

### Desenredando los mensajes de Banxico

- El reciente aumento de las expectativas de inflación en México, aunado al elevado nivel de inflación tanto subyacente como general, sugiere que la inesperada subida de las tasas de interés por parte de Banxico, el pasado 24 de junio, no fue un movimiento único, sino que marcó el inicio de un ciclo de ajuste anticipado.
- Ahora prevemos 100 puntos base de alza adicional en lo que queda de 2021 para llevar la tasa objetivo al 5.25% en diciembre, seguido de otros 75 puntos base durante 2022 para alcanzar una tasa de interés terminal del 6.00% en el tercer trimestre de 2022. Con esto, esperamos que el Banco de México deje la postura en un nivel “neutro”.

### REVISIÓN DE LAS PROYECCIONES – ANTICIPAMOS MAYORES NIVELES PARA LA TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA

Los últimos datos indican que el banco central de México, Banxico, ha dado sus primeros pasos hacia un ciclo más restrictivo de política monetaria que comenzó con una subida en la tasa de interés de referencia de 25 puntos porcentuales por parte de la Junta de Gobierno el 24 de junio, para llevar la tasa objetivo de 4.00% hasta 4.25%. Ante las difíciles perspectivas de inflación y el inminente cambio de liderazgo en Banxico, ahora esperamos un nuevo ajuste de 100 puntos base adicionales en 2021 para cerrar el año en el 5.25%, en comparación con nuestra anterior previsión del 4.00% para finales de 2021. También hemos ajustado nuestro perfil de más largo plazo para la política monetaria en México a una tasa de interés de 6.00% al cierre de 2022, frente al 5.50% de nuestra previsión anterior.

Esperamos ver un ciclo de ajuste distribuido, en el que la Junta de Gobierno de Banxico realizará aumentos de 25 puntos base en cada reunión programada para el resto de este año (es decir, agosto, septiembre, noviembre y diciembre). Un ciclo de ajuste anticipado debería facilitar la transición de liderazgo del banco central, ya que el mandato del gobernador Díaz de León al frente de Banco de México concluirá a finales de 2021.

Nuestra revisión de las tasas refleja tanto una nueva evaluación de la postura de Banxico como de las perspectivas macroeconómicas de México (cuadro 1). En comparación con nuestras últimas previsiones publicadas el [18 de junio](#), nuestra proyección para la inflación de finales de 2021 se ha elevado del 4.7% anual al 5.7% anual, principalmente para reflejar un aumento generalizado de los precios sustancialmente mayor a lo inicialmente anticipado en lo que va del primer semestre de 2021 (incluyendo en la inflación subyacente).

No obstante haber realizado importantes cambios en nuestras expectativas de tasas de interés, no cambiamos sustancialmente nuestro pronóstico de tipo de cambio USDMXN. Aunque esto pueda parecer contradictorio, hemos mantenido nuestras previsiones sobre el tipo de cambio en niveles similares, ya que nuestra trayectoria actual es valorada por los mercados de forma paralela al ciclo de tasas que ahora anticipamos. Además, la recuperación de la demanda interna está reduciendo el superávit comercial de México justo cuando se acerca el espectro de la reducción de compra de activos de la Reserva Federal de Estados Unidos, lo que está frenando el apoyo al peso. En cierta manera, nuestra revisión de las expectativas de tasas de política monetaria solo se alineó con lo que ya estaba descontado en el mercado de TIEE. Por otro lado, nuestros pronósticos de tipo de cambio están muy alineados con lo implícito en el mercado de swaps cambiarios.

Cuadro 1

Escenario Macroeconómico: Previo	2020				2021				2022			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB (CRA %)	-1.4	-18.7	-8.6	-4.3	-3.6	16.1	5.2	3.5	2.7	3.3	1.4	1.2
Inflación General (% Anual)	3.2	3.3	4.0	3.2	4.7	5.8	4.4	4.7	4.5	3.2	3.4	3.6
Tasa de Desempleo (% Promedio)	3.4	4.8	5.2	4.3	4.3	3.8	4.1	3.9	3.9	3.8	4.4	4.2
Tasa de Referencia Monetaria (% FdP)	6.50	5.00	4.25	4.25	4.0	4.0	4.0	4.0	4.25	4.75	5.00	5.50
Tipo de Cambio (MXN/USD Cierre)	23.67	22.99	22.11	19.91	20.43	20.03	20.58	20.73	20.84	21.03	21.17	21.25

