



¿Hawkish o Dovish?

Jonathan Heath

Santander "Mexico Day", 13 de enero de 2020, Ciudad de México



¿Hawkish o Dovish?...

Ni uno ni lo otro, depende de la información disponible, de la evaluación y la perspectiva basada en un análisis objetivo de:

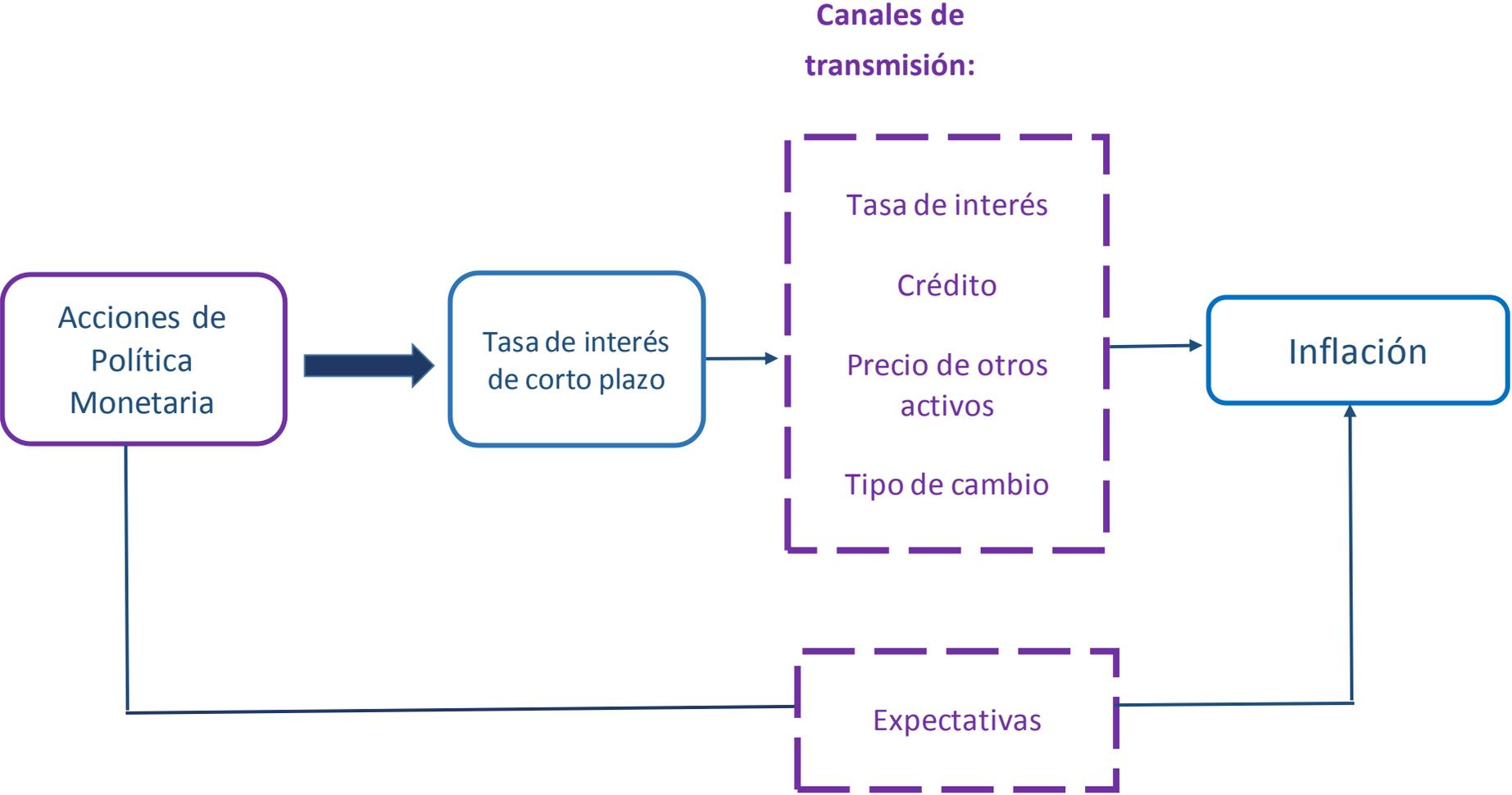
1) La inflación y

2) sus determinantes

actividad económica,
condiciones monetarias globales,
condiciones financieras,
entre otros.

Con lo cual se definen la acciones política de monetaria.

Estas acciones de política monetaria inciden a través de canales de transmisión



Para cumplir con el mandato prioritario se define una postura monetaria

La postura monetaria puede ser:

Restrictiva

Neutral

Laxa

El principal determinante es la desviación de la inflación respecto al objetivo, la trayectoria esperada y el balance de riesgos.

Por ejemplo, si:

- La inflación general, en particular la subyacente, está por encima del nivel objetivo; o
- Hay choques inflacionarios negativos que requieran acción de política para evitar su permanencia

Además, para determinar la postura monetaria se consideran:

Condiciones domésticas

Actividad económica y condiciones de holgura,
Apetito por riesgo,
Finanza públicas, política salarial, etc.



Postura monetaria absoluta

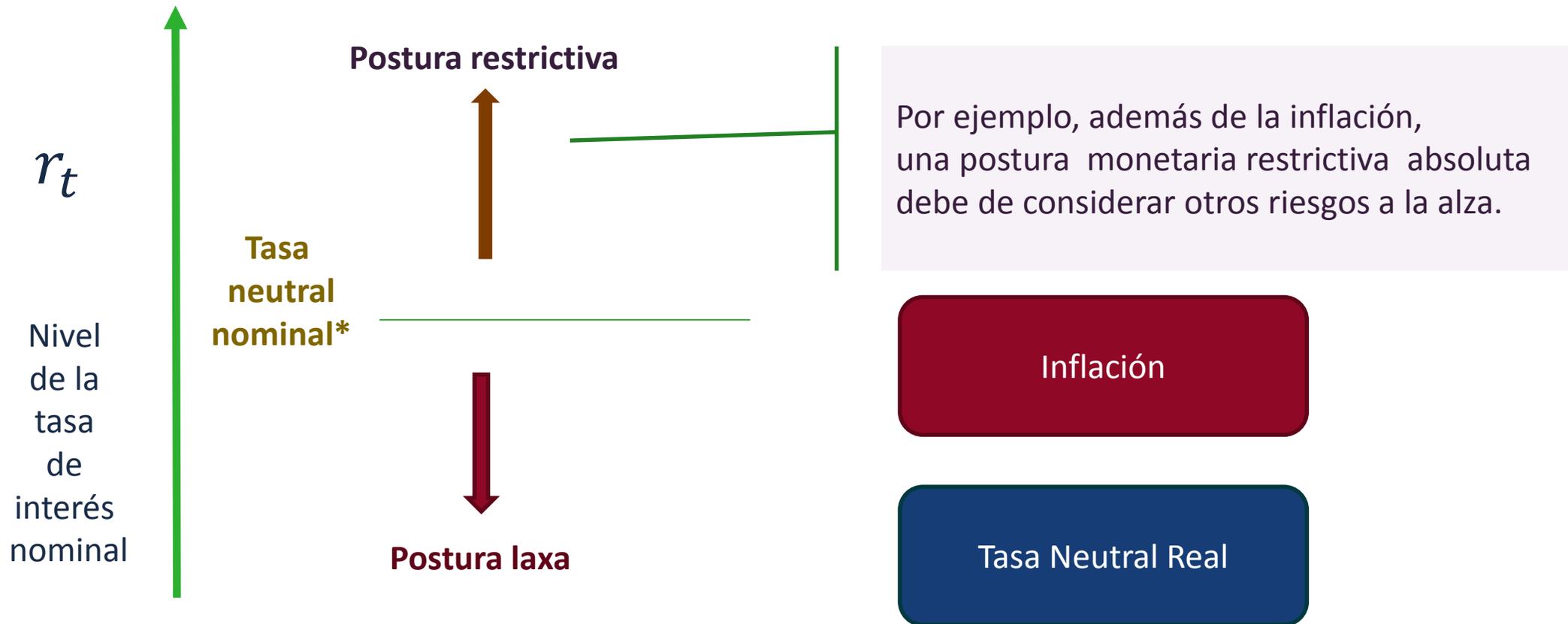
Condiciones externas

Crecimiento e inflación a nivel global,
Política monetaria internacional,
Apetito por riesgo.



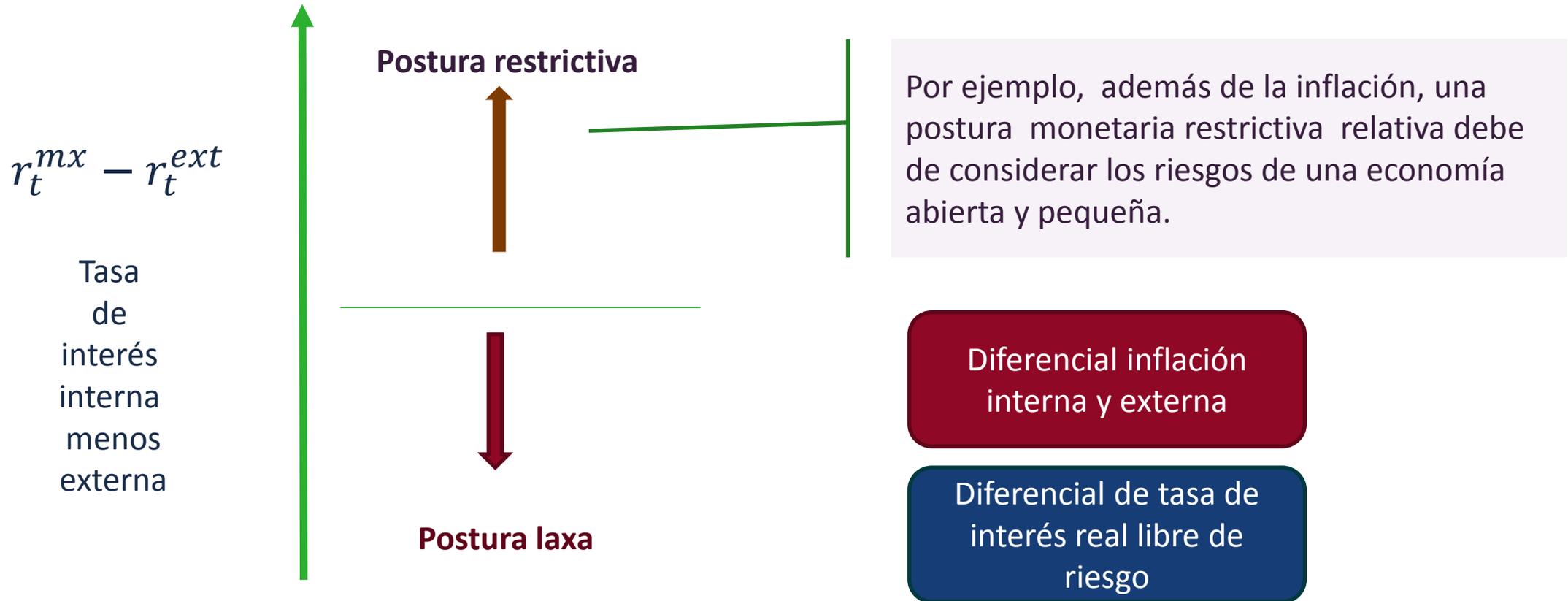
Postura monetaria relativa

Postura monetaria absoluta



* La tasa neutral nominal es la tasa libre de riesgo real de la economía en el equilibrio más la tasa de inflación de equilibrio. Bajo algunos enfoques, esta tasa equivale a la tasa de retorno de capital.

