

## Política Monetaria, Minutas de Banxico

### Mensajes Importantes:

- **Las minutas revelan un claro aumento en la preocupación existente al interior de la Junta por el riesgo inflacionario, que parece haber adquirido más peso que el riesgo de un menor crecimiento económico.**
- **Hay opiniones divididas respecto a temas importantes, como la existencia de presiones generalizadas en los precios o efectos de segundo orden.**
- **Si bien la preocupación ante un posible deterioro en el ritmo de crecimiento ha permitido cierta “paciencia” con la inflación, tal “paciencia” parece haber llegado cerca de su límite.**
- **Destaca el señalamiento de un miembro sobre el tema de la firmeza del compromiso del Banco Central.**
- **La probabilidad de un incremento en la tasa de referencia está aumentando, aunque en el escenario que vemos más factible, este primer incremento se daría hasta el mes de marzo del 2013.**

En las minutas correspondientes a la decisión de política monetaria del 26 de octubre se observa una intensa discusión al interior de la Junta de Gobierno, con amplios consensos en algunos temas y opiniones divididas en otros. Para tener una lectura más clara de estas opiniones, en esta nota **agrupamos los argumentos y posiciones más relevantes** expresadas por los miembros de la Junta **de acuerdo a su grado de consenso.**

### Todos.

- El balance de riesgos para la inflación en el corto plazo se ha deteriorado.
- La brecha del producto prácticamente se ha cerrado.
- De persistir los choques a la inflación y no presentarse un cambio de tendencia en su comportamiento, podría ser recomendable próximamente un ajuste preventivo al alza de la tasa de interés de referencia.
- Enviar la señal de un posible ajuste de la tasa de referencia con el fin de reforzar el anclaje de la inflación y sus expectativas, así como prevenir el contagio y evitar comprometer la convergencia de la inflación al objetivo permanente de 3%.

### La Mayoría

- **Se ha deteriorado el balance de riesgos para el crecimiento en México** por la intensificación de los riesgos de baja para el crecimiento de la economía mundial.
- Mencionó la incertidumbre generada por el “precipicio fiscal” sobre las perspectivas de crecimiento para EUA.
- En la **Zona Euro** persisten **diversos problemas estructurales** que se han reflejado en un crecimiento débil y en un deterioro adicional en sus perspectivas de crecimiento; y se espera que los **problemas** perduren **por un periodo prolongado.**
- La perspectiva para los precios de las materias primas en los próximos meses, así como los riesgos para la inflación mundial son a la baja.
- El reciente **repunte en la inflación** en México **se asocia a choques de oferta** que se prevé sean **transitorios** y reversibles.
- **No se perciben** presiones generalizadas sobre los precios y hasta ahora, los aumentos en precios relativos no han tenido **efectos de segundo orden.**
- Las expectativas de inflación se mantienen ancladas.

Este documento, elaborado por la Dirección de Estudios Económicos y Planeación Estratégica, 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 los 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 Inverlat 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 Inverlat. La compensación de los analistas que elaboraron el documento depende, entre otros factores, de la rentabilidad y la utilidad generada por todas las áreas de Scotiabank Inverlat, 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 osentividad 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. Algunos de los emisores del Grupo Financiero Scotiabank Inverlat puede realizar inversiones por cuenta propia en los valores descritos en este reporte. Scotiabank Inverlat 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, de la que forman parte los economistas y analistas que elaboran este reporte, 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 citado o divulgado sin la previa autorización de la Dirección de Estudios Económicos y Planeación Estratégica de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, S.A. de C.V. Los servicios de Scotia Inverlat Casa de Bolsa no están disponibles para personas en los Estados Unidos de América, salvo Inversionistas Institucionales Mayores (Major Institutional Investors) o Corredores Registrados (Registered Broker Dealers).

### Estudios Económicos

- Mario Correa 5123-2683
- Carlos González 5123-2685
- Gustavo Hernández 5123-2686
- Silvia González 5123-2687
- Jessica Pliego 5123-000 ext 36760

- Los recientes **incrementos salariales** por encima de los que se venían observando son un **factor de preocupación**.
- Dado el entorno internacional incierto, podrían generarse **nuevos episodios de aumentos en la aversión al riesgo**.
- Enfatizó que, en caso de realizar un ajuste preventivo en la tasa de referencia, el objetivo sería mostrar el descontento del Banco con la elevada inflación y evitar una contaminación del proceso de formación de precios.

