

Banxico Ante Ciclos de Ajustes en la Tasa de Fondos Federales

Extracto del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2021, Recuadro 8, pp. 96-99, documento publicado el 2 de marzo de 2022.¹

1. Introducción

Ante un entorno de elevada inflación, distintos bancos centrales de economías avanzadas han empezado a retirar el estímulo monetario que habían implementado ante los efectos de la pandemia, o se preparan para comenzar ese proceso.¹ Al respecto, destaca el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos que en sus comunicaciones recientes ha señalado que la tasa de fondos federales podría incrementarse próximamente y que su programa de compra de activos finalizaría en marzo de 2022. Algunos de los miembros del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto han sugerido que en su reunión de marzo la tasa de referencia podría aumentar más de 25 puntos base.

Al respecto, un tema relevante para los bancos centrales de economías de mercados emergentes (EME) es el efecto que ajustes al alza en la tasa de fondos federales podrían tener sobre estas economías. El entorno incierto y complicado para la política monetaria de las EME, debido a las presiones inflacionarias que enfrentan, podría tornarse aún más complejo con un ciclo de incrementos en la tasa de fondos federales. En particular, un factor a seguir para las autoridades de estas economías, son los ajustes potenciales en sus mercados financieros, especialmente en sus tasas de interés y en la cotización de sus monedas. En este contexto, las EME enfrentan el reto de preservar el funcionamiento ordenado de sus mercados financieros, incluidos el cambiario y los de renta fija, así como procurar que no se generen presiones inflacionarias adicionales, derivadas del apretamiento de las condiciones monetarias globales. Con el propósito de poner en perspectiva los retos que actualmente enfrenta el Banco de México ante el retiro del estímulo monetario global, y especialmente en Estados Unidos, en este Recuadro se describe la conducción de la política monetaria en México durante ciclos previos tanto de incrementos como de reducciones en la tasa de fondos federales de los Estados Unidos. Al respecto, hay que tener presente que las condiciones prevalecientes durante cada ciclo pueden diferir, por lo que no pueden hacerse extrapolaciones mecánicas de episodios pasados al presente. Se incluye además un marco conceptual.

2. Marco Conceptual

Las economías pequeñas y abiertas con un grado elevado de integración con los mercados financieros internacionales y con la economía global, como la mexicana, están expuestas a la evolución del entorno internacional. En particular, en estas economías, el comportamiento de las variables macroeconómicas y financieras puede verse influido por acontecimientos externos, como la evolución de la política monetaria en Estados Unidos, entre otros factores. Al respecto, un tema relevante es la respuesta de política monetaria en las EME ante cambios en las condiciones económicas y financieras derivadas de incrementos en la tasa de referencia de la Reserva Federal. Por consiguiente, es relevante describir los distintos canales² a través de los cuales, ajustes en dicha tasa podrían tener un efecto sobre la economía global y, en particular, sobre la mexicana.

En primer término, una mayor tasa de interés en Estados Unidos tiende a propiciar una apreciación generalizada del dólar estadounidense. En ese sentido, las monedas de EME, permaneciendo lo demás constante, tenderían

¹ Los bancos centrales de Noruega y Reino Unido ya dieron inicio al ciclo de alzas, y destaca que el Banco Central Europeo anunció recientemente que no descartan un aumento de tasas este año. Ver conferencia de prensa de Christine Lagarde, Presidenta del ECB (3 de febrero, 2022).

² Ver Ca' Zorzi et al. (2020).

a depreciarse. En el caso particular del peso mexicano, al ser una moneda muy líquida que opera las 24 horas del día, podría verse potencialmente más afectada que las monedas de otras EME. En segundo término, cambios en las condiciones monetarias en Estados Unidos pueden incidir sobre los flujos de capital hacia economías emergentes, como la mexicana (ver Recuadro 7). Al respecto, permaneciendo lo demás constante, un aumento del rendimiento de los activos externos en relación con los nacionales puede propiciar una reasignación en los portafolios de los inversionistas que impliquen salidas de capitales y presiones sobre las tasas de interés y la cotización de la moneda nacional. En tercer término, una mayor tasa de interés en Estados Unidos, tiende a reducir el apetito por riesgo de los inversionistas globales, los cuales pueden demandar mayores primas de riesgo para mantener en sus portafolios activos riesgosos, ello a su vez también tiende a afectar las tasas de interés y la paridad cambiaria (ver Recuadro 7).