Postura monetaria relativa



Diagnóstico de la inflación y sus determinantes

Condiciones domésticas

Condiciones
externas

Inflación

En la meta, pero con incertidumbre

Actividad Económica

Estancamiento y ampliación de la holgura

Riesgos internos y
externos

Mitigados, pero latentes

Postura monetaria menos restrictiva en términos absoluto y relativo,

pero todavía restrictiva para garantizar convergencia

a través de un ajuste gradual que depende de la perspectiva de los riesgos

Diagnóstico de la inflación y sus determinantes

Inflación

En la meta, pero con incertidumbre

Actividad Económica

Estancamiento y ampliación de la holgura

Riesgos internos y
externos

Mitigados, pero latentes

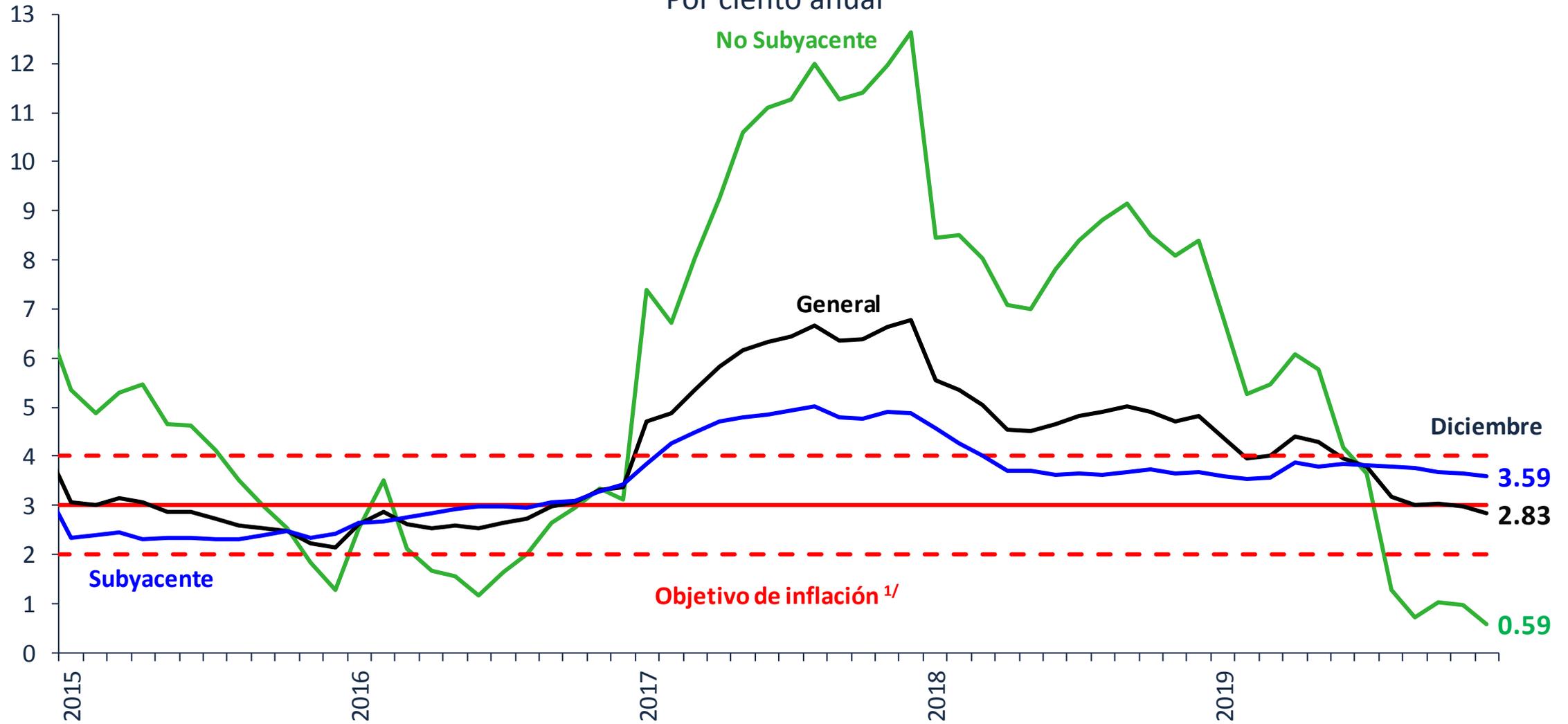
Postura monetaria menos restrictiva,

pero todavía restrictiva para garantizar convergencia

a través de un ajuste gradual que depende de la perspectiva de los riesgos

Índice Nacional de Precios al Consumidor

Por ciento anual



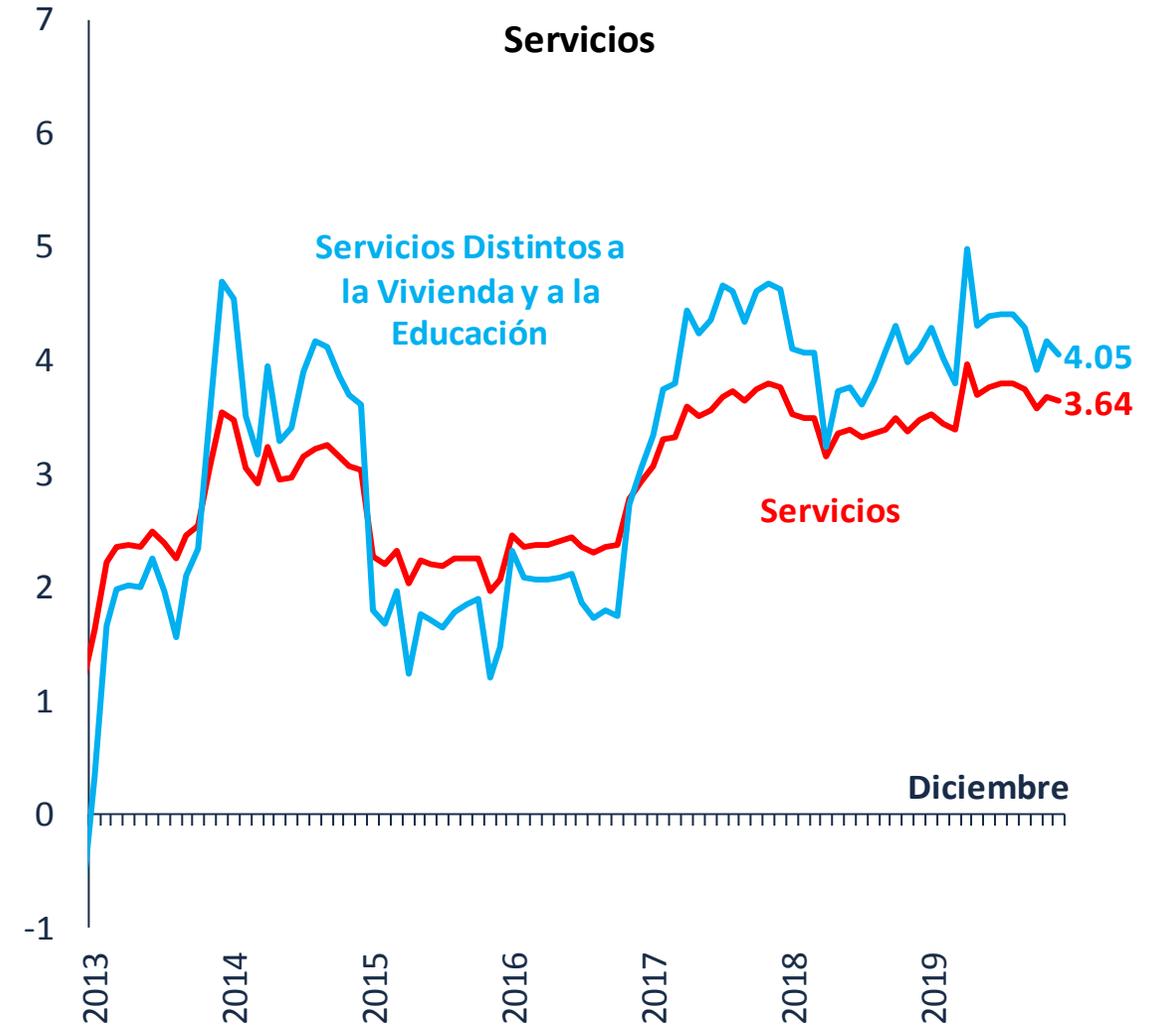
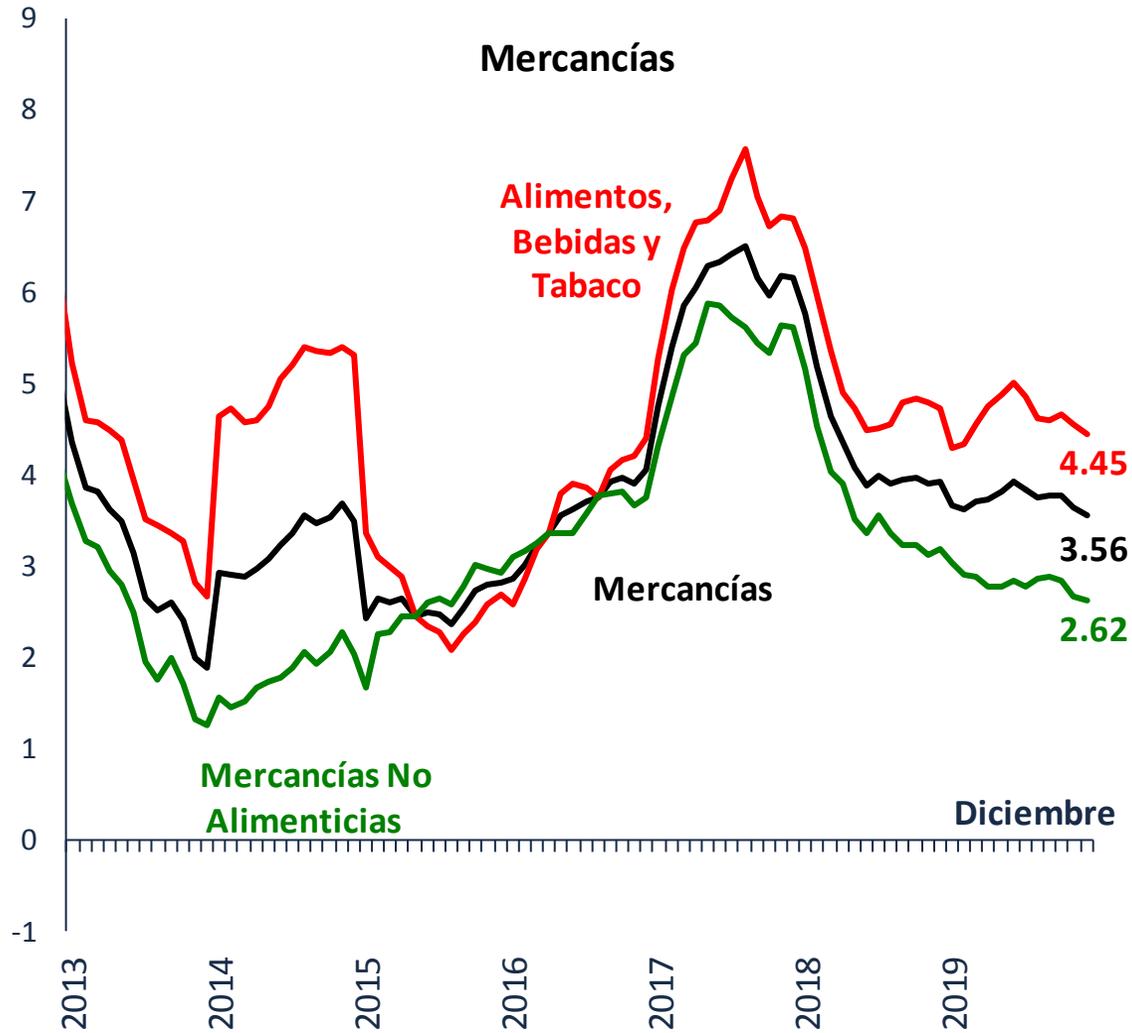
Fuente: INEGI y Banco de México

Cifras a diciembre de 2019

1/ A partir del 2003 se estableció una meta permanente para la inflación general en 3% con un intervalo de variabilidad de +/- 1%.

Índice de Precios Subyacente

Por ciento anual

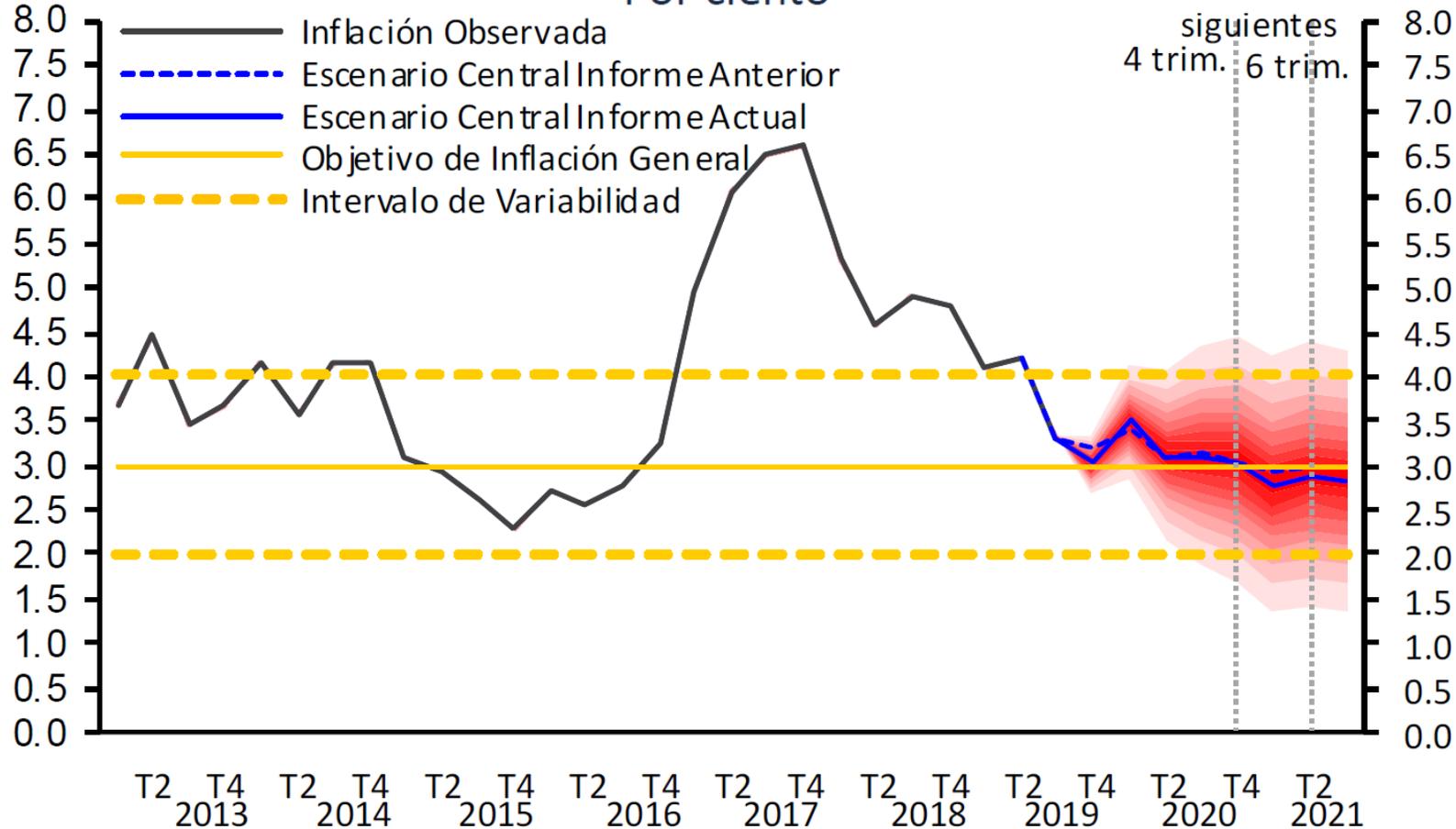


Fuente: INEGI
Cifras a diciembre de 2019.

Previsiones para la Inflación: Banco de México

Gráfica de Abanico: Inflación General Anual ^{1/}

Por ciento



Fuente: INEGI y Banco de México

Cifras observadas a octubre de 2019

^{1/} Promedio trimestral de la inflación general anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del cuarto trimestre de 2019, es decir, el cuarto y segundo trimestre de 2020 y 2021 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

*Pronóstico a partir de 27 de noviembre de 2019.

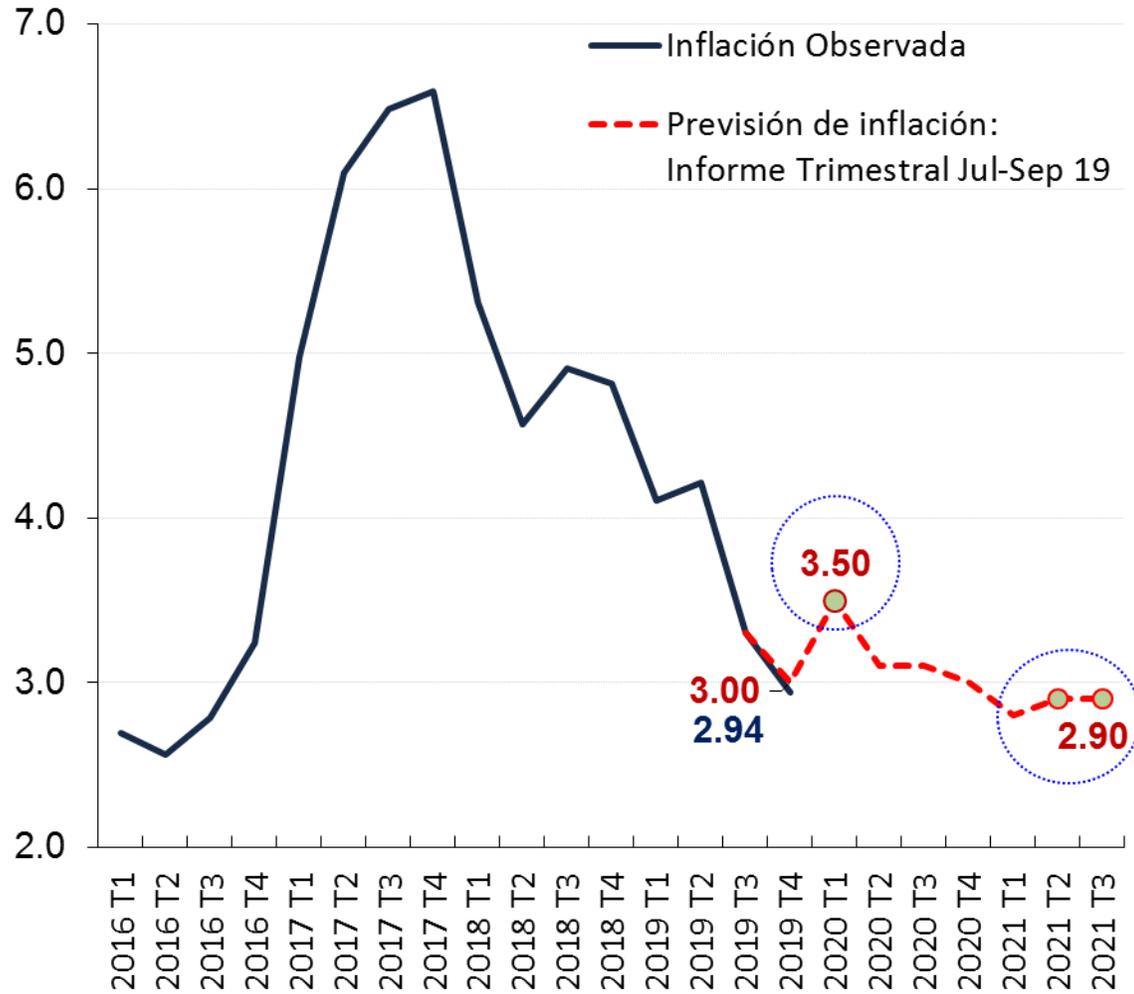
	2019			2020				2021		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
IT Abr-Jun 2019	4.2	3.3	3.0	3.5	3.1	3.1	3.0	2.8	2.9	2.9
IT Jul-Sep 2019	4.2	3.3	3.2	3.4	3.1	3.1	3.0	2.9	3.0	

