reconocerse que una de las variables fundamentales de la economía muestra una tendencia que debe revertirse, y es la posición fiscal, especialmente la deuda pública. Usualmente se presenta la deuda pública como proporción del PIB, y en el caso de México (dependiendo de qué concepto se utilice), la deuda pública se compara muy favorablemente contra muchos otros países. Sin embargo, la sostenibilidad de la deuda pública tiene mucho que ver con el nivel de ingresos que se tenga, y en el caso de México, la deuda pública como proporción de los ingresos presupuestarios del sector público ha crecido fuertemente en los últimos años y está alcanzando niveles preocupantes (ver gráficas adjuntas). Coincidimos con Banxico que la trayectoria de la deuda pública debe por lo menos estabilizarse.

Septiembre sigue pareciendo el momento más probable. De acuerdo a la información más reciente, parece que septiembre será el mes en el que Banxico realice su primer incremento de tasas de interés. Si bien la Reserva Federal tiene programada su decisión de política monetaria para el día 17 de dicho mes, y Banxico está programado para el 21; de continuar la tensión en los mercados globales aumentaría la probabilidad de que el aumento en tasas en México pudiera adelantarse al de EUA.

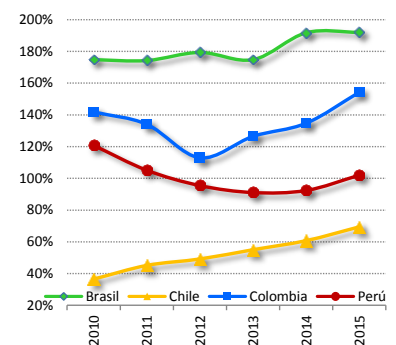
Deuda Pública Bruta vs PIB



Deuda Pública Bruta vs Ingresos



Deuda Pública vs. Ingresos Otros Países de América Latina



Elaborado con datos del FMI.