A su vez, se considera que una depreciación de la moneda nacional podría incidir sobre la evolución de la inflación, mediante mayores precios de bienes de consumo comerciables e incrementos en los costos de las empresas debido a mayores precios de los insumos importados. Asimismo, un incremento en los costos de financiamiento de las empresas que tienen pasivos denominados en moneda extranjera, como resultado de mayores tasas o de una apreciación del dólar, aumentaría sus costos financieros. Por otra parte, una depreciación cambiaria también puede propiciar una reasignación del gasto de bienes importados hacia bienes nacionales, por lo que las exportaciones netas tenderían a incrementarse, por un efecto sustitución. Todo lo anterior resultaría en mayores presiones inflacionarias. Aunado a esto, aumentos en la tasa de interés de Estados Unidos también podrían moderar el ritmo de expansión de la demanda agregada en ese país y, a su vez, propiciar una menor demanda de bienes importados debido a un efecto ingreso, afectando las exportaciones provenientes de sus socios comerciales. Considerando este canal de demanda y el canal de reasignación del gasto ya descrito, el efecto final de un apretamiento monetario en Estados Unidos sobre las exportaciones netas de las EME, como México, dependería de qué efecto domine.

3. La Tasa de Referencia del Banco de México durante Ciclos de Ajustes en la Tasa de Fondos Federales

Entre 2004 y 2021 es posible distinguir dos ciclos de alzas en la tasa de fondos federales, de junio de 2004 a junio de 2006, y de diciembre de 2015 a diciembre de 2018, así como dos ciclos de reducciones en dicha tasa, de septiembre de 2007 a diciembre de 2008, y de julio de 2019 a marzo de 2020, en este último la reducción de la tasa de fondos federales se aceleró significativamente con la crisis derivada de la pandemia de COVID-19. En la Tabla 1 se describe la evolución de la tasa de referencia de Banco de México durante estos periodos. En general, se observa que algunos de los episodios de incrementos o reducciones en la tasa de fondos federales han sido acompañados por movimientos en la misma dirección de la tasa de referencia de Banco de México, si bien también se observan periodos con diferencias importantes entre la dinámica de las tasas de política monetaria de ambos países.

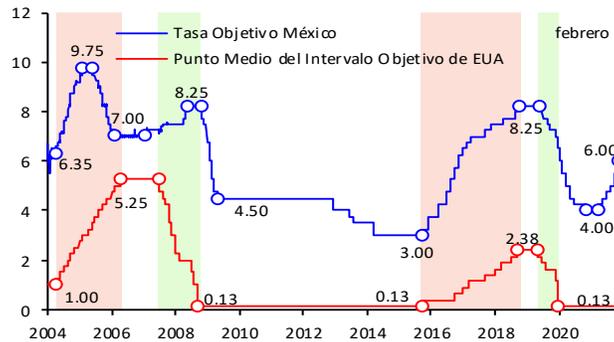
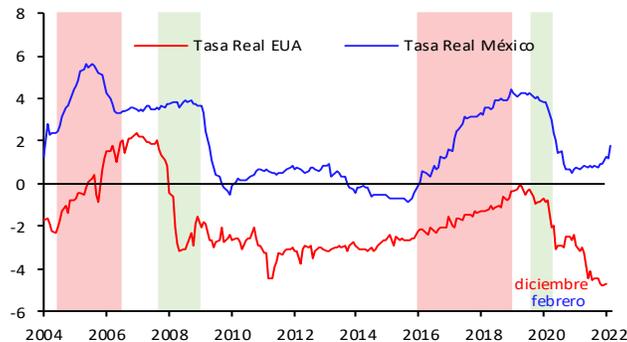
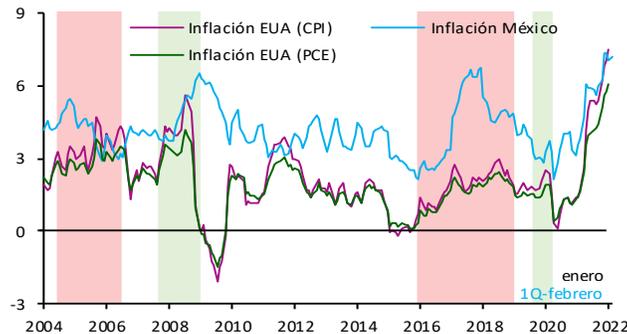
Tabla 1
Ciclos de Alzas y Recortes en las Tasas de Referencia en
Estados Unidos y México.