Previsiones para la Inflación: Consensos

Inflación general anual (Por ciento al cierre del año)						
Año	Encuesta Banxico (13 de Diciembre)	IMEF (Enero)	Latin Focus (Diciembre)	Citibanamex (7 de Enero)	Consensus Forecast (Diciembre)	Mediana de Consensos
2020	3.46	3.5	3.5	3.5	3.4	3.5
2021	3.50	3.5	3.5	-	-	3.5

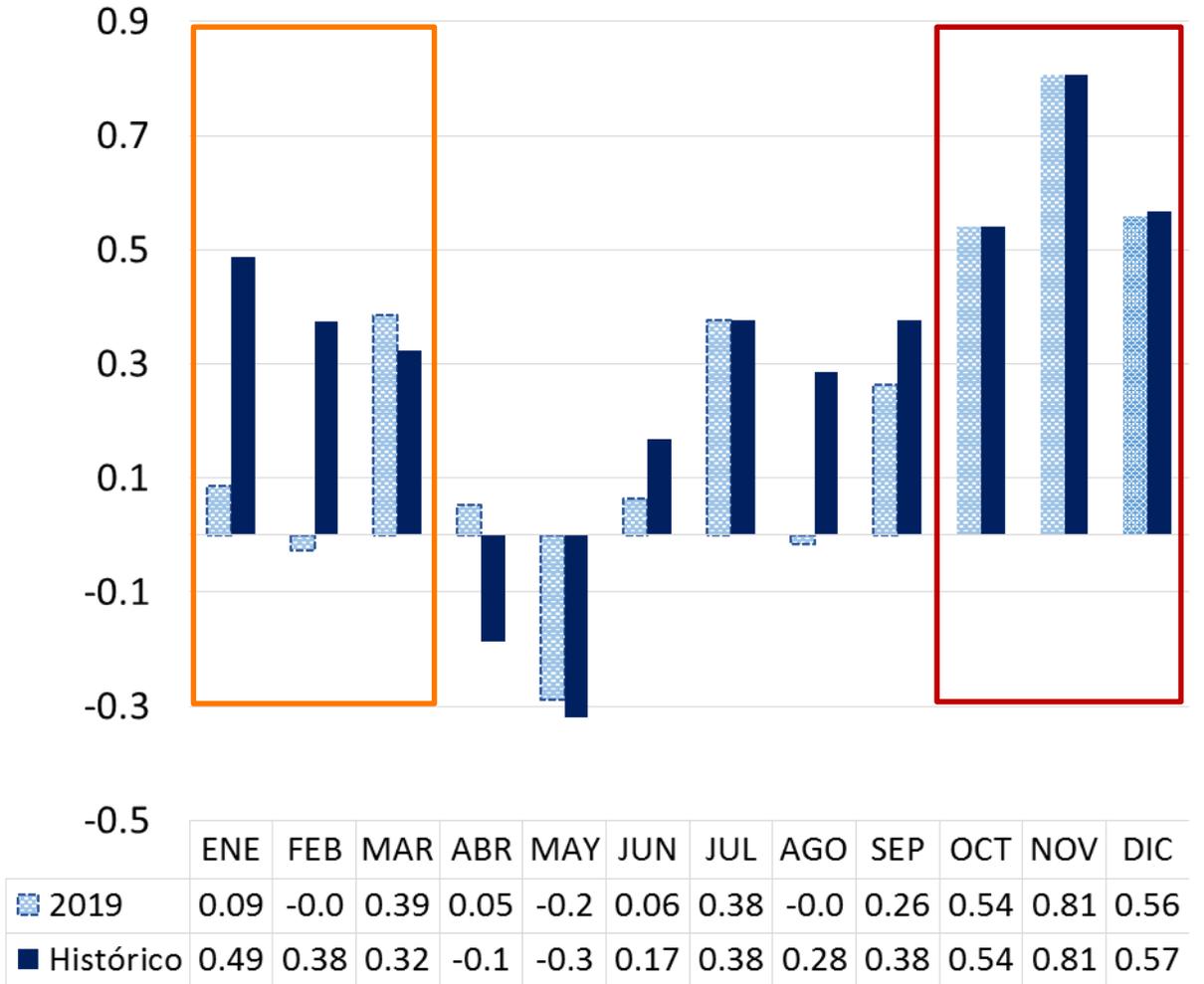
Nota: El consenso es la mediana de la encuesta. Los meses señalados en las etiquetas de los diferentes consensos hacen referencia al 2019.

Previsiones para la Inflación General Anual: Banco de México Por ciento



Fuente: INEGI y Banco de México
Cifras a diciembre 2019.

Inflación Mensual: Observado 2019 y Mediana entre 2011 – 2019 Por ciento

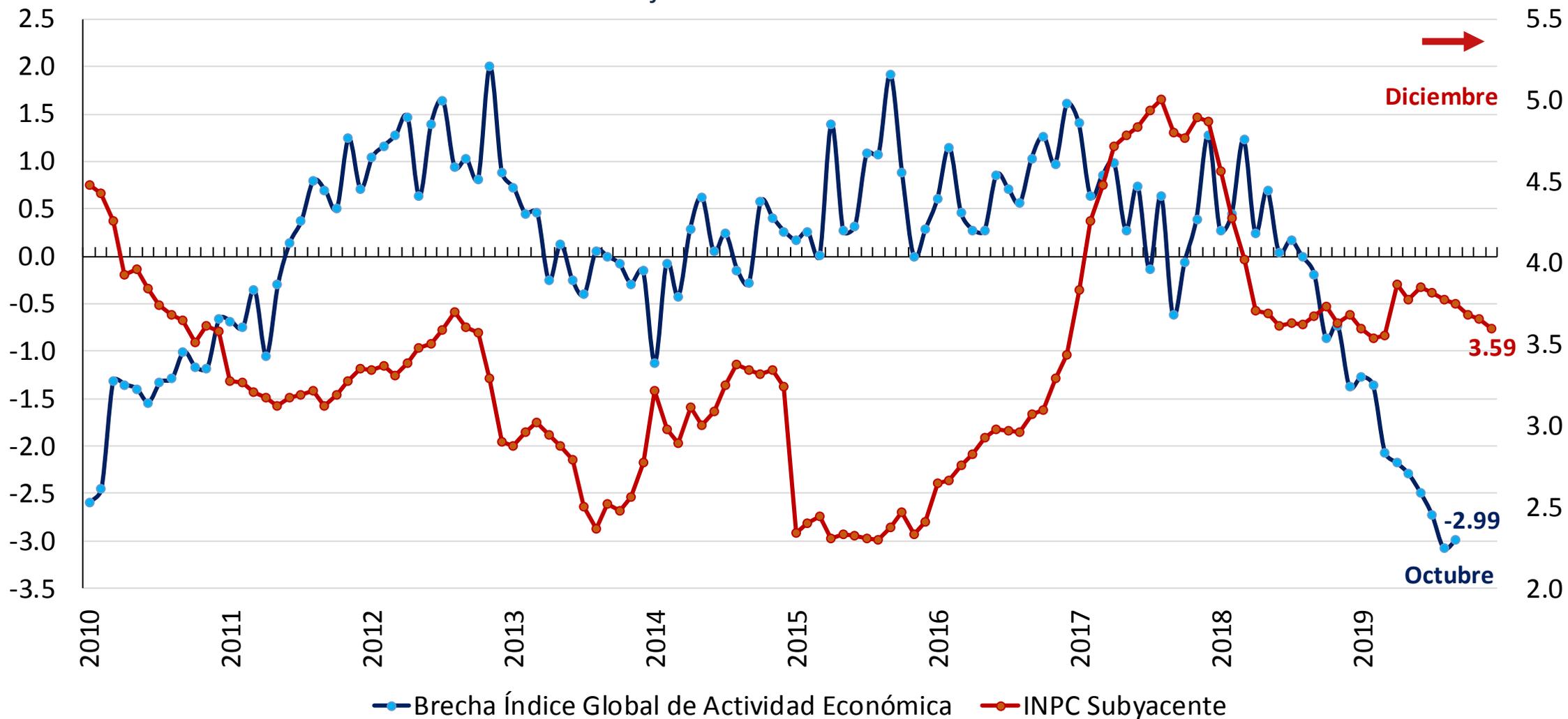


Fuente: INEGI. Cifras a diciembre 2019. Nota: La mediana se calcula para los años entre 2011-2019.

Brecha Índice Global de Actividad Económica e Inflación subyacente anual

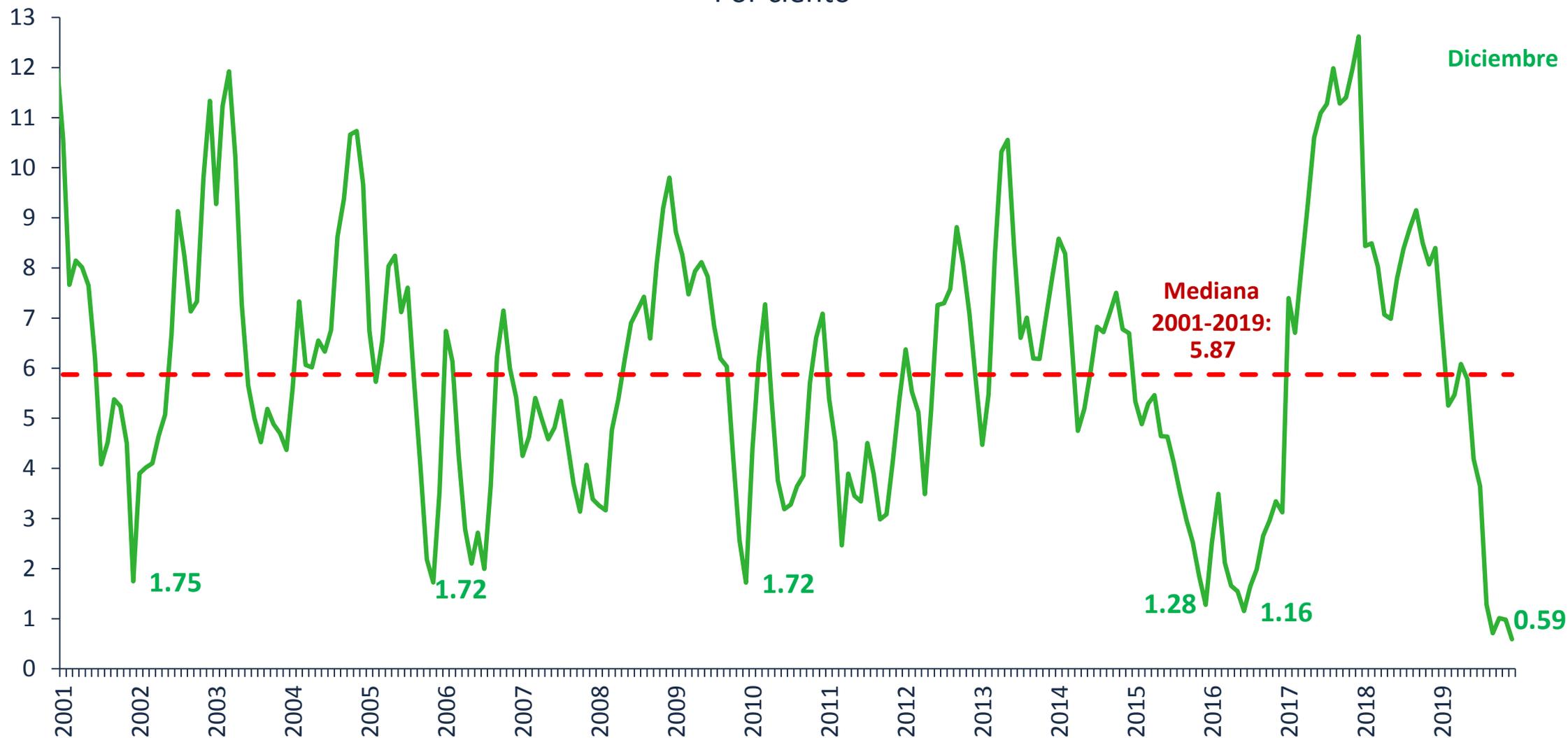
Eje izquierdo: Desviaciones de su tendencia de largo plazo en por ciento

Eje derecho: Por ciento



Fuente: INEGI y Banco de México
Cifras a diciembre de 2019.

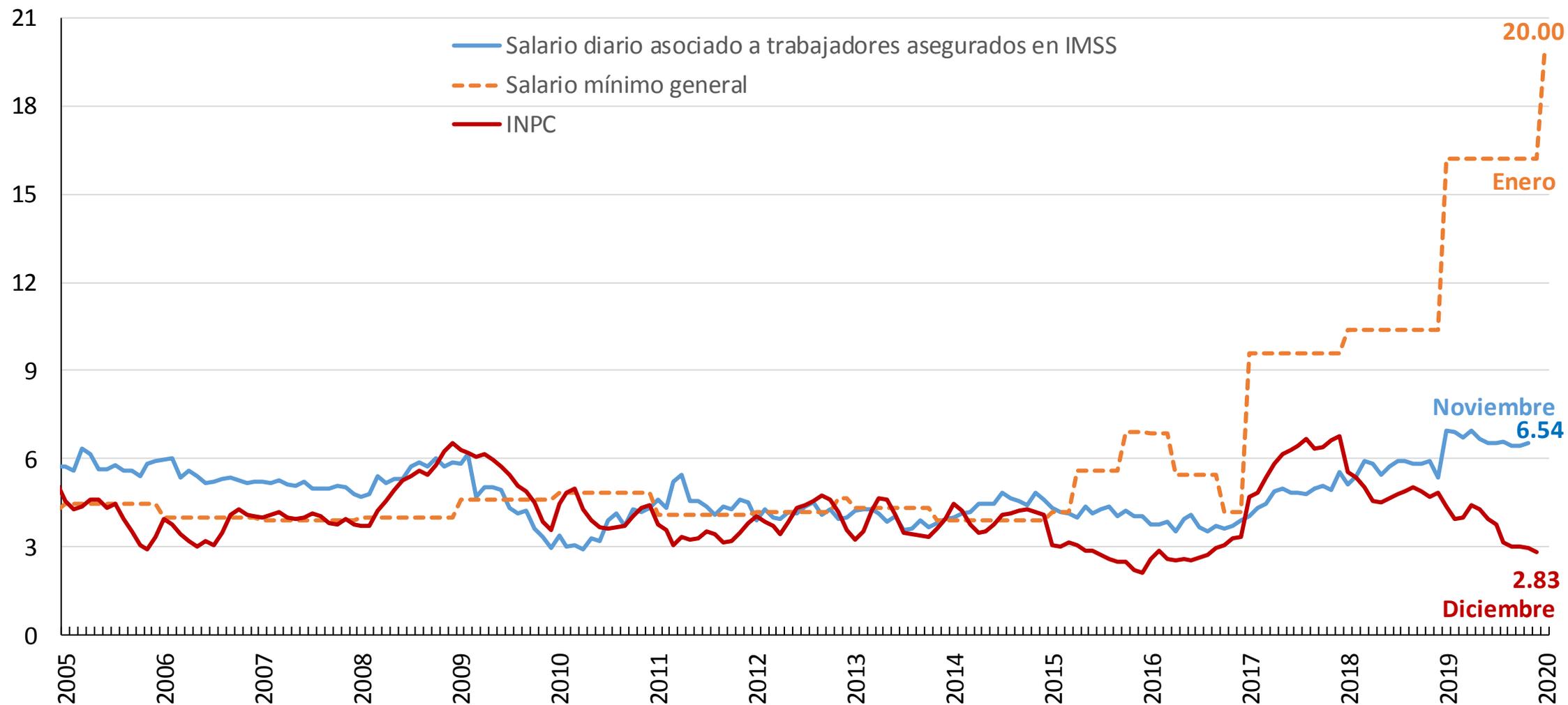
Inflación No Subyacente Anual Por ciento



Fuente: INEGI y Banco de México
Cifras a diciembre de 2019.

