

Minutas de Política Monetaria

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

Mensajes Importantes:

- Hay muchas preocupaciones expresadas en las minutas, especialmente en el entorno global y principalmente en torno al proceso de normalización monetaria en EUA y su impacto sobre los mercados.
- Banxico señala que actuará de forma "oportuna" para ajustar su postura monetaria y asegurar que la consolidación hacia el objetivo de inflación no está en riesgo.
- El primer ajuste en la postura monetaria en México estará muy alineado al de la Reserva Federal.
- Existe el riesgo de que el aumento en tasas de interés tenga que ser más fuerte y rápido de lo previsto si Banxico pierde el "momento oportuno".

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)

- Persiste incertidumbre asociada al momento en el que se lleve a cabo el primer incremento en tasas del Fed. Los mercados financieros internacionales siguen observando elevados niveles de volatilidad. No se pueden descartar episodios de turbulencia en los mercados financieros internacionales que pudiera afectar a los mercados en México.
- La postura de política monetaria tendría que ajustarse oportunamente en caso de que se desanclen las expectativas de inflación y se ponga en riesgo la consolidación de su objetivo de 3 por ciento, ello con independencia de si tal eventualidad ocurre antes o después del momento en que la Reserva Federal comience a aumentar su tasa de referencia.

Comentarios de la mayoría

Economía Mundial

- Los balances de riesgos para el crecimiento y la inflación en la economía mundial se mantienen sin cambio. En EUA, el repunte de la actividad económica en el 2015 será menor a lo previamente anticipado. Se ha postergado la fecha en que se anticipa el primer incremento en la tasa de referencia del Fed y se espera que el ritmo de aumentos subsiguientes sea gradual.
- En la zona del Euro, persisten ciertas vulnerabilidades como la ausencia de esfuerzos suficientes para hacer cambios estructurales y la situación en Grecia.

México

- Algunos indicadores del consumo parecieran estar registrando una recuperación. La recuperación que se había observado en la inversión hacia finales del año pasado ha perdido vigor. Los balances de riesgos para el crecimiento y para la inflación permanecen sin cambio.
- La conducción de la política monetaria enfrenta un dilema. Por un lado, una fase cíclica de crecimiento relativamente débil con condiciones de holgura en la economía y un buen comportamiento de la inflación. Por otro lado, un entorno financiero global complejo en el que destacan distintas fuentes de incertidumbre, lo que puede afectar a los mercados financieros internos, particularmente al cambiario, así como a la inflación y sus expectativas.
- En ausencia de un desanclaje de las expectativas de inflación, adelantarse a la

Decisiones de Política Monetaria 2015

Banxico	Fed
29-ene	28-ene
26-mar	18-mar
30-abr	29-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 Investit señalados en el presente documento, no el de un área de negocio en particular y no necesariamente una opinión institucional. Dichas opiniones pueden modificarse 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 Investit. 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 Investit, 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 Investit o de sus subsidiarias y/o afiliadas con respecto a la elaboración de este reporte. Algunos de las empresas del Grupo Financiero Scotiabank Investit puede realizar inversiones por cuenta propia en los valores descritos en este reporte. Scotiabank Investit 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 de Banca de Inversión y, no recibe remuneración, directiva, 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 Investit, S.A. de C.V. Los servicios de Scotia Investit 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

Minutas de Política Monetaria

Reserva Federal tendía más costos que beneficios. Hay que distinguir entre un ajuste oportuno ante un evento que desestabilice el proceso de consolidación de la inflación o que desanque las expectativas de inflación, que todos los miembros de la Junta apoyarían en su caso, de uno preventivo que se implemente antes de que la Reserva Federal incremente la tasa de los fondos federales.

Comentarios no mayoritarios

Entorno global.

- Entre las razones que podrían estar detrás de la debilidad de la economía mundial están: una posible situación de estancamiento secular, una desaceleración de la productividad, la necesidad de terminar de reparar los balances financieros en algunas economías avanzadas y la falta de demanda global como resultado de incentivos para llevar a cabo un relajamiento monetario competitivo, sobre todo en las economías avanzadas.
- Preocupa la dificultad para reactivar el crecimiento económico global, lo que podría reflejar la dependencia excesiva en la política monetaria para estimular el crecimiento y contribuye a aumentar la volatilidad en los mercados financieros.
- Existen diversas fuentes de incertidumbre: a) el nivel al que convergirán las tasas de interés de largo plazo en EUA y a nivel global; b) la posibilidad de que la política monetaria esté perdiendo tracción en EUA; c) las condiciones de operación en los mercados, que a raíz de la política monetaria laxa a nivel global, haya conducido a valuaciones de activos posiblemente desalineada de sus fundamentales, y a que los mercados financieros podrían no estar bien posicionados para enfrentar un fuerte incremento en el riesgo de tasas de interés. Los cambios en la regulación financiera habría hecho a los bancos más resistentes a enfrentar pérdidas, pero también a estar menos dispuestos a acomodar rápidamente demanda por liquidez, aumentando la probabilidad de ventas generalizadas y desordenadas de valores ante diversos choques financieros.