Ciclos de Alzas/Recortes	Periodo	Movimientos de tasa en México
Alzas (+425pb)	jun-04 a jun-06 (24 meses)	Al inicio del periodo, Banxico aumentó la tasa 340 pb de julio 2004 a marzo 2005, coincidiendo con la Fed . Sin embargo, de septiembre 2005 a abril 2006 Banxico redujo la tasa en 273 pb, mientras la Fed continuó con alzas , por lo que en la segunda mitad del ciclo hubo movimientos opuestos .
Recortes (-513pb)	sep-07 a dic-08 (15 meses)	Mientras la Fed relajaba su postura, Banxico mantuvo su tasa sin cambios en la mayor parte del periodo, e incluso la aumentó en distintas ocasiones, acumulando 125 pb en el periodo de recortes de la Fed . Después de que la Fed alcanzó el Límite Inferior Cero en diciembre 2008, en enero 2009 Banxico comenzó a reducir la tasa hasta julio 2009, por lo que el ciclo de recortes no coincidió .
Alzas (+225pb)	dic-15 a dic-18 (36 meses)	En diciembre 2015 la Fed elevó en 25pb la tasa, y hasta diciembre 2016 comenzó a aumentarla constantemente hasta diciembre 2018. Banxico comenzó a elevantar su tasa de forma constante desde diciembre 2015 hasta diciembre 2018, incrementándola en 525pb y coincidiendo con el ciclo de alzas de la Fed .
Recortes (-225pb)	jul-19 a mar-20 (8 meses)	La Fed y Banxico comenzaron a relajar su postura paulatinamente en julio 2019 y agosto 2019, respectivamente, coincidiendo así el ciclo de recortes . En marzo 2020 la Fed recortó su tasa hasta el Límite Inferior Cero de forma rápida, mientras Banxico continuó reduciendo la suya hasta febrero 2021, 425pb.
Periodo actual		Desde junio 2021 y hasta la última decisión de política monetaria de febrero 2021, Banxico ha incrementado la tasa de interés en 150 pb, mientras la Fed ha mantenido el intervalo objetivo en 0-0.25%. Se espera que la Fed comience a elevantar la tasa a partir de marzo 2022.

Nota: Para México, hasta 2007 se señalan los movimientos en puntos base de las condiciones monetarias, posteriormente se indican los movimientos del objetivo para la tasa de interés interbancaria a 1 día. Para Estados Unidos se muestran los movimientos en la tasa de interés de referencia hasta 2008 y en el intervalo de variabilidad de la tasa de fondos federales para los periodos posteriores.

Fuente: Bloomberg, Reserva Federal y Banco de México.

La Gráfica 1a y la Gráfica 2 permiten visualizar la evolución de la tasa de referencia en México, durante ciclos de ajustes en la tasa de política monetaria en Estados Unidos.

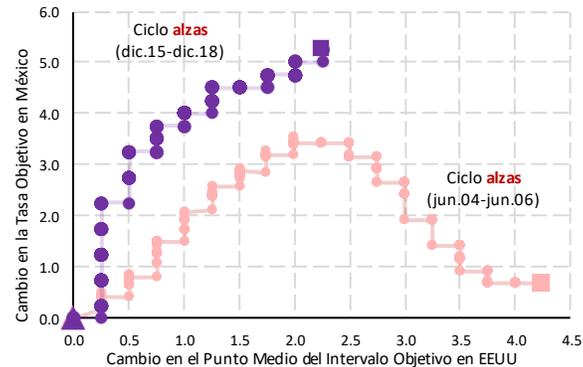
Gráfica 1
Ciclos Monetarios en México y Estados Unidos
a) Ciclos de Alzas y Recortes en las Tasas de Referencia
 %

b) Tasa Real Ex Ante de México y de Estados Unidos
 %

c) Inflación en México y en Estados Unidos
 %


Nota: Se muestra en rojo y verde los ciclos de alzas y recortes respectivamente, en el intervalo objetivo o la tasa objetivo para la tasa de fondos federales de EEUU. Para México se presenta la mediana ponderada por volumen de la tasa de fondeo bancario a un día hasta enero de 2008 y posteriormente se presenta el objetivo de la tasa de interés interbancaria a un día. Para EEUU, se emplea la tasa objetivo de fondos federales hasta diciembre de 2008 y el punto medio del intervalo objetivo en adelante. La tasa real ex ante se calcula como la diferencia entre la tasa de política monetaria menos las expectativas de inflación a 12 meses.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Bloomberg, Haver Analytics, INEGI, BIE y Banco de México.