Salario de Asociado a Trabajadores del IMSS, Salario Mínimo e INPC

Variación anual en por ciento

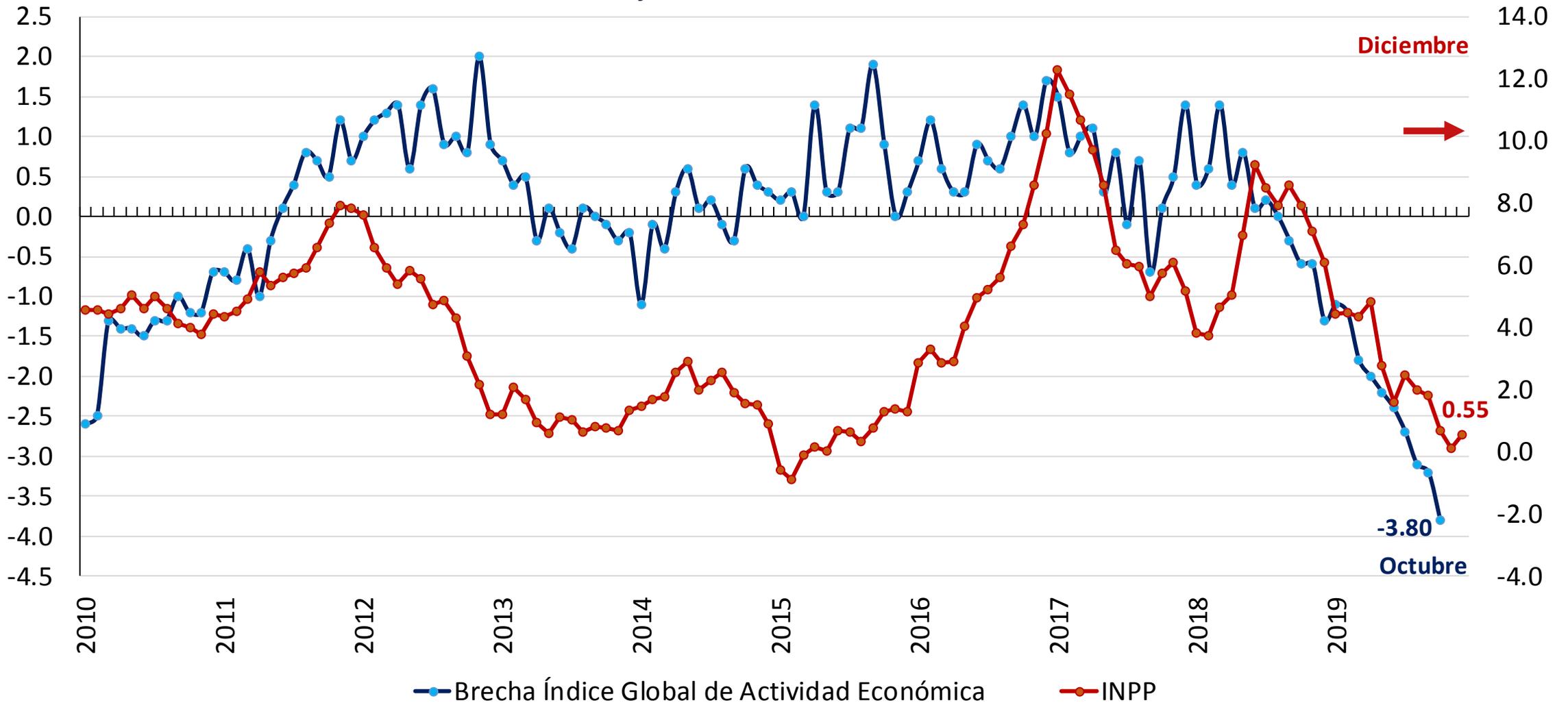


Fuente: INEGI y Banco de México
Cifras a enero de 2020.

Brecha Índice Global de Actividad Económica e Inflación del productor anual (INPP)

Eje izquierdo: Desviaciones de su tendencia de largo plazo en por ciento

Eje derecho: Por ciento



Fuente: INEGI y Banco de México
Cifras a diciembre de 2019.

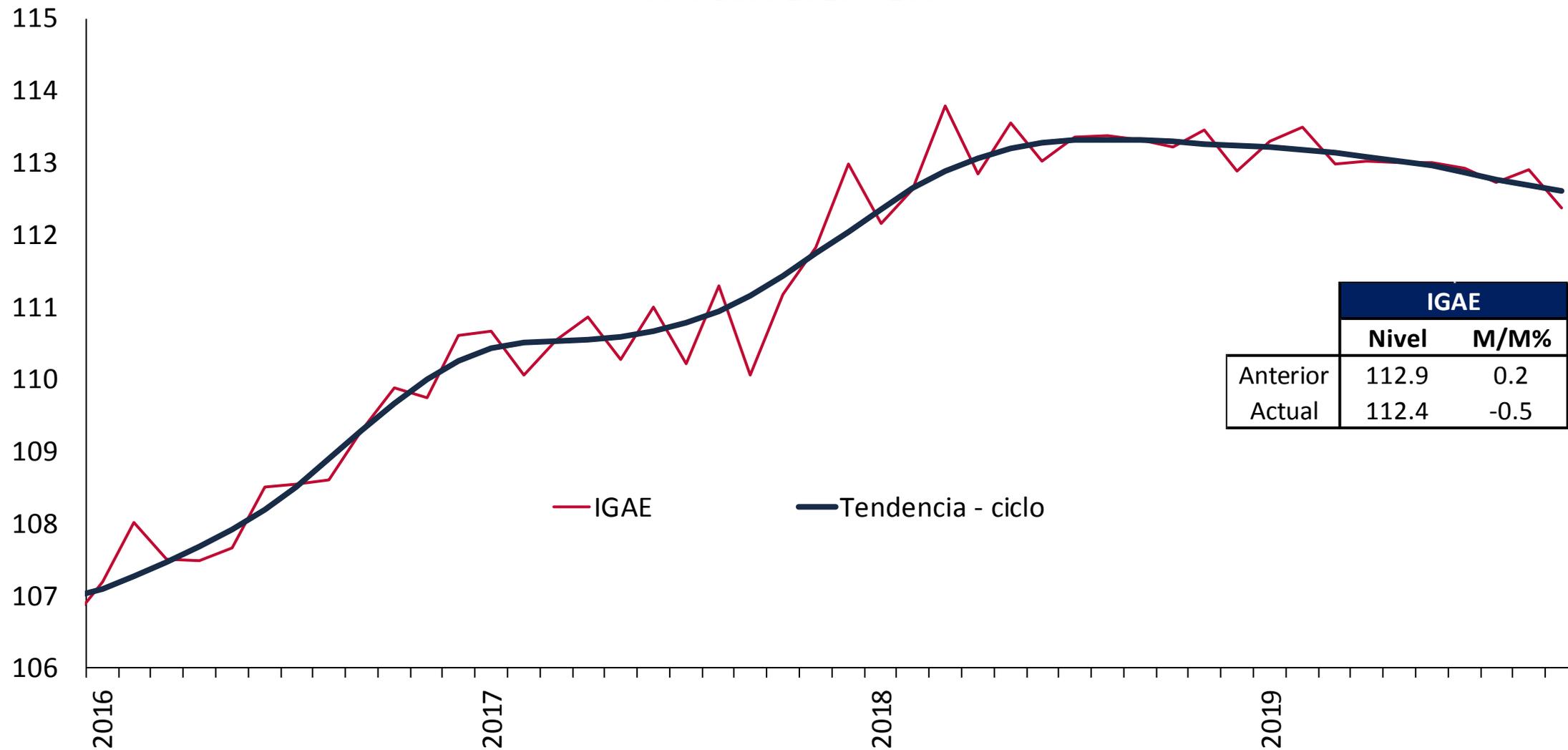
Diagnóstico de la inflación y sus determinantes

Actividad Económica

Estancamiento y ampliación de la holgura

Índice Global de Actividad Económica (IGAE) a.e.

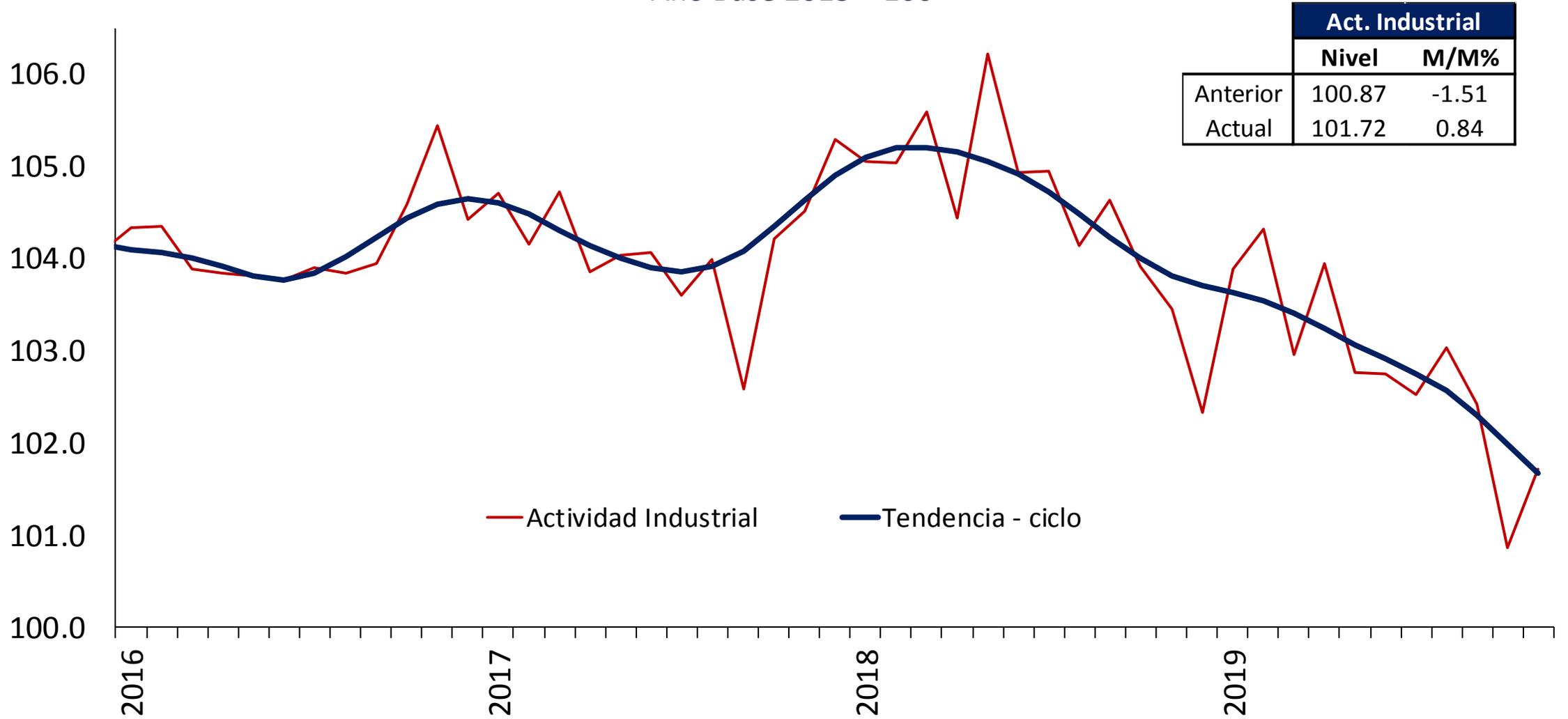
Año Base 2013 = 100



Fuente: INEGI

Cifras observadas a octubre de 2019. a.e./ Cifras con ajuste estacional.

Actividad Industrial a.e.
Año Base 2013 = 100

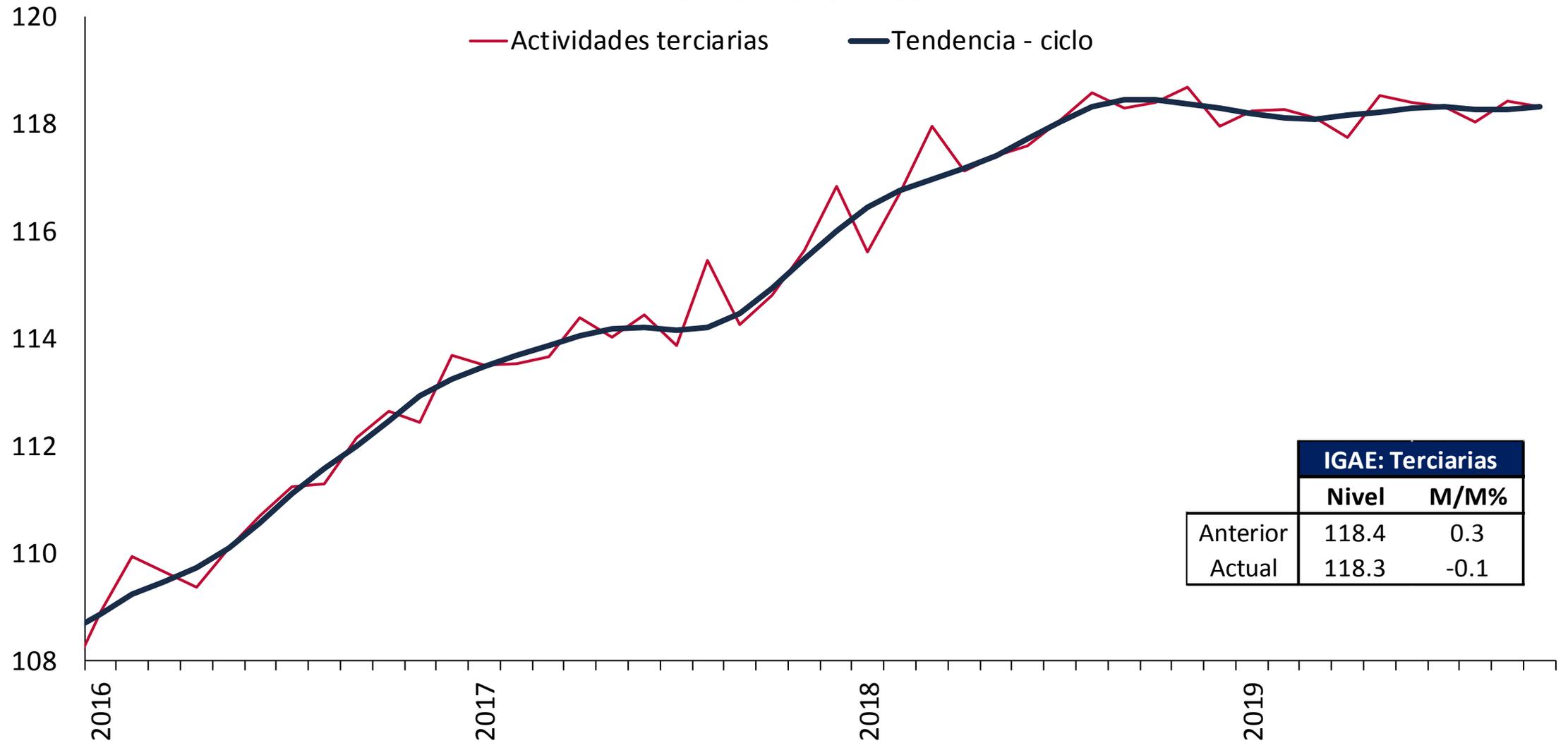


Fuente: INEGI

Cifras observadas a noviembre de 2019. a.e./ Cifras con ajuste estacional.