Escenario Macroeconómico: Actual	2020				2021				2022			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB (CRA %)	-1.4	-18.7	-8.6	-4.3	-3.6	16.1	5.2	3.5	2.7	3.3	1.4	1.2
Inflación General (% Anual)	3.2	3.3	4.0	3.2	4.7	5.8	<b>5.4</b>	<b>5.7</b>	4.5	<b>3.8</b>	3.4	3.6
Tasa de Desempleo (% Promedio)	3.4	4.8	5.2	4.3	4.3	3.8	4.1	3.9	3.9	3.8	4.4	4.2
Tasa de Referencia Monetaria (% FdP)	6.50	5.00	4.25	4.25	4.00	<b>4.25</b>	<b>4.75</b>	<b>5.25</b>	<b>5.50</b>	<b>5.75</b>	<b>6.00</b>	<b>6.00</b>
Tipo de Cambio (MXN/USD Cierre)	23.67	22.99	22.11	19.91	20.43	20.03	20.21	20.54	20.76	21.03	21.27	21.45

### LA SOREPRESA DE JUNIO PROBABLEMENTE MARCÓ EL INICIO DEL CICLO RESTRICTIVO DE POLÍTICA MONETARIA

La inesperada subida de 25 puntos base por parte de Banxico el 24 de junio tomó al mercado por sorpresa, ya que los comunicados anteriores del banco central habían señalado que las presiones inflacionarias se percibían como temporales y de una naturaleza que la política monetaria mexicana no corrige de manera efectiva. Además, en su Informe Trimestral de Inflación correspondiente al primer trimestre de 2021, publicado tres semanas antes de la sorpresiva decisión, Banxico había señalado que la inflación volvería al punto medio de su rango objetivo en junio de 2022, muy dentro del horizonte en el que opera la política monetaria.

Sin embargo, las recientes presiones inflacionarias, aun cuando se consideren en general transitorias, han afectado las expectativas para el horizonte de 12 a 24 meses. Un criterio que nosotros, y la inmensa mayoría de los participantes en el mercado, pudimos haber pasado por alto es que, bajo el mandato del gobernador Díaz de León, Banxico parece estar dando mayor importancia a las expectativas de inflación. En este sentido, observamos que, en los últimos meses, las expectativas del sector privado se han desviado cada vez más del objetivo de Banxico. Por ejemplo: de acuerdo con la última encuesta de Banxico a economistas del sector privado, las expectativas de inflación general al cierre de 2021 se ubican en 5.58% anual. Por otro lado, en las expectativas del Banco de México mismo, la convergencia al objetivo del 3% anual se espera para el tercer trimestre de 2022 y ya no en el segundo trimestre como implicaba el último Informe Trimestral.

Ante la posibilidad de que las expectativas de inflación se desanclen y transformen un repunte transitorio de la inflación en un fenómeno más duradero, creemos que la Junta de Gobierno de Banxico se inclinará por mantener una postura de tasas más restrictiva en lo que resta del año con el objetivo de asegurar que esto no ocurra.

### UNA JUNTA DIFÍCIL DE LEER

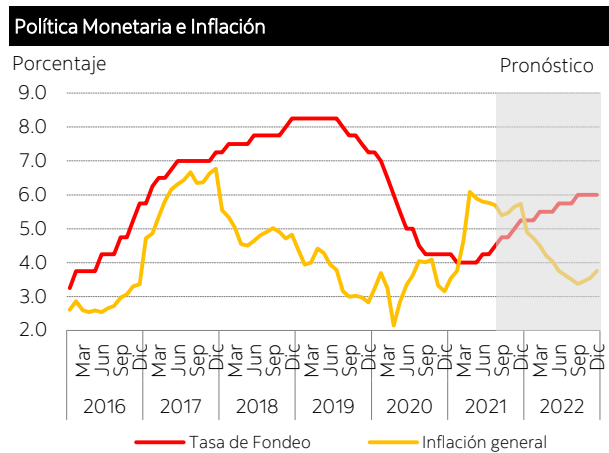
Persiste la incertidumbre sobre el sesgo de la política en el futuro, dadas las señales contradictorias que siguieron a la subida del 24 de junio. Las minutas de Banxico señalaban que la decisión de subir la tasa estaba dividida entre 2 votos en contra y 3 a favor, pero en las minutas de la reunión publicadas el 8 de julio, los puntos de vista contradictorios de la Junta quedaron aún más claros.

