

Bancos Centrales

Tasa de referencia sin cambios en 3.75%

Iván Martínez Urquijo / Carlos Serrano Herrera

- **En una reunión de política monetaria que ha dividido las expectativas de los analistas, esperamos que predomine la comunicación reciente del banco central en el sentido de mantener la tasa de fondeo sin cambios**
- **Las condiciones macroeconómicas del país no ameritan un aumento de la tasa de política monetaria: la inflación se encuentra estable y por debajo del objetivo del Banco de México; la actividad económica se ha debilitado, tal y como lo mostró el más reciente dato del IGAE que en abril mostró una contracción de -1.2% m/m**
- **Coincidimos con lo señalado recientemente por el gobernador del banco central en el sentido de que el tipo de cambio se ha depreciado para absorber choques externos**

Como en pocas ocasiones en los meses recientes, una decisión de política monetaria había suscitado tanto debate y dispersión en las previsiones de los analistas. Al momento, las expectativas para la reunión de este jueves van desde mantener sin cambio la tasa de referencia hasta incrementarla en 50pb. Detrás de estas posturas hay argumentos válidos que en buena medida han estado influidos tanto por la comunicación reciente del banco central, como por el precedente que sentó la inesperada alza de 50pb del mes de febrero.

Por un lado, entre los argumentos que apoyan un incremento en la tasa se encuentran el bajo nivel de la tasa de referencia con respecto a otros países y su efecto sobre el flujo de capitales; además de los riesgos que sobre la inflación pudiera suponer la depreciación cambiaria. Respecto al primer punto, hay que recordar que no sólo es relevante la diferencia entre las tasas, sino la relación que guardan con el nivel de volatilidad de cada moneda, esto es el diferencial de tasas ajustado por riesgo. Si la comparación se realiza en estos términos se podrá constatar que aun cuando Banxico incrementa la tasa, esto tendrá poco efecto en términos ajustados por riesgo, dada la alta volatilidad del tipo de cambio (véase gráfica 1), y por lo tanto el incentivo para la inversión en pesos sería limitado. De hecho, resulta difícil cuantificar el impacto del alza de 50pb en febrero, no sólo a la distancia sino incluso a nivel intradía, dado que coincidió con una relevante alza del precio del petróleo y un mayor apetito por riesgo. Respecto al impacto de la depreciación sobre los precios, si bien la inflación ha registrado un alza desde el mínimo histórico de diciembre pasado, esta ha permanecido por debajo del objetivo de 3.0% durante 13 meses consecutivos a pesar de la depreciación de más de 40% desde octubre de 2014. En cuanto a las expectativas, las de mediano plazo se mantienen ancladas alrededor del 3.3%, mientras que las de cierre de año han venido ligeramente a la baja de acuerdo con el consenso de analistas. Adicionalmente, los recientes eventos a nivel global sesgan a la baja las previsiones de crecimiento, lo que hace más difícil prever presiones de demanda que pudiera motivar un alza de precios más allá de las mercancías no alimenticias. No existen al momento presiones inflacionarias que pudiesen justificar un aumento en la tasa de referencia.

Además, y profundizando sobre el último punto, hay que considerar que la actividad económica ha perdido fuerza recientemente, tal y como lo sugiere el dato del IGAE de abril que fue de -1.2% m/m. Es decir, la etapa

del ciclo en que se encuentra la economía tampoco parece propicia para implementar una política más restrictiva.

Resulta relevante destacar que hay quien argumenta que la reciente reacción del tipo de cambio tras el resultado del referendo en la Gran Bretaña inclinaría la balanza a favor del aumento en tasas. Nosotros pensamos que tampoco debiera ser una causal. Esto debido a dos razones: i) el tipo de cambio ha mostrado una corrección gradual desde la noche del jueves. De hecho, pensamos que este proceso de corrección continuará debido a que el impacto real de *Brexit* en la economía mexicana será muy acotado; y ii) el propio resultado del referendo puede ocasionar que la Reserva Federal siga una trayectoria de incrementos de tasa más gradual a la que había planeado, de manera similar a otros bancos centrales de economías avanzadas que se espera mantengan una política monetaria más laxa, lo que a su vez, influiría para que el peso mostrara cierta apreciación.

Por otro lado, la comunicación reciente del banco central figura entre los principales argumentos a favor de mantener la tasa. A diferencia de lo observado en febrero, el gobernador del banco central ha reiterado que en la reciente depreciación no se observan comportamientos especulativos en contra del peso, que la depreciación se ha dado de manera ordenada y que los movimientos de la paridad obedecen a factores externos. Adicionalmente, y aun cuando el peso ya cotizaba por encima de los 18.60ppd, el 6 de junio pasado, el gobernador señaló que los dos principales factores que determinarían una posible alza de la tasa serían la decisión de la FED o bien indicios de efectos de segunda ronda sobre los precios. La FED mantuvo su tasa sin cambios y, como se mencionó arriba, no hay indicios de efectos de segunda ronda.

Por último, en el informe de inflación más reciente Banxico publicó un recuadro sobre los cambios en el mecanismo de transmisión de política monetaria en el que concluye que ante un choque en el tipo de cambio, en la actualidad, se observa un menor traspaso a los precios, además de una menor persistencia y volatilidad derivado del choque, por lo cual es necesaria una respuesta menos intensa y por menos tiempo por parte de la autoridad monetaria.

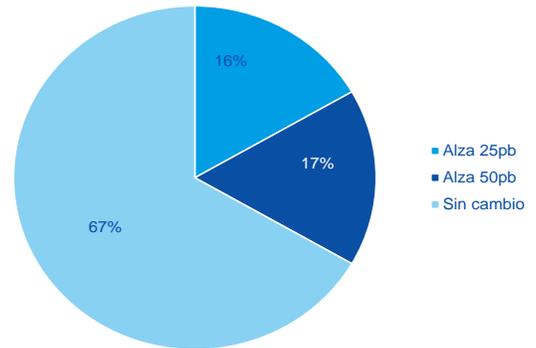
Del análisis de estos argumentos, entre otros, consideramos que la postura en favor de mantener la tasa predominará entre los miembros de la junta de gobierno de Banxico. Hacia adelante, si bien consideramos que la FED podría seguir un proceso de normalización de su política monetaria más gradual, la posibilidad de observar sincronía en la política monetaria doméstica tiende a reducirse, dados los previsible episodios de incertidumbre en los próximos meses. En particular, no se descarta que Banco de México pudiera incrementar su tasa independientemente de la FED en caso de que durante la campaña electoral en EE.UU. se incremente significativamente la volatilidad en los mercados financieros.

Gráfica 1
Diferencia de tasas ajustado por riesgo [Carry trade ajustado por riesgo] (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg al 28 de junio.
 Nota: Diferencia de tasa de rendimiento de instrumentos gubernamentales a 3 meses dividido entre la volatilidad implícita de las opciones ATM.

Gráfica 2
Expectativas de la tasa de fondeo para la reunión de junio (% de analistas)



Fuente: BBVA Research con datos de la Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros

AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) y por BBVA Bancomer. S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer, por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.