

## Minutas de Política Monetaria

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

### Mensajes Importantes:

- Las minutas revelan que la Junta de Gobierno se ha visto sorprendida por una inflación más elevada a lo que anticipaban, al mismo tiempo que mejoró la lectura de la actividad económica, lo que implica un tono menos "dovish" para la postura monetaria.
- Ya Banxico reconoció una trayectoria de la inflación más alta a la esperada para los próximos meses, pero tal parece que aún no se incorporan todos los riesgos que podrían hacer que esta trayectoria vuelva a superar sus expectativas de forma importante.
- Se reconoce la dificultad que representa la lectura de la política monetaria del Fed en EUA, así como los riesgos de que el proceso de normalización de su política monetaria no sea ordenado.
- Se debilita el caso para mantener en México una postura monetaria tan expansiva como la actual.

En su decisión de política monetaria del pasado 4 de septiembre, Banco de México mantuvo sin cambio su postura monetaria y se mostró confiado en que habría una reducción rápida en la inflación durante el 2015. Las minutas revelan una discusión intensa al interior de la Junta de Gobierno, con amplios consensos en algunos temas pero divergencias significativas en otros. Entre los elementos más relevantes de las minutas destacan los siguientes:

### Señalamientos de consenso (todos los miembros)

- La economía mexicana registró una reactivación en el 2T, mientras que la inflación general mostró un incremento no previsto en los últimos meses, de magnitud mayor a la esperada, debido al incremento en los precios de los productos pecuarios. El balance de riesgos para la actividad económica ha mejorado. Todos externaron su "preocupación de que ajustes en el salario mínimo que no tengan su contraparte en incrementos en productividad representen riesgos para el empleo, la formalidad y la inflación.

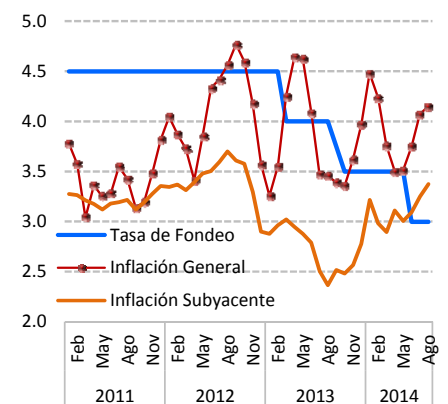
### Comentarios de la mayoría

- EUA.** La lectura sobre la política monetaria de EUA se ha vuelto más complicada por la dificultad para evaluar el grado de holgura del mercado laboral, y dado que se han enviado señales mixtas respecto a la postura monetaria hacia adelante.
- Crecimiento.** El balance de riesgos para el crecimiento económico de México presenta mejoría, aunque prevalecen condiciones de holgura que se irá reduciendo gradualmente.
- Inflación.** El balance de riesgos para la inflación en el corto plazo se ha deteriorado por factores transitorios. La elevada persistencia de los precios pecuarios afectará el cálculo de la inflación general en los siguientes meses, haciendo probable que se ubique por arriba del 4 por ciento en el 2º semestre, para cerrar cerca de esta cifra. Para 2015 se espera una rápida disminución a partir del inicio del año, en buena medida por la menor variación anual esperada en el precio de las gasolinas.

### Comentarios no mayoritarios

- En EUA se ha incrementado el riesgo de que el FED incremente sus tasas de interés de referencia antes de lo esperado, y será difícil mantener un proceso ordenado del retiro del estímulo monetario, ya que las políticas de guía futura son intertemporalmente incongruentes, hay problemas de agencia que pueden generar una

Evolución de la Política Monetaria y la Inflación (%)



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 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 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

Minutas de Política Monetaria

excesiva toma de riesgos y producir comportamientos de “manada” y burbujas especulativas racionales, y existe una disyuntiva intertemporal entre qué tanto tiempo mantener una postura monetaria acomodaticia y la volatilidad en los mercados financieros que se puede generar.

- **México.** De materializarse bajos precios del petróleo, la tendencia descendente de la plataforma petrolera podría reducir los grados de libertad de la política fiscal. El incremento observado en el empleo formal podría reflejar movimientos de trabajadores informales a formales, lo que si bien es favorable, no necesariamente implica una recuperación del empleo agregado.
- **Inflación.** Las expectativas de inflación para todos los plazos se ubican por arriba del objetivo permanente del 3 por ciento, y existe el riesgo al alza para la inflación de una recuperación más rápida a la anticipada en la actividad económica. Otro riesgo, si bien reducido, para la inflación al alza es que la inversión que se espera se promueva con las reformas estructurales aprobadas genere una aceleración en la demanda agregada sin que se vea acompañada inmediatamente por una mayor capacidad productiva.
- **Credibilidad.** “la convergencia al objetivo permanente de inflación ha tomado muchos años y que el hecho de que la inflación probablemente se ubique por arriba del 4 por ciento en ocho de los doce meses del presente año podría restar credibilidad a la política monetaria.”

Consideraciones

**Tono menos “dovish”.** Tal como se veía desde el comentario original, las minutas también revelan que la postura de la Junta de Gobierno parece ahora menos suave contra la inflación y más positiva respecto al crecimiento económico, como es claro en los cambios explícitos a los balances de riesgos.

**Reconocimiento de una mayor inflación.** Las minutas sugieren que la Junta se vio sorprendida por una inflación más alta y que prevé también una trayectoria por arriba de lo que originalmente anticipaba para los próximos meses. Llama la atención el señalamiento de uno de sus miembros de que la credibilidad de la política monetaria podría estarse reduciendo. En la gráfica a la derecha puede verse el comportamiento de la diferencia entre la inflación anual observada y la meta de inflación del 3% desde que ésta se adoptó en el 2005. En este periodo de tiempo, esta diferencia ha sido de 1.15 puntos porcentuales.

**Riesgos al alza de la inflación mayores a los que percibe Banxico.** La última decisión de política monetaria se tomó el viernes 4 de septiembre, justo antes de que se anunciara el Paquete Económico para el 2015, y por lo mismo la Junta de Gobierno no conocía información que al parecer cambiará las perspectivas para la inflación. Buena parte de la baja que anticipa Banxico en la inflación anual del 2015 descansa en el supuesto de que se daría un menor desliz en los precios de las gasolinas, pero como lo reveló el Secretario de Hacienda al presentar el Paquete Económico 2015, el gobierno federal está contemplando incrementar los precios de las gasolinas de golpe en un 3 por ciento en el mes de enero, lo que conlleva un riesgo posiblemente mayor de transmitirse a otros precios de la economía. Además de ello, la probabilidad de que se otorgue un aumento a los salarios mínimos que resulte considerablemente mayor a la expectativa oficial se ha incrementado considerablemente. Si bien las minutas revelan una opinión unánime respecto a los efectos de un incremento salarial que no corresponda a la productividad, parece claro que Banxico no ha incorporado en sus previsiones para la inflación este posible incremento.

**Se debilita el caso para una postura monetaria tan expansiva.** La conveniencia de mantener una política monetaria tan expansiva como la actual, con tasas de interés reales negativas, parece reducirse rápidamente ante el comportamiento de la inflación y los riesgos en el horizonte. Será muy importante ver hasta qué punto Banxico ajusta su visión sobre la inflación y la política monetaria en su próxima decisión, programada para el 31 de octubre.

Diferencial Inflación Observada vs Meta 3%