IGAE: Actividades terciarias (comercio y servicios) a.e.

Año Base 2013 = 100

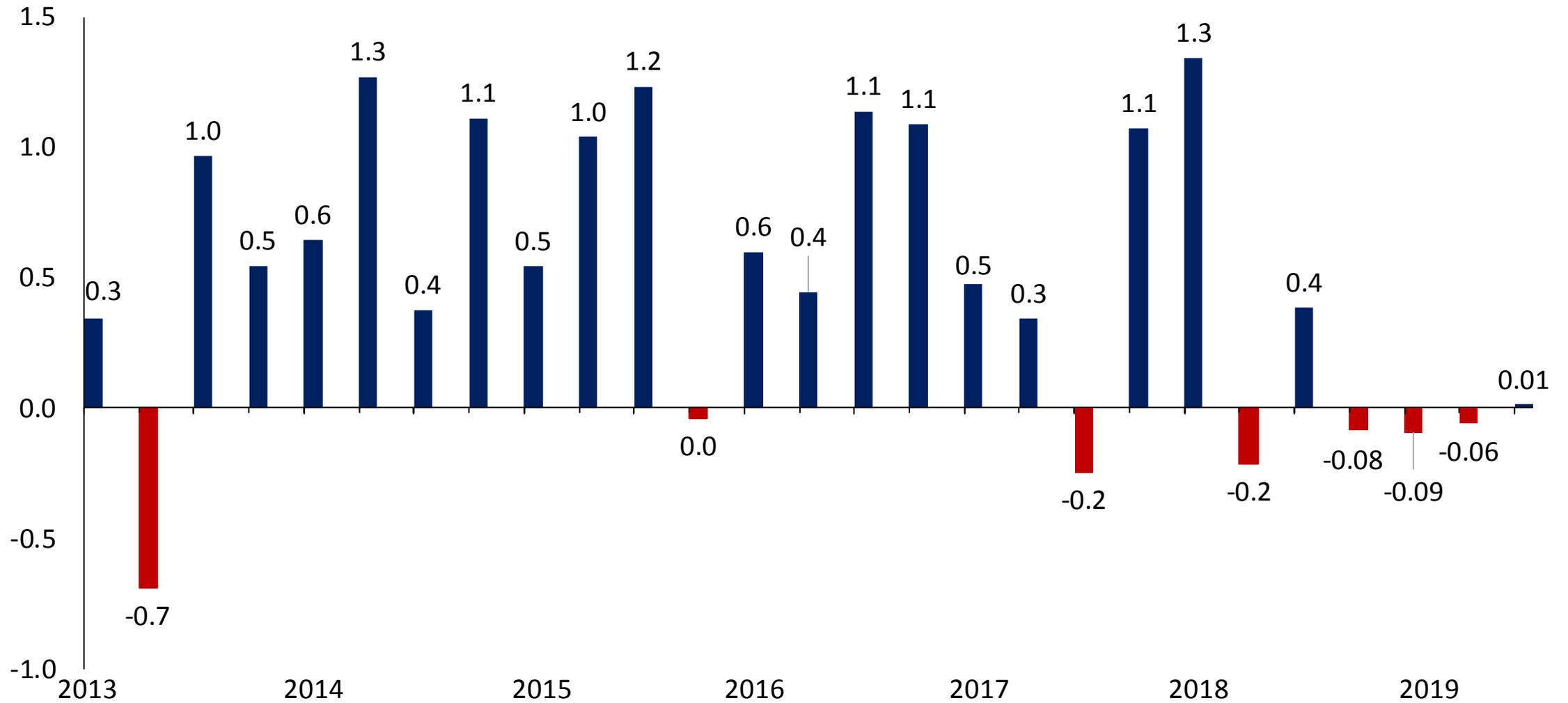


Fuente: INEGI

Cifras observadas a octubre de 2019. a.e./ Cifras con ajuste estacional.

Producto Interno Bruto ^{a.e.}

Tasa de crecimiento trimestral en por ciento

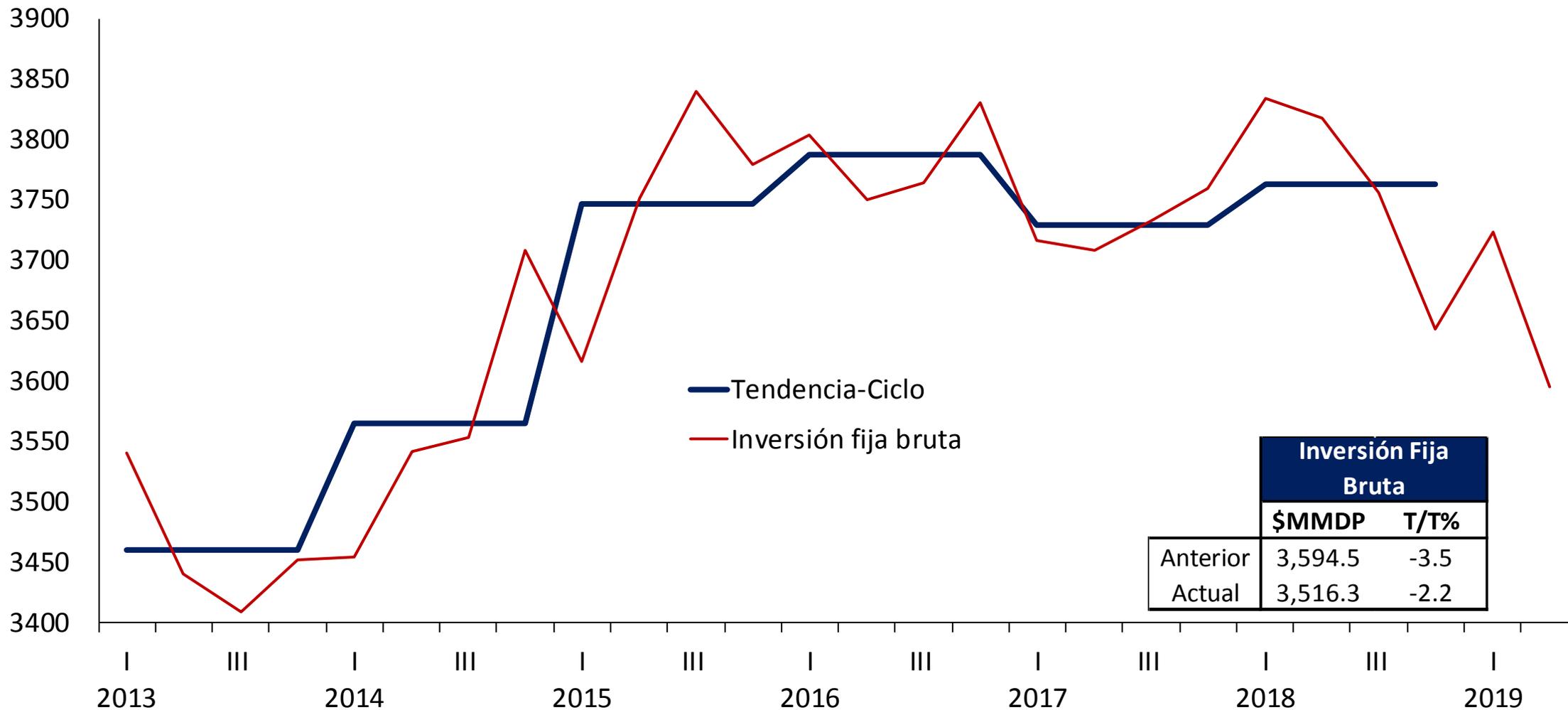


Fuente: INEGI
Cifras al III trimestre de 2019. a.e./ Cifras con ajuste estacional.

Demanda agregada: Inversión Fija Bruta ^{a.e.}

Miles de millones de pesos

Año Base 2013 = 100

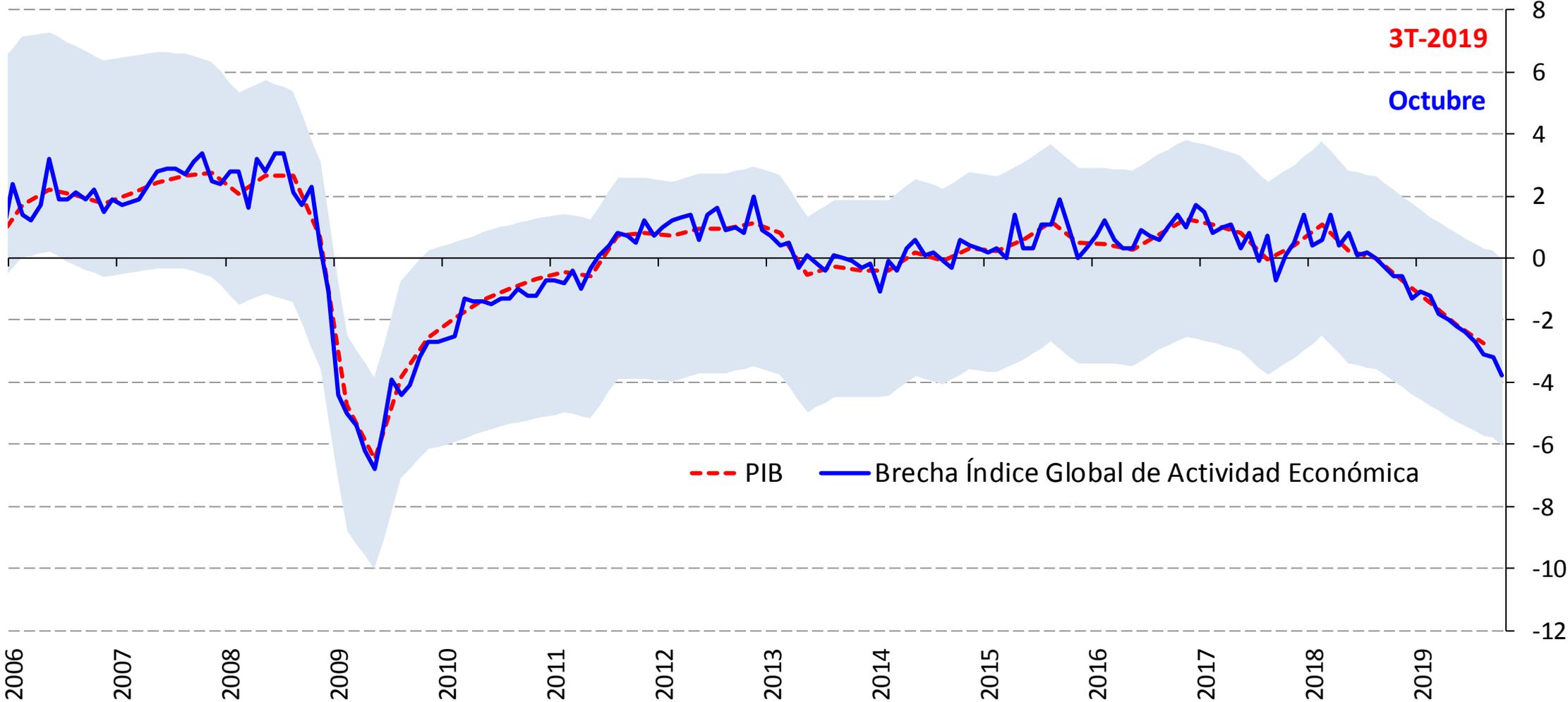


Inversión Fija Bruta		
	\$MMDP	T/T%
Anterior	3,594.5	-3.5
Actual	3,516.3	-2.2

Fuente: INEGI

Cifras observadas al III trimestre de 2019. a.e./ Cifras con ajuste estacional.

Estimación de la Brecha del Producto ^{a.e./ 1/} Porcentaje del producto potencial

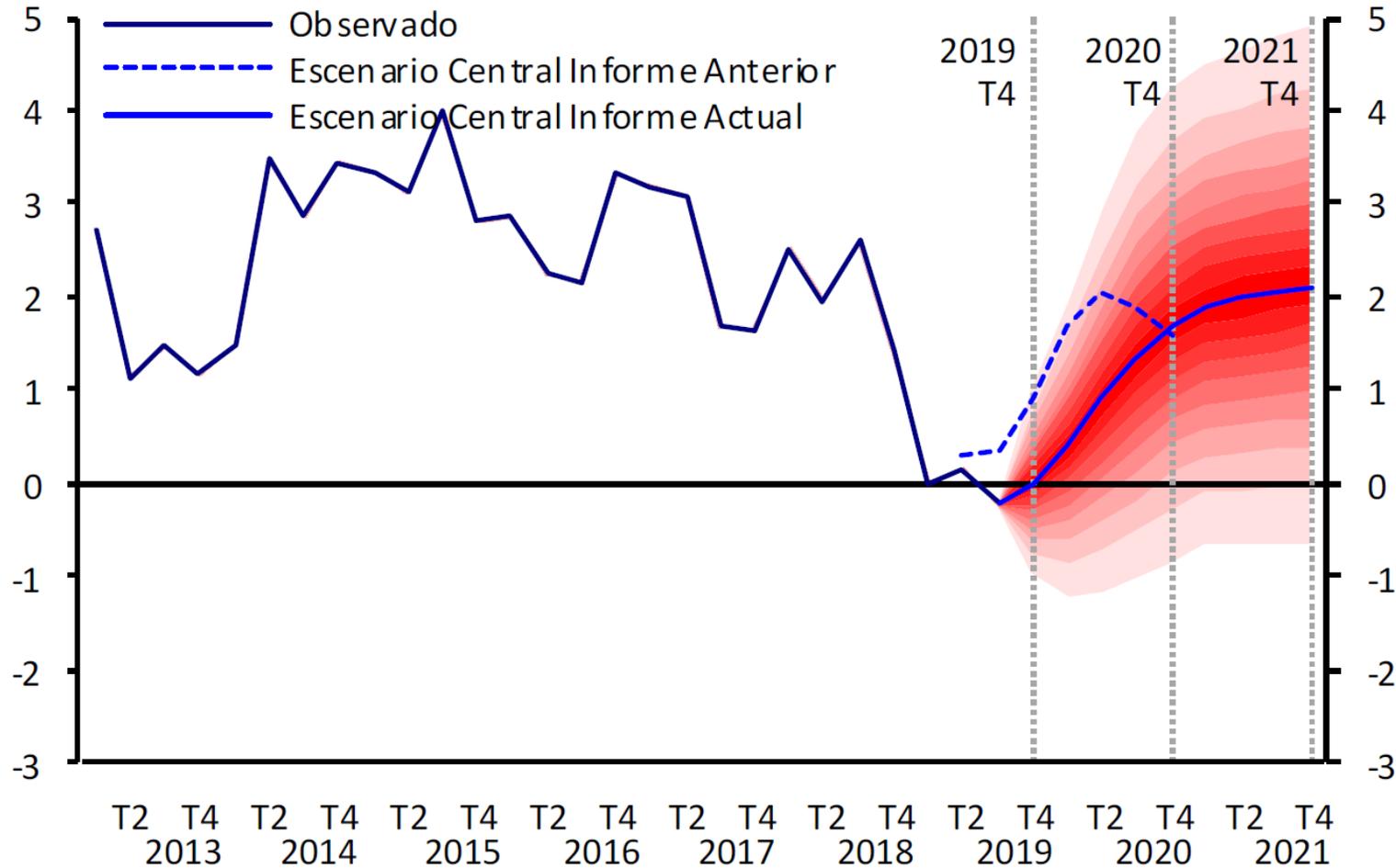


Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y del Banco de México. Cifras al III trimestre 2019 para el PIB y a octubre de 2019 para la brecha del índice global de actividad económica. 1/ Estimadas con el filtro de Hodrick - Prescott con corrección de colas; ver Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009, Banco de México, pág. 74. 2/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados. a.e./ Cifras con ajuste estacional.