Las minutas confirmaron nuestras especulaciones sobre la división de los votos: El gobernador Díaz de León, junto con la subgobernadora Espinosa, apoyaron una postura más restrictiva y respaldaron el inicio de un ciclo formal de endurecimiento. En el lado opuesto, los subgobernadores Esquivel y Borja no estaban todavía preparados para aumentar la tasa de interés y seguían apoyando una postura más relajada. El voto de desempate correspondió al subgobernador Heath, que apoyó la subida de 25 puntos base en junio para anclar las expectativas.

Aunque el subgobernador Heath quizás esté menos comprometido con un ciclo de alzas completo, que los dos miembros de la Junta con los que votó, deducimos un cambio de tono a partir de declaraciones anteriores basadas en los comentarios de la reunión del 24 de junio. Si hubiera sido el Sr. Heath quien opinó que “ahora se necesitaba menos estímulo monetario dada la fuerte recuperación económica”, un cambio de perspectiva de este votante decisivo podría insinuar que, efectivamente, hay más subidas en el horizonte, como ahora esperamos.

### EXISTEN RIESGOS QUE PODRÍAN CONDUCIR A MÁS O A MENOS SUBIDAS EN LAS TASAS

Aunque hemos ajustado nuestras previsiones para reflejar un ciclo de ajuste mucho más agresivo y adelantado por parte de Banxico de lo que pensábamos anteriormente, reconocemos que existen riesgos importantes de que la Junta de Banxico pueda subir las tasas un poco menos o un poco más.



Fuente: Elaborado por Estudios Económicos de Scotiabank con datos de Banco de México e INEGI

La posibilidad de una menor y/o más lenta subida de tasas está ligada a la pandemia. El subsecretario de Salud Hugo López-Gatell acaba de confirmar que México se encuentra en el inicio de una tercera ola de COVID-19 y las nuevas variantes del virus están provocando nerviosismo acerca de posibles restricciones en la movilidad con el fin de frenar los recientes aumentos de contagios. Parece poco probable que el semáforo epidemiológico nacional cambie a un nuevo aislamiento tan severo como los anteriores, pero sigue añadiendo algunos riesgos a la baja para el crecimiento y la inflación. Incluso antes de que el gobierno planteara la posibilidad de nuevos cierres a principios de julio, el Informe de Economías Regionales de Banxico, publicado el 17 de junio, ya apuntaba a que las restricciones harían que algunas partes del país volvieran a presentar disminuciones en las actividades económicas productivas.

Sin embargo, los riesgos que predominan son al alza, con la posibilidad de una senda aún más rígida en relación a las nuevas previsiones que hemos presentado aquí. Los débiles canales de transmisión de la política monetaria en México, junto con la posibilidad de que se produzcan choques de inflación por el aumento de las expectativas, sugieren mayores aumentos en lugar de menos. Los débiles canales de transmisión de la política monetaria de México que señalamos se atribuyen principalmente a:

- Una relación crédito/PIB muy baja (es decir, el crédito al sector privado se sitúa en un modesto 36.6% del PIB), lo que significa que el aumento de las tasas de interés sólo afecta a una pequeña parte de la economía mexicana; y
- Un vencimiento medio de la deuda de relativamente largo plazo significa también que los reajustes de las tasas se producen gradualmente, lo que también ralentiza la transmisión del ajuste de la política monetaria.

## EL SIGNIFICATIVO AUMENTO DE LA INFLACIÓN

Según las minutas de la reunión del 24 de junio, los miembros de la Junta de Gobierno de Banxico coincidieron en general en que la inflación se ha visto afectada por presiones transitorias del lado de la oferta. Aunque estamos de acuerdo en que las recientes subidas de los precios de las materias primas y las interrupciones de la cadena de suministro son transitorias, también vemos importantes riesgos de precios a futuro que justifican la cautela de Banxico. A continuación, exponemos los principales riesgos en los que se basan nuestras previsiones revisadas sobre la trayectoria de las tasas de interés.

