

## Bancos Centrales

# Prevedemos que Banxico aumentará su tasa de referencia 50pb; la Comisión de Cambios debería plantearse reducir los incentivos de las ventas en corto del MXN

Javier Amador / Carlos Serrano

- **A nuestro juicio, los riesgos justifican una subida de las tasas de interés por parte de Banxico**
- **La Comisión de Cambios debería plantearse reducir los incentivos de las ventas en corto del peso**

## Prevedemos que Banxico aumentará en 50 pb el diferencial de tasas de interés

Antes de discutir sobre nuestra previsión en materia de política monetaria, consideramos importante señalar que el nivel actual de las tasas de interés se sitúa por debajo del nivel neutral estimado y seguirá estándolo incluso si, tal y como esperamos, Banxico se inclina por una subida de 50 pb en su reunión del 29 de septiembre. Además, las condiciones monetarias rozan mínimos históricos, por lo que son decididamente expansivas. Conviene subrayar este aspecto para hacerse una idea de las actuales condiciones de la política monetaria y para preguntarse si éstas están justificadas por el difícil contexto y los riesgos existentes. Dicho esto, somos conscientes de que la actividad económica no apoya una subida. En lo que respecta a la inflación, si bien consideramos que el traspaso del tipo de cambio (*pass-through*) sigue estando en gran parte contenido, la última lectura (i.e., la de la primera quincena de septiembre), unida a la reciente depreciación adicional del peso, apunta a un aumento de los riesgos. Un movimiento de las tasas contribuirá a anclar las expectativas y, por tanto, a seguir impidiendo que se materialice el riesgo de efectos secundarios. En resumen, el balance de riesgos para el crecimiento se mantiene relativamente estable, mientras que el de inflación ha empeorado algo desde la última reunión, principalmente debido a un aumento de los riesgos asociados con una depreciación adicional del peso, llevando al tipo de cambio a niveles en los que cada vez resultará más difícil para las empresas absorber parcialmente los mayores costos con menores márgenes.

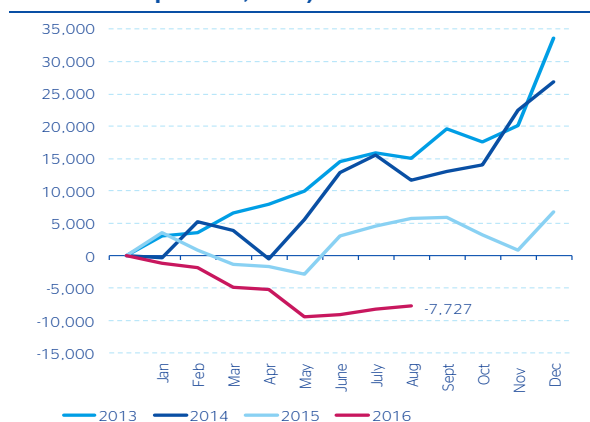
Asimismo, aunque somos conscientes de que el efecto de un aumento en la tasa de política monetaria sobre el tipo de cambio podrían ser reducido, creemos que Banxico debería aumentar la tasa para mitigar el riesgo de una repentina salida de inversiones de extranjeros en el mercado de bonos. Tal y como explicamos en un documento anterior (véase "Nuestra opinión sobre el peso", 19 de septiembre de 2016), Banxico se enfrenta a un escenario muy complejo, lo que explica nuestra previsión. En nuestra opinión, el aumento de los riesgos derivado del desempeño del peso debería forzar a Banxico a aumentar el diferencial de tasas de interés en 50 pb. Al igual que en febrero y junio, Banxico tratará de limitar una nueva depreciación del peso en un contexto de riesgos al alza a medida que nos acercamos a las elecciones en Estados Unidos. El principal factor que explica el reciente repunte adicional de las presiones sobre el peso observadas en las últimas semanas parece estar

relacionado con las elecciones en Estados Unidos y Banxico no volverá a reunirse antes del día de las elecciones<sup>1</sup>.

Creemos que, si bien no es probable que una subida de las tasas de interés atraiga flujos extranjeros, Banxico debería tratar de limitar los riesgos de que se produzcan salidas repentinas del mercado de bonos. A nuestro juicio, el riesgo de que se produzca una repentina salida susceptible de generar ajustes desordenados en la balanza de pagos supera con creces al resto de consideraciones (véase la Gráfica 1). Además, el *carry trade* ajustado por riesgo sigue siendo bajo en términos absolutos y relativos, y últimamente ha disminuido más en comparación con otras divisas de los EM (véase Gráfica 2).

**La participación extranjera en deuda en moneda local ha disminuido en 2016**

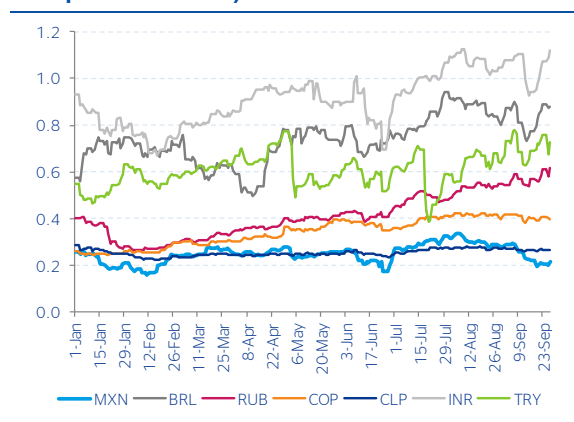
Gráfica 1  
**Variación neta de la participación extranjera en deuda en moneda local (CETES + Mbonos, cifras acumuladas por año, USD)**