Previsiones para la Actividad Económica: Banco de México

Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto

% anual, a. e.



Crecimiento del PIB (%)		
Informe	IT Abr-Jun 2019	IT Jul-Sep 2019
2019	0.2-0.7	-0.2-0.2
2020	1.5-2.5	0.8-1.8
2021	-	1.3-2.3

Crecimiento del PIB (%)		
Informe	IT Abr-Jun 2019 (punto medio)	IT Jul-Sep 2019 (punto medio)
2019	0.45	0.0
2020	2.00	1.3
2021	-	1.8

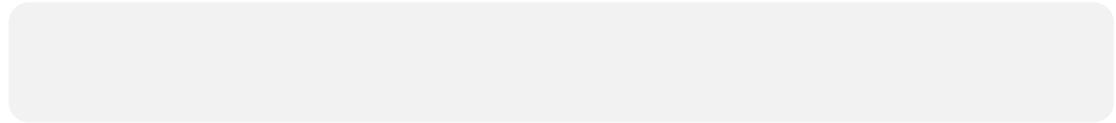
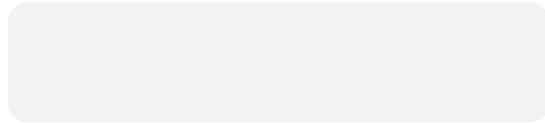
Fuente: INEGI y Banco de México
 Cifras observadas al III trimestre de 2019. a.e./ Cifras con ajuste estacional.

Previsiones para la Actividad Económica: Consensos

Crecimiento del PIB (Por ciento anual)						
Año	Encuesta Banxico (13 de Diciembre)	IMEF (Enero)	Latin Focus (Diciembre)	Citibanamex (7 de Enero)	Consensus Forecast (Diciembre)	Mediana de Consensos
2019	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0
2020	1.1	1.0	1.2	1.0	1.1	1.1
2021	1.8	1.5	1.8	-	-	1.8

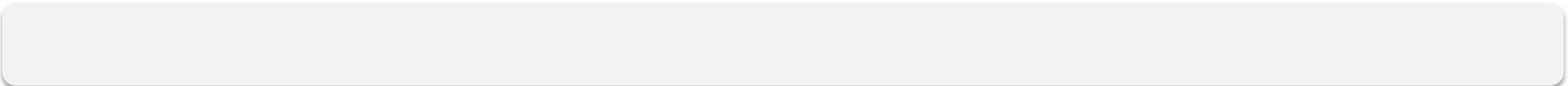
Nota: El consenso es la mediana de la encuesta. Los meses señalados en las etiquetas de los diferentes consensos hacen referencia al 2019.

Diagnóstico de la inflación y sus determinantes

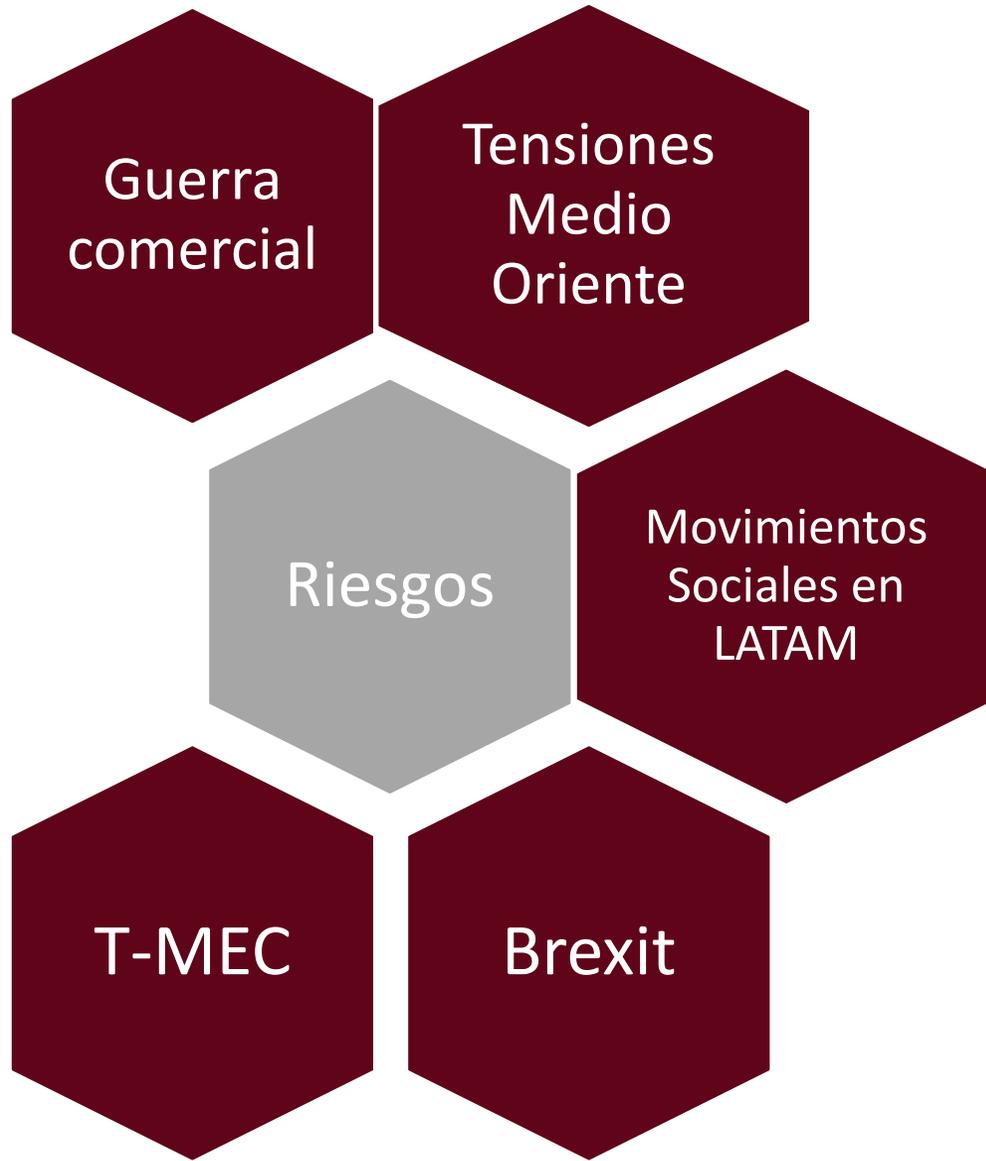


Riesgos internos y
externos

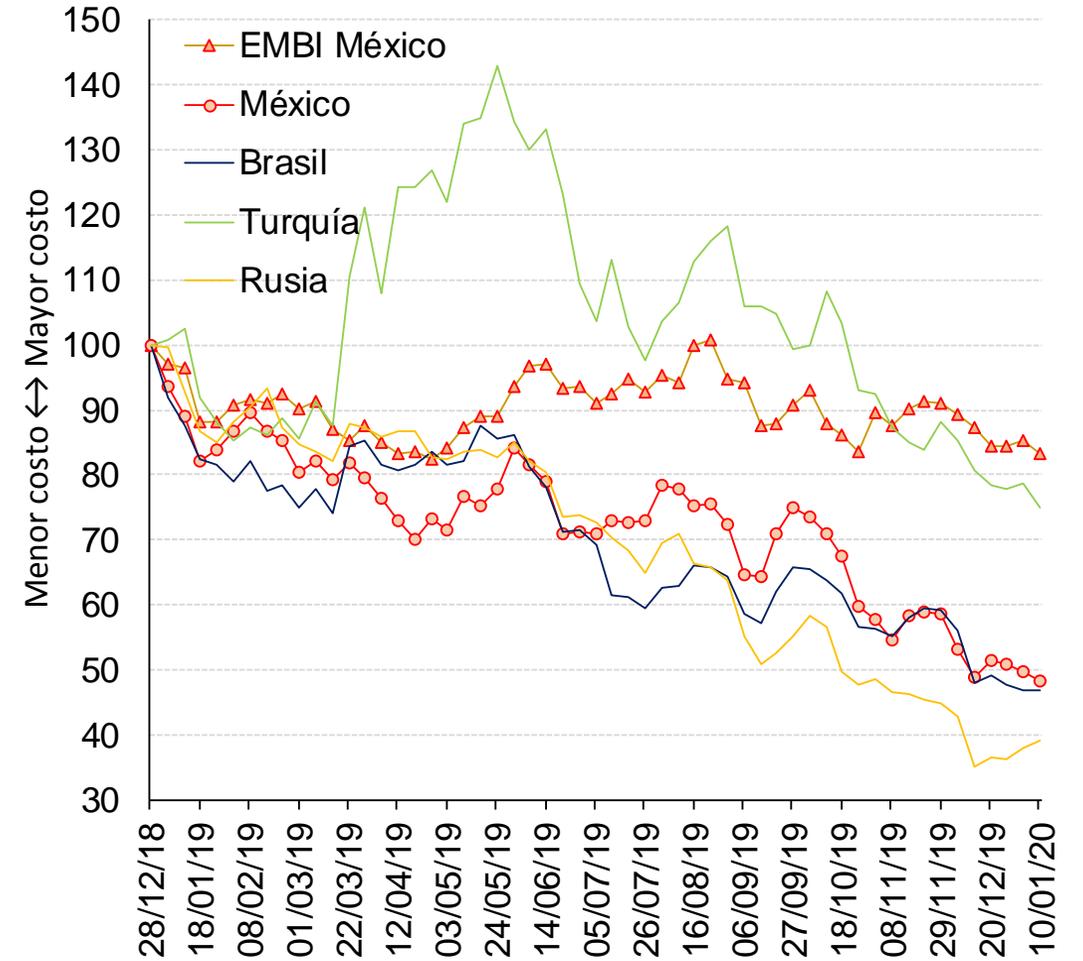
Mitigados, pero latentes



Condiciones externas



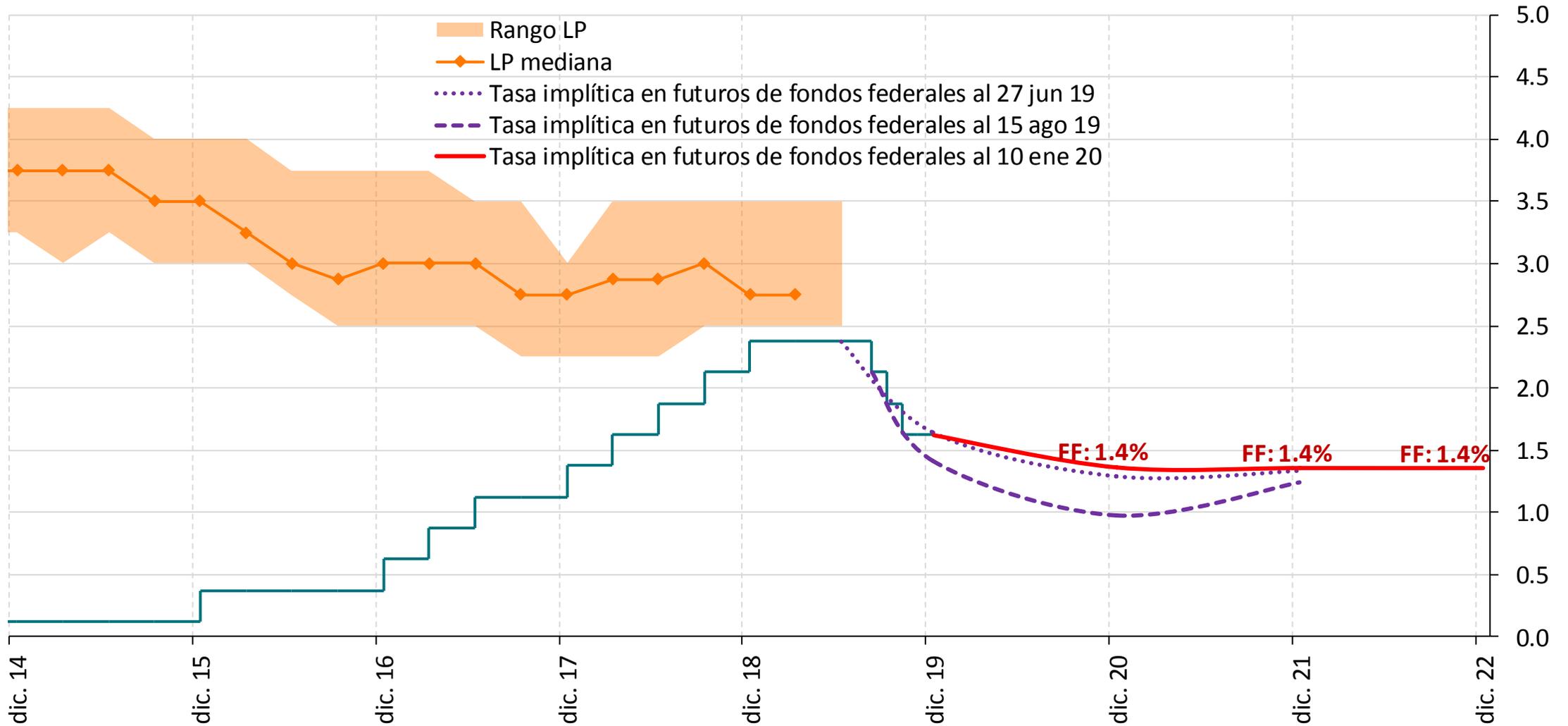
Costo de Cobertura de Deuda medido por el CDS de 5 años de Economías Emergentes
Base 100 = 28/12/2018



Fuente: Bloomberg
Cifras al 10 de enero de 2020

Tasa de referencia observada para EUA y trayectoria implícita en futuros de Fondos Federales

Porcentaje



Fuente: Bloomberg
Cifras al 10 de enero 2020

Tipo de Cambio y Diferencial entre Tasas de Política Monetaria de México y EUA

Eje izquierdo: Pesos por cada Dólar

Eje derecho: Por ciento



Fuente: Banco de México y Bloomberg
Cifras al 10 de enero de 2020

Diagnóstico de la inflación y sus determinantes

Condiciones domésticas

Condiciones
externas

Inflación

En la meta, pero con incertidumbre

Actividad Económica

Estancamiento y ampliación de la holgura

Riesgos internos y
externos

Mitigados, pero latentes

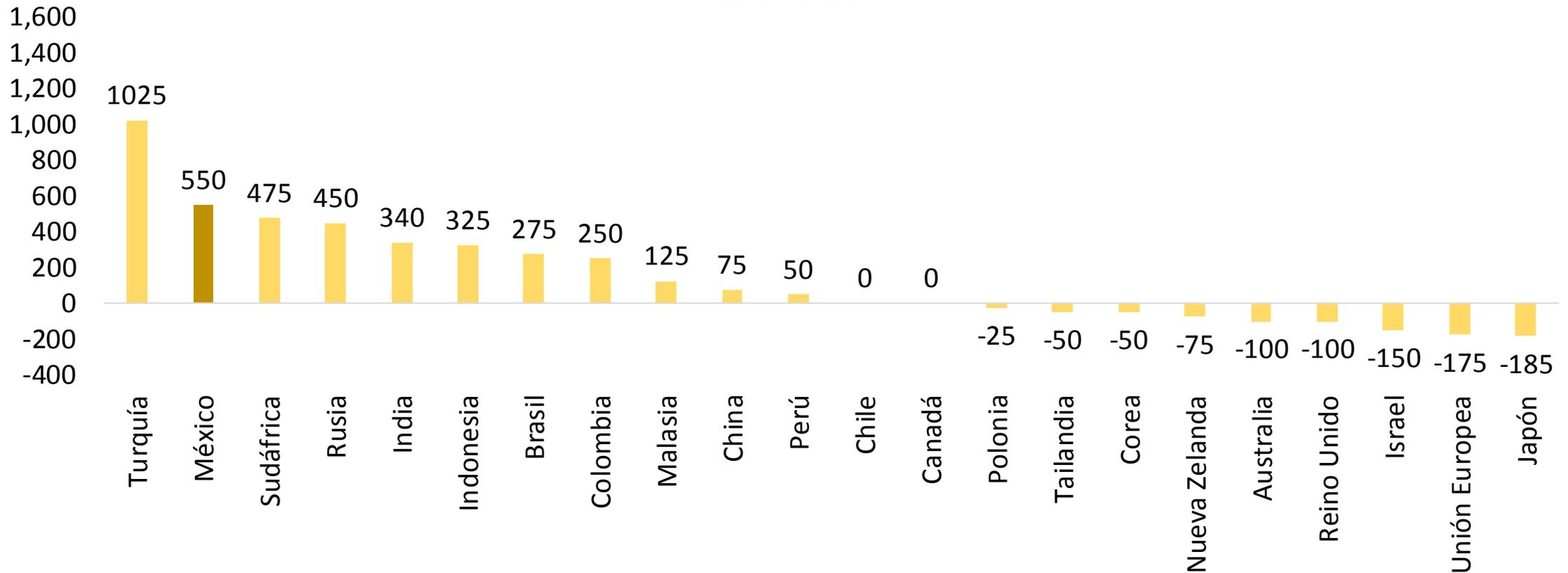
Postura monetaria menos restrictiva en términos absoluto y relativo,

pero todavía restrictiva para garantizar convergencia

En términos relativos

El diferencial es aún muy alto a pesar del relajamiento monetario realizado y el mayor apetito por riesgo.