- **Evidencia de una posible contaminación en los precios.** En estos momentos, casi todos los componentes de la inflación subyacente están aumentando notablemente por encima de la cota superior del objetivo de inflación de Banxico. Además, las correlaciones entre los diferentes componentes de los precios al alza también parecen estar aumentando. Esto se ve respaldado por los comentarios de la reunión del 24 de junio, en la que un miembro de la junta subrayó que los datos recientes mostraban considerables presiones adicionales sobre la inflación general y la subyacente.
- **Presiones de precios provenientes del sector servicios.** Hasta el segundo trimestre de 2021, el sector de los servicios ha sido el más afectado por las restricciones a la movilidad relacionadas con la pandemia, con subsectores como el turismo y el ocio que siguen operando materialmente por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. Anticipamos tres efectos que conducirán a presiones inflacionarias importantes del sector de los servicios: (1) los efectos de base desfavorables, ya que la inflación de los servicios estaba cerca del 2% anual a finales de 2020; (2) el rápido despliegue de vacunas en México y en el extranjero impulsará un aumento de la demanda de servicios, incluidos el turismo y el entretenimiento; y (3) con el sector de los servicios duramente afectado por la pandemia, el aumento de la demanda proporcionará una oportunidad para que las empresas suban los precios para ayudar a recuperarse de las pérdidas infligidas por la pandemia.
- **Transferencia de costos.** Los dos últimos años se han caracterizado por una combinación de contracción económica acompañada de aumentos de los costos de producción para casi todos los sectores económicos. Estas presiones han incluido la eliminación del régimen de subcontratación; el aumento de cerca del 50% de los salarios mínimos durante 2019-21; los incrementos de los precios de la energía; y las recientes reformas a las pensiones, que suponen que las aportaciones patronales a las pensiones pasarán del 5.15% al 13.875% de los salarios de los trabajadores. En este entorno, los márgenes y los balances de las empresas han estado bajo presión. Dado un repunte relativamente fuerte de la demanda durante 2021, esperamos que los productores aprovechen la oportunidad para trasladar algunas presiones de costos a los consumidores.

## EN RESUMEN

En este complejo entorno, y conscientes de la incertidumbre que hay detrás de cualquier nueva decisión sobre las tasas, nuestra impresión es que los riesgos de inflación implican que la junta de gobierno Banxico ha iniciado un ciclo restrictivo de política monetaria.

Dada la persistente holgura en importantes sectores de la economía y el mercado laboral, creemos que la Junta de Banxico es, sin embargo, renuente a moverse más de 25 puntos básicos en una sola reunión, -a menos que haya un significativo deterioro de las expectativas de inflación-. Por lo tanto, nuestra previsión es de un ciclo de incrementos paulatino de 25 puntos base en cada reunión que se celebre de aquí a finales de 2021 para terminar el año en 5.25%. No obstante, observamos que Banxico sigue preocupado por la vulnerabilidad de la recuperación económica y podrían producirse pausas en su senda de alzas a medida que se evalúe el impacto de las subidas.

Para 2022 estamos esperando que las tasas continúen incrementando de forma gradual hasta el tercer trimestre, lo cual está en línea con la esperada convergencia de la inflación hacia su meta. De este modo la tasa de referencia alcanzaría un nivel de 6.00% y se quedaría en ese nivel hasta el cierre de ese año

Publicación de Estudios Económicos de Scotiabank – [Eduardo Suárez](#), [Paulina Villanueva](#), [Miguel A. Saldaña](#)

Visita nuestra [página](#) o [contáctanos](#).

**Scotiabank**

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 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. 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 emisora(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 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 asertividad de las estimaciones y recomendaciones contenidas en este documento. Los analistas no reciben compensación alguna por parte de las emisoras de los valores que se describen en este reporte. Asimismo, los analistas no percibieron compensación alguna de personas distintas al Grupo Financiero Scotiabank Inverlat o de sus subsidiarias y/o afiliadas con respecto a la elaboración de este reporte. Alguna de las empresas 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 las emisoras 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 fotocopiarse, 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 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).