Fuente: BBVA Research/Banxico

**El *carry-trade* ajustado por riesgo sigue siendo bajo en términos absolutos y relativos**

Gráfica 2  
***Carry-trade* ajustado por riesgo de las tasas a corto plazo (Ajustado para tener en cuenta la volatilidad de los tipos de cambio)**



Fuente: BBVA Research/Bloomberg

**La Comisión de Cambios debería plantearse reducir los incentivos de las ventas en corto del peso**

Aunque la herramienta de política favorita de Banxico para abordar los riesgos en 2016 ha sido la tasa de referencia, y consideramos ayudará a limitar los riesgos de cara al futuro, pensamos que la adopción de otras medidas también podría resultar adecuado y oportuno durante este periodo de aumento de los riesgos, especialmente de aquí al día de las elecciones en Estados Unidos. Como muestra la Gráfica 3, las posiciones netas no comerciales del peso mexicano CME (es decir, especulativas) frente el peso mexicano son las más elevadas del año, amén de ser las más grandes de los últimos diez años. A nuestro juicio, aunque unas tasas de interés más altas ayudarían, por cuanto harían que resultase más caro adoptar posiciones cortas sobre el peso, también podría resultar conveniente que la Comisión de Cambios adoptase medidas a fin de reducir los incentivos de las ventas en corto sobre el peso, ya que las posiciones especulativas frente al MXN parecen haberse convertido en un lastre (véase Gráfica 3).

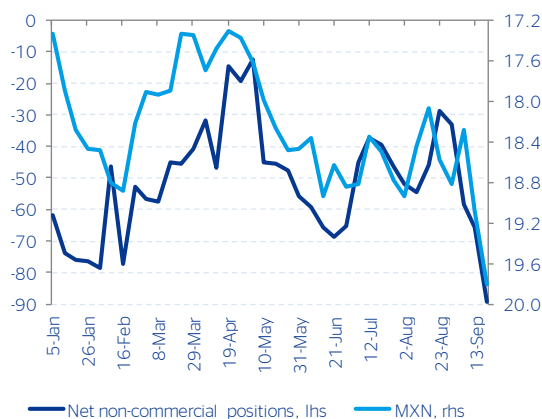
<sup>1</sup> Su próxima reunión tendrá lugar el 17 de noviembre.

Aunque resulta improbable que la Comisión de Cambios se marque un nivel objetivo USD/MXN, tal vez debería plantearse actuar a fin de reducir los incentivos para mantener posiciones especulativas frente al peso. Hasta ahora, el hecho de adoptar posiciones cortas sobre el peso venía siendo una apuesta segura durante este año, pero, a través del uso del mecanismo discrecional, la Comisión de Cambios podría reducir los incentivos para mantener este tipo de posiciones. Asimismo, dichas medidas podrían mejorar los efectos buscados con la subida de las tasas de interés, sobre todo si tenemos en cuenta que el mecanismo no se ha empleado desde febrero (y, por tanto, podría sorprender a los mercados). Más concretamente, incluso si tenemos en cuenta la pésima actuación de Donald Trump en el primer debate presidencial (según las encuestas), es probable que la carrera siga estando igualada hasta el día de las elecciones, y que a Hillary Clinton le resulte difícil recuperar una ventaja significativa conforme nos acercamos al 8 de noviembre. La incertidumbre acerca del resultado de las elecciones probablemente seguirá afectando al peso (véase Gráfica 4).

Por último, aunque no sea el objetivo de la Comisión de Cambios, las ventas de dólares generarían beneficios para Banxico que, en un momento dado (2017), podrían contribuir a reducir la deuda pública, algo que representará un reto de política económica de vital importancia en el próximo año.

**Los mercados han seguido aumentando sus posiciones cortas sobre el MXN...**

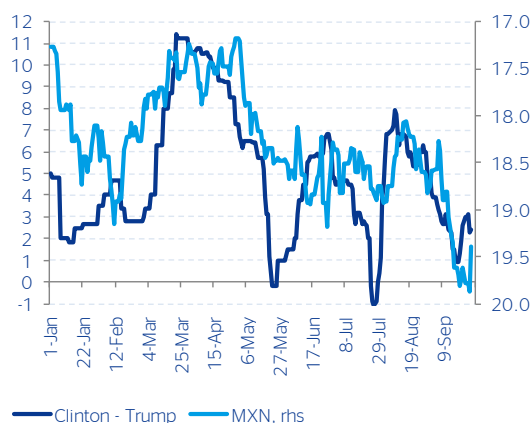
Gráfica 3  
**Posiciones netas no comerciales sobre el peso mexicano MXN y CME (2016, pesos por dólar, escala invertida y número de contratos, en miles)**



Fuente: BBVA Research/Bloomberg

**...y es probable que la percepción de los inversores sobre el peso siga siendo negativa dado que la carrera entre Clinton y Trump se ha igualado**

Gráfica 4  
**2016: Resultados de las encuestas sobre las elecciones estadounidenses y MXN (Preferencias Clinton-Trump\*)**



Fuente: BBVA Research/Real Clear Politics y Bloomberg  
\* Una cifra positiva implica una ventaja de Clinton, mientras que una tendencia al alza / a la baja implica una mayor / menor ventaja de Clinton.

**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. No obstante, BBVA Bancomer no ha comprobado dicha información y, por tanto, no se concede ninguna garantía, ni explícita ni implícita, 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.