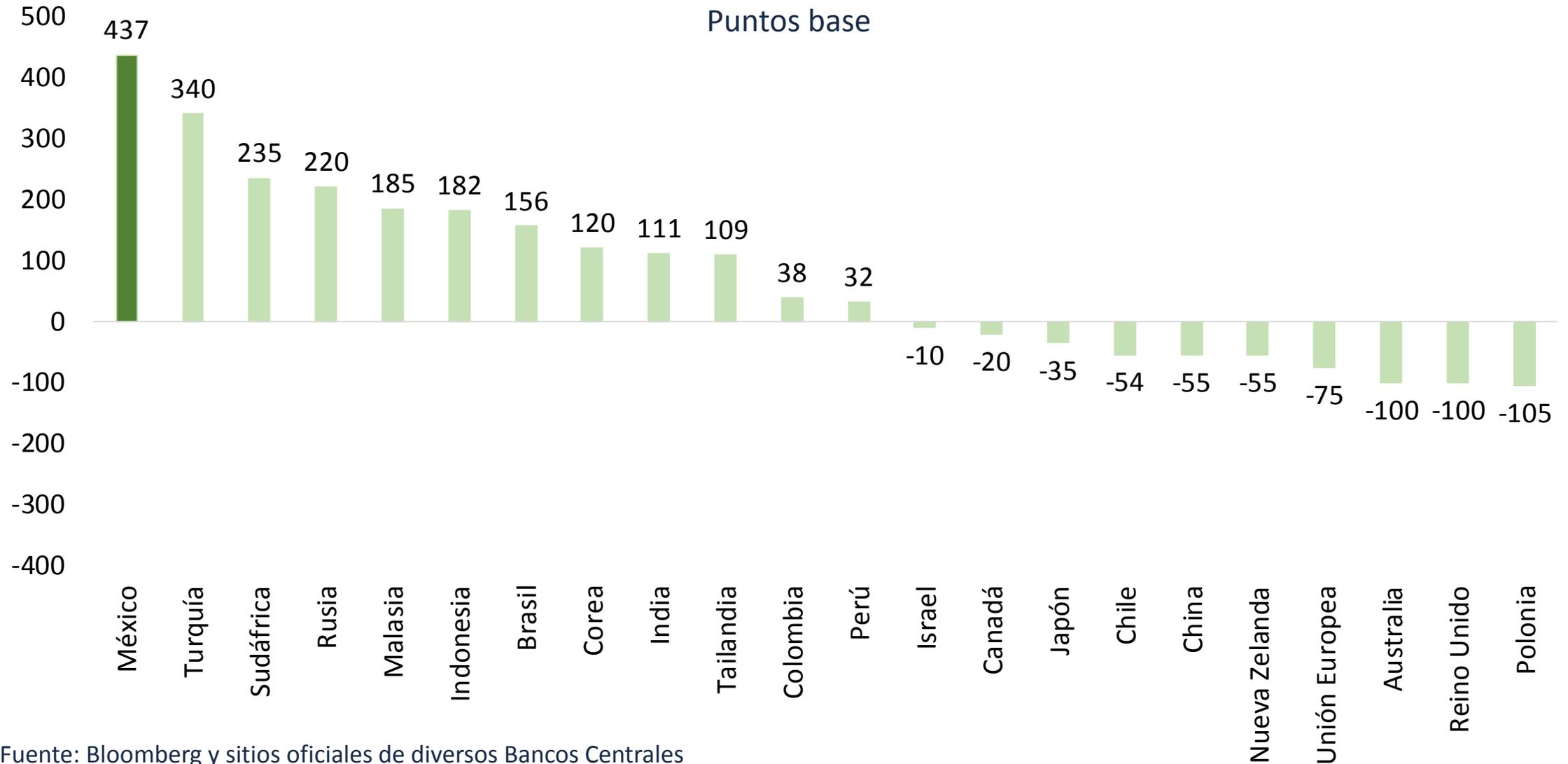
Diferencial entre tasa objetivo de política monetaria y la tasa objetivo de fondos federales de la Reserva Federal
Puntos base



Fuente: Bloomberg y sitios oficiales de diversos Bancos Centrales. Cifras al 10 de enero 2020. Nota: El diferencial se define como la tasa objetivo del banco central en cuestión menos la cota superior del rango objetivo para la tasa de fondos federales de la Reserva Federal.

Diferencial en términos reales entre tasa objetivo de política monetaria y la tasa objetivo de fondos federales de la Reserva Federal

Puntos base

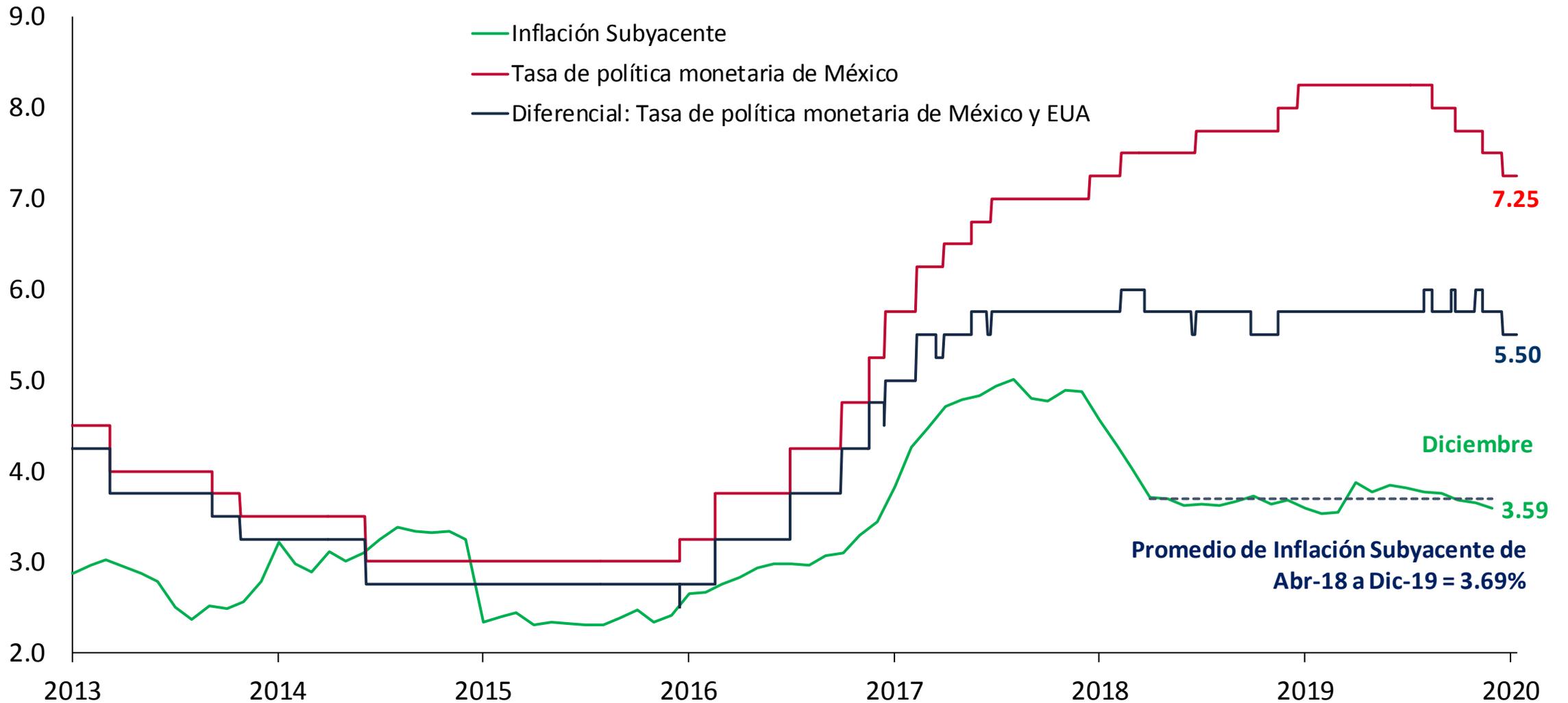


Fuente: Bloomberg y sitios oficiales de diversos Bancos Centrales

Cifras al 10 de enero 2020. Nota: El diferencial en términos reales se define como la diferencia entre la tasa objetivo real (objetivo menos inflación) y la cota superior real del rango objetivo de la tasa de fondos federales.

Diferencial de tasa de política monetaria entre México y Estados Unidos e Inflación Subyacente

Por ciento



Fuente: INEGI, Banco de México y Reserva Federal

Cifras al 10 de enero 2020. Nota: La última cifra de inflación se calcula con la variación porcentual anual del INPC quincenal.

En términos absolutos

Se requiere un relajamiento de la postura monetaria debido a:

- a) La postura debe de ser consistente con una inflación que desciende y un retorno real a la baja (economía estancada y la holgura ampliándose).

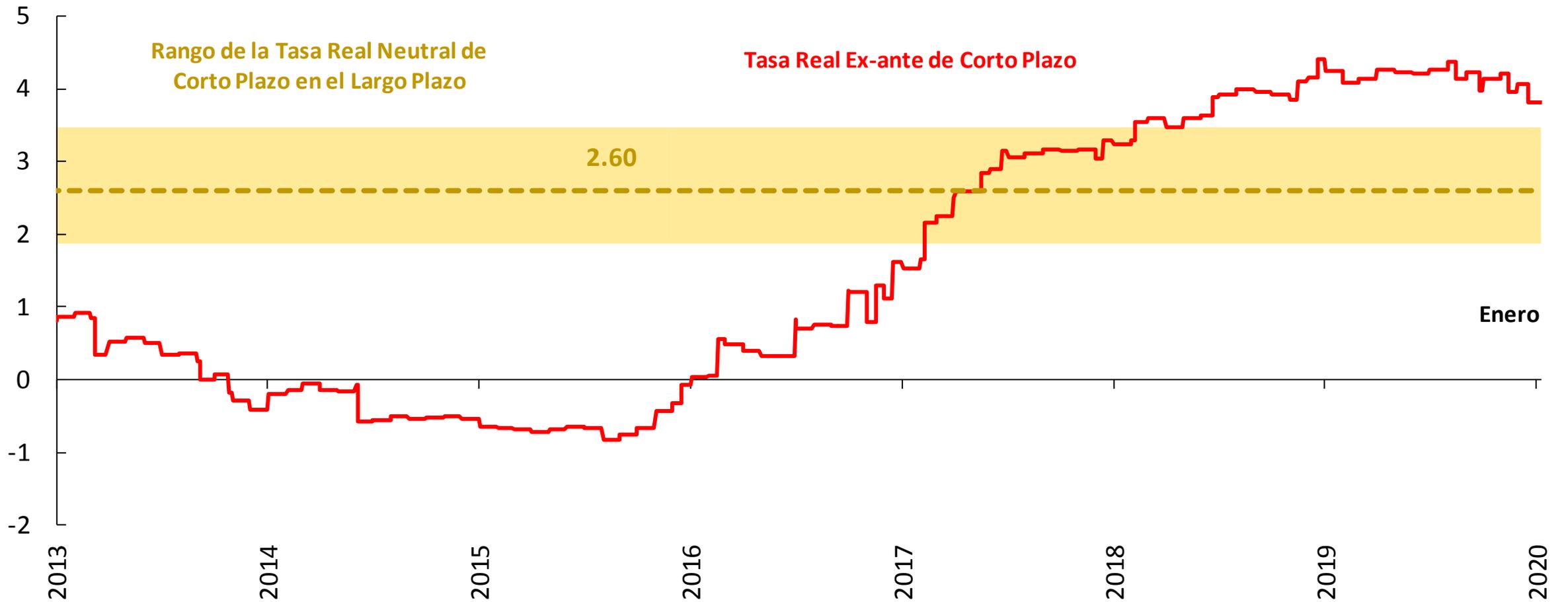
De otra manera, una postura demasiado restrictiva genera distorsiones en la inversión.

- b) Un relajamiento contribuirá modestamente a una recuperación económica. Sin olvidar que el principal estímulo macroeconómico se realiza mediante políticas públicas que generen certeza a la inversión.

Sin embargo, también se requiere una postura restrictiva cuando la inflación está por encima de la meta para comunicar el firme propósito de alcanzar el objetivo de inflación de forma consistente.

Tasa Real y Rango Estimado para la Tasa Neutral Real ^{1/}

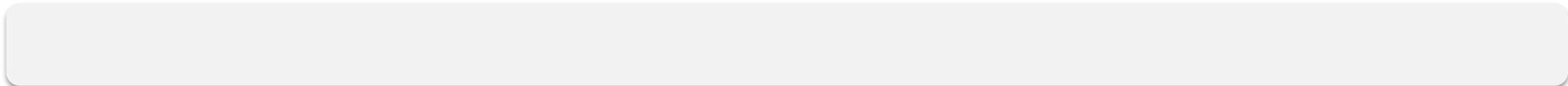
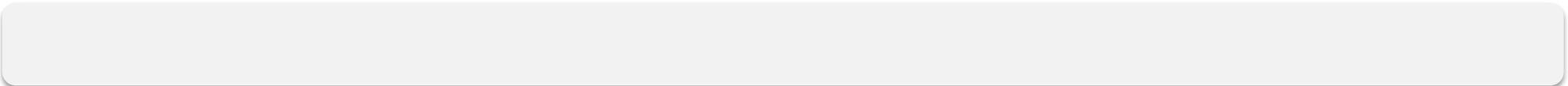
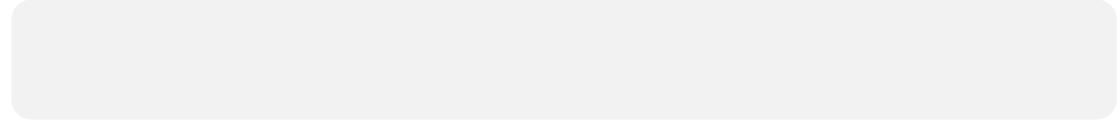
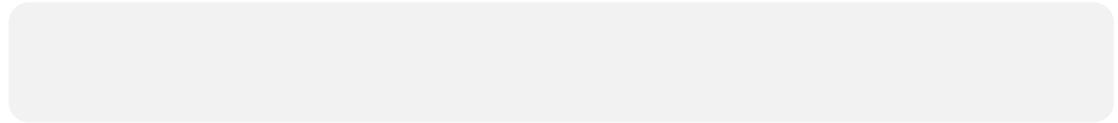
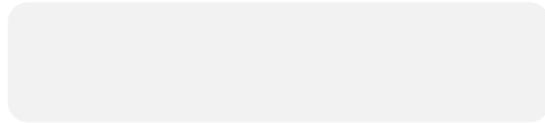
Por ciento



Fuente: Banco de México

Cifras a enero de 2019. 1/La tasa real ex-ante de corto plazo se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta de Banco de México. La línea punteada corresponde al punto medio del rango para la tasa neutral de corto plazo en el largo plazo en términos reales, el cual se ubica entre 1.7 y 3.2%.