Por su parte, la Gráfica 1c muestra el comportamiento de las inflaciones tanto en México como en Estados Unidos durante el mismo periodo, mientras que la Gráfica 1b muestra la evolución de las tasas real ex ante en ambas economías.

Gráfica 2
Relación de las Tasas Nominales durante los Ciclos de Alzas
en la Tasa de Referencia de EEUU.



Nota: Se muestran los movimientos en la tasa a partir del punto inicial del ciclo restrictivo. Para México se presenta la mediana ponderada por volumen de la tasa de fondeo bancario a un día hasta enero de 2008 y posteriormente se presenta el objetivo de la tasa de interés interbancaria a un día. Para EUA, se indica el alza en el objetivo de la tasa de interés hasta 2008 y posteriormente el aumento en el intervalo objetivo para la tasa de fondos federales. Los marcadores en forma de triángulo y cuadrado representan el inicio y fin de los ciclos, respectivamente.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Bloomberg y BIE v Banco de México.

Se observan periodos en los cuales la tasa de referencia en México y la tasa de fondos federales se ajustaron en la misma dirección, aunque la magnitud del ajuste no necesariamente fue el mismo en ambas economías, también hay momentos en los cuales la política monetaria de estos bancos centrales no coincidió. Para ilustrar lo anterior se describe la evolución de la política monetaria en México durante los ciclos tanto de incrementos como de reducciones de la tasa de fondos federales, previos a la crisis asociada con la pandemia de COVID-19.

Junio 2004 - Junio 2006

Entre junio de 2004 y junio de 2006, la Reserva Federal incrementó la tasa de fondos federales en 425 puntos base. Por su parte, entre julio de 2004 y marzo de 2005, la tasa de fondeo bancario en México se incrementó en 340 puntos base. El Banco de México destacó que la inflación en el país estaba siendo afectada por choques de oferta, como mayores precios internacionales de materias primas. Si bien se reconoció que dichas perturbaciones eran de carácter transitorio, se consideró que debía evitarse que se contaminara la formación de precios. Como puede observarse en las Gráficas 1b y 1c, la inflación general en México aumentó de 4.37% en junio de 2004 a 5.43% en noviembre de 2004, mientras que la tasa real ex ante en México presentó un ajuste al alza durante este periodo.

Posteriormente, entre septiembre de 2005 y abril de 2006, la tasa de fondeo bancario se redujo en 275 puntos base, mientras la Reserva Federal seguía incrementando la tasa de fondos federales. El Banco de México destacó que la inflación general se había reducido de manera importante y que el panorama para esta había mejorado. Se consideró que lo anterior había generado condiciones para un relajamiento de las condiciones monetarias. Como muestran las Gráficas 1b y 1c, la inflación general en México disminuyó hasta ubicarse en 3.00% en mayo de 2006, mientras que la tasa real registró una reducción.

Septiembre 2007 – Diciembre 2008

Entre septiembre de 2007 y diciembre de 2008, la Reserva Federal redujo la tasa de fondos federales en cerca de 500 puntos base. Por su parte, entre abril de 2007 y agosto de 2008 la tasa de interés en México se incrementó en 125 puntos base. Al respecto, el Banco de México resaltó que diversos choques de oferta habían afectado a la inflación y que su balance de riesgos se había deteriorado. Destacó la importancia de evitar que la formación

de precios se afectara. Como puede apreciarse en las Gráficas 1b y 1c, la inflación aumentó de 3.79% en septiembre de 2007 a 6.53% en diciembre de 2008, mientras que la tasa real se mantuvo relativamente estable en dicho periodo. Posteriormente, en enero de 2009, una vez que la tasa de fondos federales ya se encontraba en el límite inferior de cero, el Banco de México comenzó a relajar las condiciones monetarias en el país. Lo anterior ante una importante contracción económica derivada de la crisis financiera global.