México

- Preocupa el posible impacto negativo proveniente de la reciente suspensión indefinida de una de las piezas fundamentales de la reforma educativa. Los retos para la política macroeconómica posiblemente se acentúen a medida que se acerque el inicio del aumento en la tasa del Fed.
- Una reacción tardía de la política monetaria en México a los aumentos en tasas del Fed sería costosa para la estabilidad financiera y podría hacer necesario aumentar la tasa de referencia más de lo que se hubiera requerido en caso de haber actuado antes. Por otro lado, anticiparse a la Fed podría detonar un comportamiento desordenado en los mercados, podría ser ineficiente en el entorno actual y podría tener un impacto negativo sobre la actividad económica.

Consideraciones

Muchas preocupaciones. Lo primero que llama la atención en las minutas es la gran cantidad de factores de preocupación que atraen la atención de los miembros de la Junta de Gobierno, especialmente en el entorno global. Preocupaciones que van desde la falta de crecimiento hasta la posibilidad de que los precios de los activos estén desalineadas de sus fundamentales, pasando desde luego por todo lo que rodea el proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal, que es el factor más relevante para la conducción de la política monetaria en México en los próximos meses. Desde luego, hay repetidas menciones a la posibilidad de que se genere turbulencia en los mercados financieros como resultado del proceso de normalización de la política monetaria en EUA.

A la espera del Fed. Si bien hay opiniones al interior de la junta para comenzar a ajustar la política monetaria antes de que lo haga la Fed, las minutas dejan clara la opinión unánime

de que la postura monetaria en México tendría que ajustarse oportunamente si se desanclan las expectativas de inflación y se pone en riesgo la consolidación del objetivo de 3 por ciento en la inflación. Por el rezago natural que existe entre el momento en que se presenta un evento con potencial de afectar a la inflación y sus expectativas, y el momento en que comienza a observarse su impacto sobre la inflación observada y/o sus expectativas, parece que Banxico estará a la espera de que la Fed realice su primer ajuste en tasas o deje claro que estará próxima a hacerlo.

¿Qué quiere decir "ajuste oportuno"? Todos los miembros de la Junta están de acuerdo en que la postura monetaria deberá ajustarse "oportunamente" en caso de que se desanclen las expectativas de inflación o de que se ponga en riesgo la consolidación de la inflación hacia su meta. Lo que queda a la interpretación es cuándo se estaría en riesgo la consolidación de la inflación hacia el objetivo. Caber nota que aunque actualmente la inflación anual se encuentra inclusive por debajo del objetivo del 3 por ciento, esto se debe, en gran medida, a una serie de factores que se presentaron este año pero que no se repetirán en los siguientes, como por ejemplo la eliminación de las tarifas de larga distancia telefónicas. Esto implica que a partir de enero próximo, la inflación anual dará un salto natural hacia niveles por arriba del 3 por ciento. Adicionalmente, la inquietud observada hasta el momento en los mercados financieros internacionales ha producido una depreciación cercana al 19% anual, que apenas comienza a reflejarse en los precios de los bienes comerciables, pero que tiene el potencial de desviar significativamente la inflación de su objetivo. ¿En qué momento se pone en riesgo la consolidación de la inflación? Habrá que seguir de cerca los comentarios de la Junta de gobierno de Banxico para ver en qué momento cambia su percepción al respecto.

Riesgo de aumento más acelerado en tasas de interés. Como lo refleja una de las opiniones minoritarias, existe el riesgo de que al ajuste en la tasa de interés de referencia para la política monetaria sea más rápido a lo que sería necesario si Banxico se retrasa respecto al momento "oportuno", lo que implica una gran importancia en la determinación de este "momento oportuno". Cabe notar también que si llega a observarse un desanclaje de las expectativas de inflación, la política monetaria ya iría tarde y muy probablemente tendría que recurrirse a un ajuste mucho más fuerte y doloroso para regresar el anclaje de las expectativas.

Septiembre sigue pareciendo el momento más probable. De acuerdo a la información más reciente, parece que septiembre será el mes en el que la Reserva Federal realizará su primer incremento en sus tasas de referencia, y por lo mismo, parece que también en ese mes se presentaría el primer ajuste por parte de Banxico.