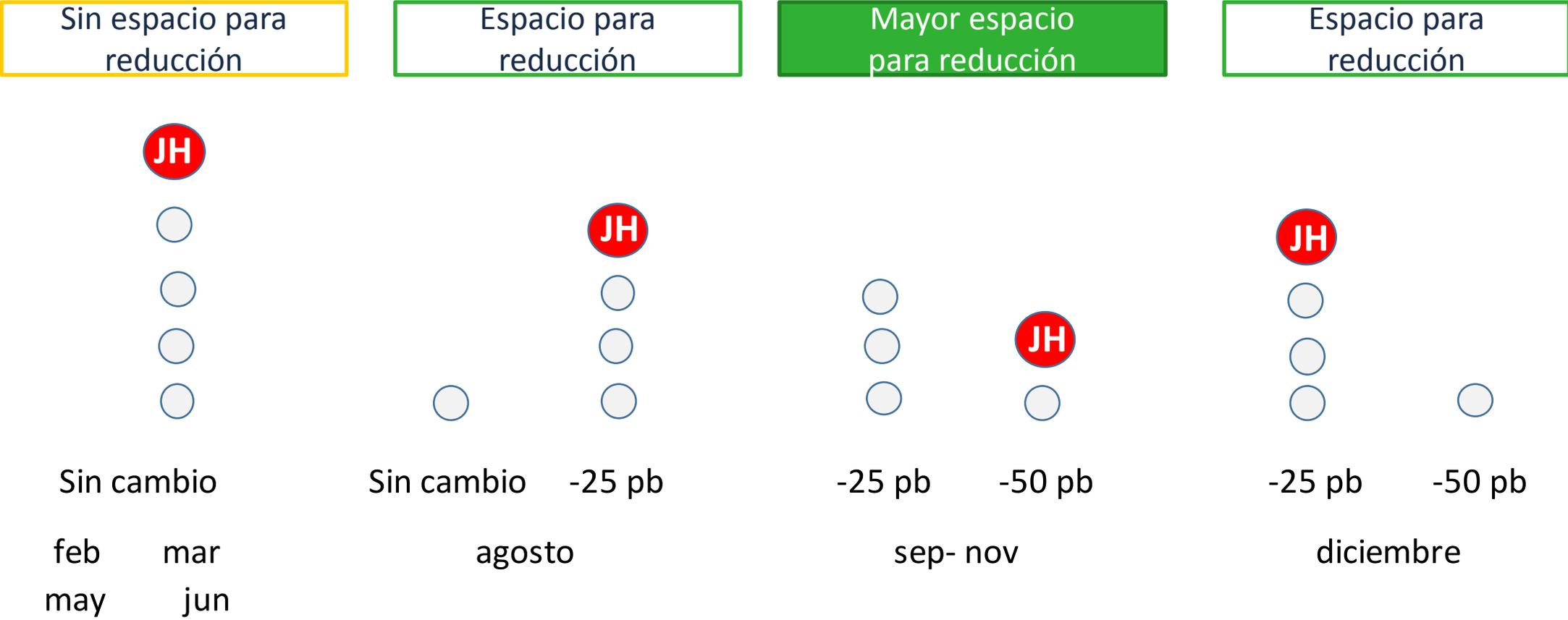
Diagnóstico de la inflación y sus determinantes



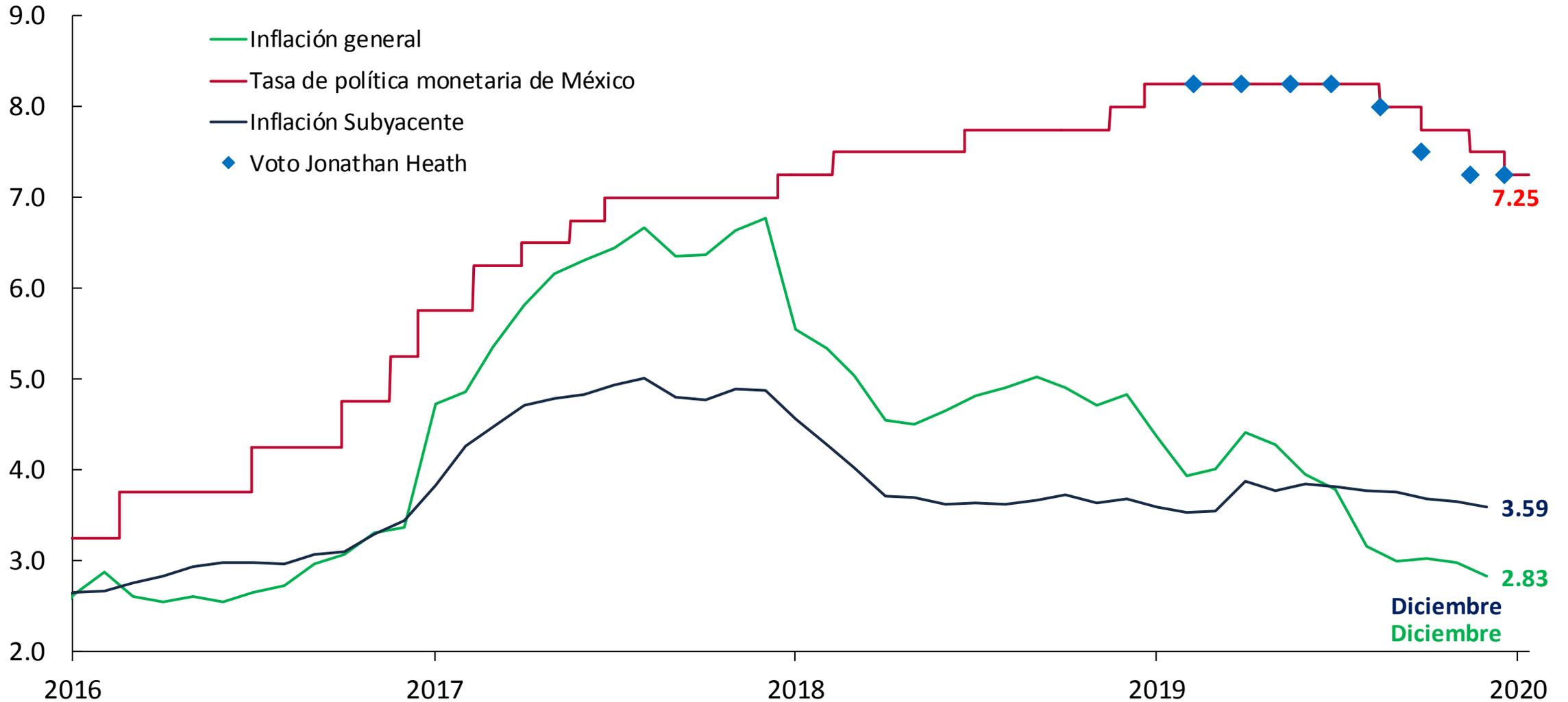
a través de un ajuste gradual que depende de la perspectiva de los riesgos

Cambio en la postura monetaria derivado del análisis de la inflación y sus determinantes

Las posturas relativa y absoluta calibran la dirección y magnitud de la tasa de referencia

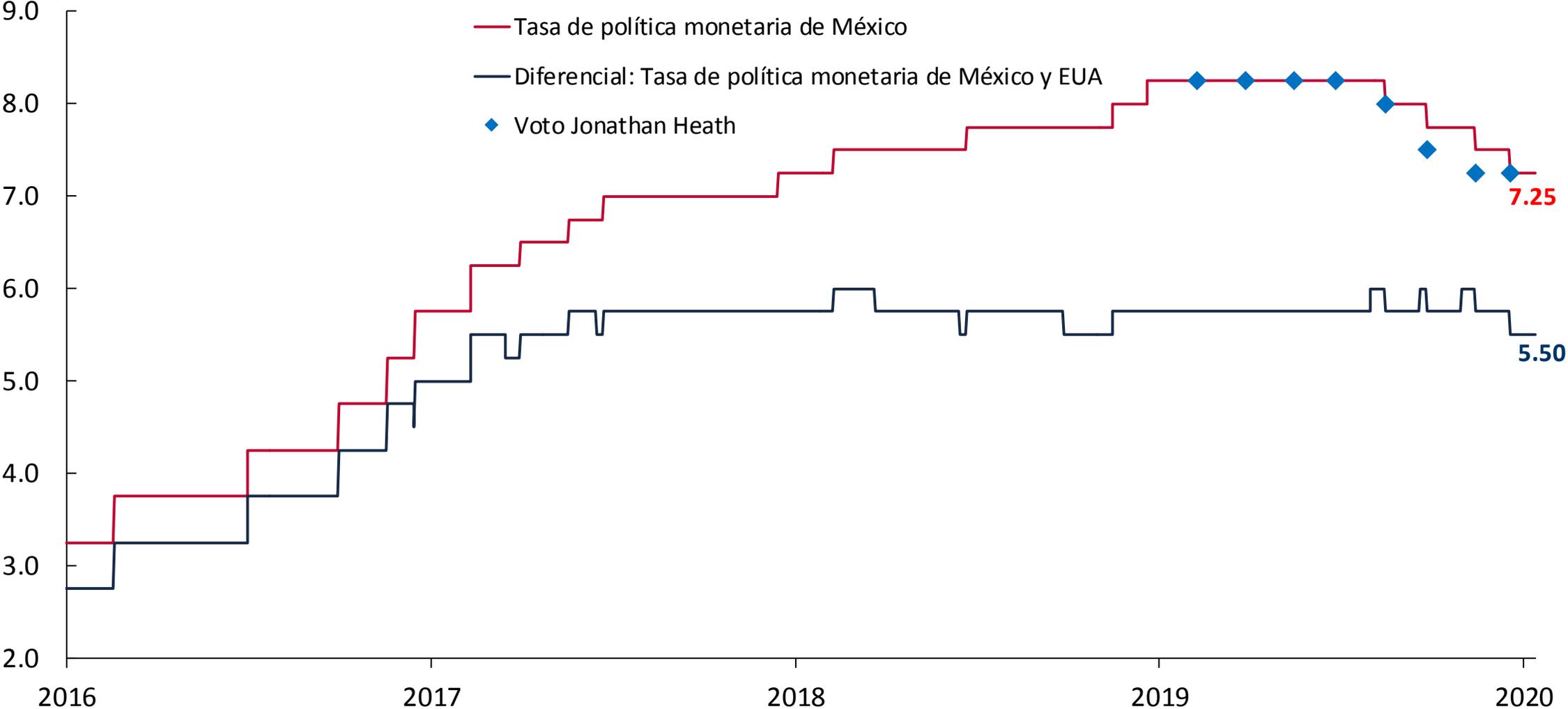


Los cambios en la postura monetaria son consistentes con la evolución de la inflación



Fuente: Banco de México, Reserva Federal
Cifras al 10 de enero 2020

Así como con otros factores como la política monetaria global acomodaticia.

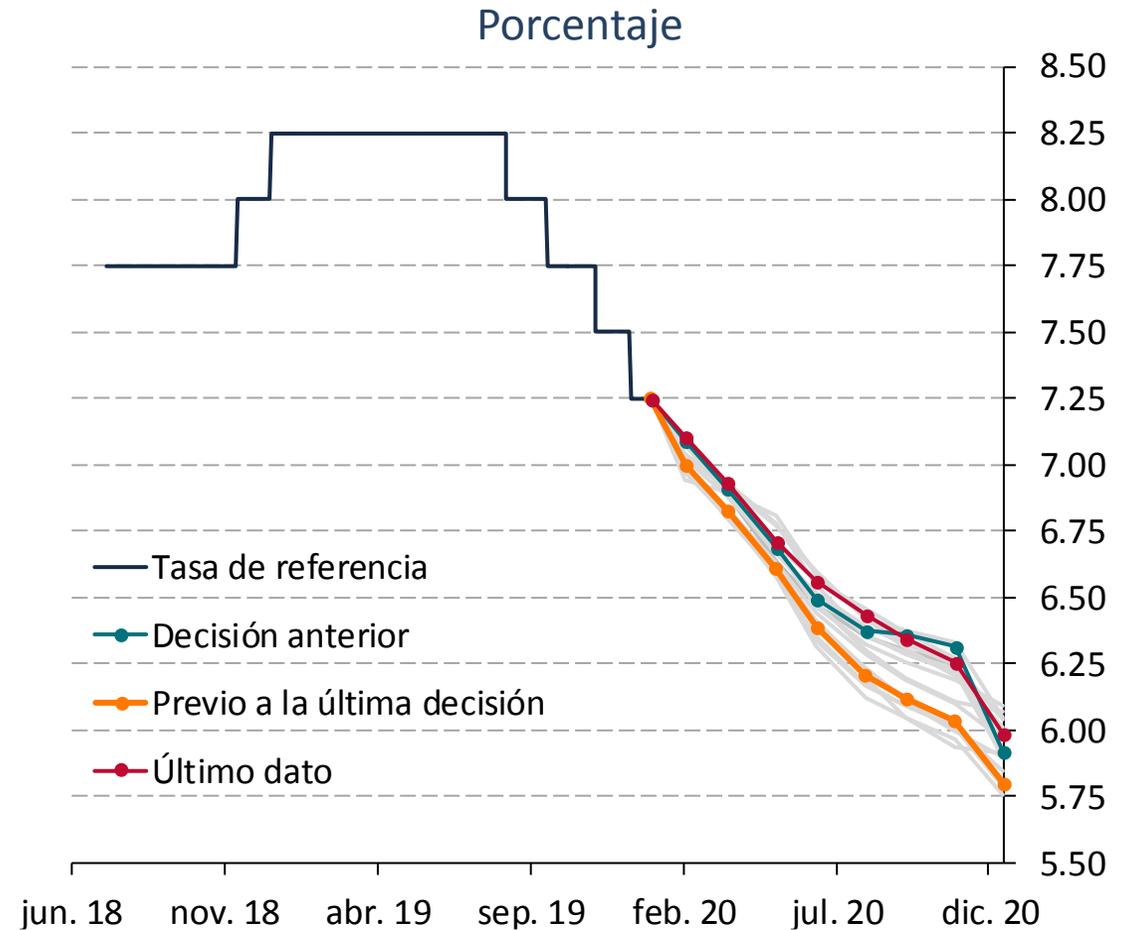


Fuente: Banco de México, Reserva Federal
Cifras al 10 de enero 2020

Forward Guidance

- La velocidad del ajuste a la postura monetaria debe de considerar su efecto en las expectativas de los agentes económicos, las cuales tienen una incidencia en las expectativas de inflación.
- Se requiere gradualidad para minimizar los costos a la credibilidad del banco central en caso de que las previsiones no resulten conforme a lo anticipado.
- El nivel de relajamiento se va determinando período tras período sujeto a la información disponible.
- La comunicación debe de ser clara, concisa y oportuna para contribuir a la formación de expectativas y transmitir el compromiso para alcanzar la meta de inflación.

Tasa de fondeo implícita en la curva de swaps de TIEE



Fuente: PIP con cálculos por parte de Banco de México
Cifras al 9 de enero 2020




BANCO DE MÉXICO®

@JonathanHeath54