Diciembre 2015 - Diciembre 2018

En diciembre de 2015 y diciembre de 2018, la Reserva Federal incrementó su tasa de referencia en 225 puntos base. Por su parte, el Banco de México incrementó su tasa en 525 puntos base, 300 puntos base más. Cabe señalar que en 2016 la Reserva Federal únicamente aumentó su tasa en la reunión de diciembre, por lo que durante ese año el Banco de México estuvo restringiendo su postura monetaria mientras que la Reserva Federal mantenía sin cambios su tasa. El Banco de México enfatizó la caída en el precio del petróleo y episodios de volatilidad financiera. Asimismo, ante una depreciación significativa del peso mexicano y de otros choques como la liberalización de los precios de la gasolina, consideró que debía procurarse un ajuste ordenado de precios relativos, evitando un desanclaje de las expectativas de inflación. Como puede observarse en la Gráfica 1c, durante este periodo la inflación general en México aumentó de 2.13% en diciembre de 2015 a 6.77% en diciembre de 2017. A partir de ese mes comenzó a disminuir. Por su parte, de acuerdo con la Gráfica 1b, la tasa real en México se fue incrementando a lo largo de este periodo.

Fundamentos Macroeconómicos en México

Finalmente, en la Tabla 2 se presentan algunos fundamentos macroeconómicos de México, previo al inicio de los dos ciclos de incrementos en la tasa de fondos federales previamente referidos. Asimismo, también se muestra la situación de dichos fundamentos previo al inicio del próximo ciclo de aumentos en la tasa de fondos federales. Al respecto, destaca que el déficit de cuenta corriente actualmente es menor que en los ciclos anteriores y que el porcentaje de tenencia de valores gubernamentales en manos de extranjeros ha disminuido.

Tabla 2
Variables Macroeconómicas en México previo a los Ciclos de Alzas de Estados Unidos

Fecha	Cuenta Corriente como % del PIB	RFSP como % del PIB	Valores Gubernamentales en Manos de Extranjeros % de la deuda
2003	-1.14%	2.50%	2.42%
2015	-2.65%	4.20%	36.45%
2020	2.44%	4.00%	24.17%
2021	-0.38%	3.80%	19.50%

Nota: Un valor positivo para los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) indica un requerimiento de recursos por parte del sector público. Para la cuenta corriente un signo negativo representan un déficit y un número positivo un superávit. El dato de los RFSP para 2021 corresponde a la cifra preliminar publicada por la SHCP, mientras que para el resto de los años son valores observados. Los datos para Valores Gubernamentales en Manos de Extranjeros corresponden al promedio de los datos diarios para cada año.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Banco de México y la SHCP.

4. Consideraciones Finales

México es una economía pequeña y abierta por lo que factores externos, como la política monetaria de Estados Unidos, pueden incidir a través de diversos canales sobre los mercados financieros, la economía y la inflación. En este contexto, la postura monetaria por parte de la Reserva Federal es uno de los elementos relevantes para la conducción de la política monetaria en México. No obstante, es importante enfatizar que la inflación puede verse

afectada por la evolución de diversas variables, por lo cual en sus decisiones de política monetaria la Junta de Gobierno toma en consideración la evolución observada y esperada de todos los determinantes de la inflación. En este sentido, como se ha observado en los últimos ciclos de ajustes en la tasa de fondos federales, las respuestas del Banco de México ante los movimientos en dicha tasa han variado dependiendo de las circunstancias, y no necesariamente han seguido, ni deben seguir, una relación uno a uno.

5. Referencias

Ahmed, S., Akinci, O., & Queralto, A. (2021). “U.S. Monetary Policy Spillovers to Emerging Markets: Both Shocks and Vulnerabilities Matter”. *International Finance Discussion Papers, Federal Reserve*.

Caruana, J., (2012). “International monetary policy interactions: challenges and prospects”. Discurso por parte del BIS en la conferencia CEMLA-SEACEN: “The role of central banks in macroeconomic and financial stability: the challenges in an uncertain and volatile world”.

Ca’ Zorzi, M., Dedola, L., Georgiadis, G., Jarociński, M., Stracca, L., & Strasseret, G. (2020). “Monetary Policy and its transmission in a globalized world”. *European Central Bank Working Paper Series No. 2407*.

Hernández, K. (2017). “The Transmission of us Monetary Policy Normalization to Emerging Markets”. *International Spillovers of Monetary Policy*, ed. 1, capítulo 2, pp. 15-30, CEMLA.

Ramos-Francia, M., García-Verdú, S. (2014). “The transmission of US monetary policy shocks to EMEs: an empirical analysis”. *BIS Papers No. 78*.

ⁱ Nota: En la versión electrónica de este documento se puede obtener la información que permite generar todas las gráficas y tablas que contiene dando clic sobre ellas, con excepción de aquella que no es producida ni elaborada por el Banco de México.