#### Algunos

- **Los riesgos para la inflación también se han incrementado para el mediano plazo.**
- Respecto a los mercados financieros internacionales, en la medida en que **no se perciba que existe una solución de fondo a los problemas estructurales de las economías avanzadas**, los mercados continuarán escépticos, ya que las acciones de los bancos centrales cada vez tienen un efecto más efímero sobre el sector real.
- Prevalece el **riesgo de un evento negativo en la Eurozona y de su contagio** hacia los mercados financieros internacionales.
- Se ha incrementado la proporción de la canasta de bienes y servicios del INPC que están aumentando a tasas superiores al 4%.
- **No es claro el proceso de convergencia de la inflación hacia el objetivo permanente**, desviación que es costosa para la sociedad.
- Las condiciones externas caracterizadas por presiones deflacionarias conducirán a menores presiones inflacionarias en México en el mediano plazo.
- El deterioro del balance de riesgos para la inflación se observa tanto para el corto como para el mediano plazo.
- El hecho de que la **inflación por arriba del 4%** se encuentre **muy presente en la opinión pública** es preocupante porque existe evidencia incipiente de que esto **pudiera estar afectando los incrementos salariales**.
- Los **choques de oferta** han sido numerosos y de magnitud importante, lo que en un contexto en que la **brecha del producto prácticamente ya se cerró, incrementa el riesgo de contaminación** a otros precios de la economía.
- Existe el riesgo de que continúen las presiones de los precios agropecuarios, contaminando al INPC.
- Se han elevado los riesgos de que se observen presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada.

#### Un Miembro

- Para los mercados financieros internacionales, los desbalances acumulados siguen creciendo, por lo que no pueden descartarse episodios de alta volatilidad.
- Las perspectivas de crecimiento para México se mantienen positivas, por lo que el balance de riesgos para la actividad económica se mantiene sin cambio.
- La brecha del producto se encuentra en valores positivos, especialmente para los bienes no comerciables; y **la holgura en la economía** (medida a través del uso de la capacidad instalada manufacturera) **ha desaparecido**.
- La inflación observada desde agosto hubiera sido más alta en ausencia de la homologación a la baja en las tarifas que implementó la CFE.
- La apreciación del tipo de cambio luego del relajamiento monetario en países avanzados, no tendrá un impacto inmediato [sobre la inflación], por lo que en el

corto plazo difícilmente será suficiente para contrarrestar los choques transitorios.

- Las alzas en precios agrícolas han contaminado los precios de algunos alimentos procesados y de servicios relacionados con alimentos, por lo que sí ha habido efectos de segundo orden, y por lo tanto, presiones generalizadas sobre los precios.
- Las expectativas de inflación de mediano y largo plazo del consenso de analistas continúan sin anclarse en el objetivo permanente de inflación.
- **La evolución de la inflación no ha generado la confianza necesaria para que las expectativas de mediano y largo plazo converjan a la meta, lo que podría inducir en el público una reserva sobre la firmeza del compromiso del Banco Central con la meta de inflación.**
- Se está generando una nueva y seria amenaza de contagio, pues las demandas salariales no parecen estar sincronizadas con los aumentos en productividad y con la meta de inflación.
- El número de trabajadores involucrados en los recientes incrementos salariales mayores al año previo es relativamente pequeño.
- Prolongados choques de oferta pueden llegar a afectar la formación de expectativas de la inflación.
- Nuevos episodios de aumentos en la aversión al riesgo en los mercados internacionales podrían tener un efecto negativo sobre el tipo de cambio y, por ende, sobre la inflación.
- La resistencia a la baja en los precios de los productos comerciables, pese a la apreciación del tipo de cambio, es un riesgo para la inflación.

## Comentarios a las Minutas

Percibimos que **el grado de preocupación al interior de la Junta de Gobierno de Banxico se ha incrementado de forma significativa** en los últimos dos meses, sobre todo respecto al riesgo inflacionario, que ha ganado peso respecto al riesgo de baja en el crecimiento. Debido a ello, el tono de los comunicados se ha endurecido notablemente, haciéndose muy clara una posición más agresiva (“hawkish”) y decidida frente a la inflación.

**Especialmente relevante es el tema de la credibilidad de la política monetaria**, que como puede observarse en algunos de los señalamientos no mayoritarios, podría verse disminuida por la persistencia de niveles inflacionarios por arriba del límite superior del 4%.

Los factores que parecen los detonadores más probables de esta mayor preocupación son el que la brecha del producto ya se haya cerrado y el que algunas negociaciones salariales hayan mostrado incrementos mayores a los usuales.

**Hay opiniones claramente divididas respecto a temas tan relevantes** como la existencia de presiones generalizadas sobre los precios o el cambio en el balance de riesgos de inflación de mediano plazo; lo que revela que si bien no hay evidencia concluyente para unificar estas opiniones, la inquietud es mayor.

Cabe notar que **el riesgo de que se actúe de forma tardía** sobre la inflación **podría implicar** tener que recurrir a **un mayor grado de restricción monetaria en el futuro** para regresar a la inflación a la trayectoria deseada, ya que cuando resultan evidentes las presiones generalizadas sobre los precios es porque los agentes económicos ya han internalizado una respuesta monetaria relativamente débil contra la inflación. Es por ello que Banxico habla de un aumento “preventivo” en la tasa de referencia aún cuando considere que las presiones inflacionarias se expliquen por factores transitorios.

No hay que restar importancia al señalamiento minoritario de que las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo están ancladas por encima del objetivo permanente del 3%. De acuerdo a la última encuesta de Banxico, la inflación para los próximos cuatro

## Política Monetaria, Minutas Banxico

años se ha mantenido estancada cerca de 3.6% por varios meses. Una interpretación de esta "terquedad" del consenso del mercado es que la política monetaria parece "apuntada" más al 3.6% que al 3.0%.

El endurecimiento tan repentino en el tono de Banxico podría interpretarse como un intento por tratar de contener las expectativas utilizando únicamente una estrategia de comunicación más agresiva, sobre todo preparándose a la posibilidad de que se registren aumentos mayores a los usuales en precios públicos como los de las gasolinas.

Desde luego tiene peso en las deliberaciones de la Junta **la posibilidad de que** el ritmo de crecimiento de la economía de **Estados Unidos se desacelere** de forma significativa, en cuyo caso podría resultar muy costoso el subir las tasas de interés. Esta consideración es lo que **podría explicar la "paciencia"** que se ha tenido **con la inflación, pero tal "paciencia" parece haber llegado a su límite**. La advertencia de Banxico es muy clara: si la inflación no se comporta, aumentarán la tasa de referencia.

**En el escenario más probable** que percibimos para los próximos meses, y que no es tan diferente del previsto por el consenso del mercado; el ritmo de crecimiento se mantendrá limitado pero positivo en EUA, por lo que la economía mexicana continuará creciendo a un buen ritmo, lo que impulsará a terreno positivo la brecha del producto. En este escenario, la inflación anual irá descendiendo gradualmente, pero terminará por arriba del 4.0% en el 2012, y a partir de febrero comenzaría un nuevo repunte en la inflación anual hacia niveles por arriba del 4.5%. En este escenario, **la tasa de referencia observaría un primer incremento hacia el mes de marzo** del año que está por empezar. Lo que vemos en las minutas de Banxico es consistente con este escenario.

Desde luego, la evolución que muestren la inflación, los salarios contractuales y las variables relacionadas con el ritmo de crecimiento económico en EUA y en México, será fundamental para las decisiones del Banco de México en los próximos meses. No obstante, luego de conocer estas minutas, parece probable que los mercados financieros comenzarán a descontar con una mayor probabilidad un primer incremento de tasas de interés durante el 2013. Aunque ya la parte media de la curva de tasas, de uno a tres años, han repuntado en las últimas semanas, es de esperarse que continúen en un ascenso moderado conforme se internalice esta mayor probabilidad de un incremento próximo en la tasa de referencia de la política monetaria.