



Situación Financiera

Mensual, Julio 2007

Argumento del mes

Los riesgos que amenazan la gradual convergencia de la inflación continúan elevados, por lo que en el corto plazo un ajuste adicional de 25pb en la tasa de fondeo se mantiene latente; no obstante consideramos que la pausa monetaria prevalecerá y que, independientemente de observar un movimiento al alza o no, el margen de relajamiento monetario se abrirá a partir de finales de 2007 y principios de 2008. En este contexto, en el que además sigue dominando un escenario de moderada aversión al riesgo, estabilidad de flujos, y rango acotado en la fluctuación del tipo de cambio, los espacios de inversión en activos denominados en pesos son atractivos, e irán disminuyendo hacia mediados o finales de 2008.

Postura monetaria

Los riesgos que advierten con interrumpir la caída gradual de la inflación en los próximos meses siguen siendo considerables; con relación a los distintos componentes de la inflación, hemos observado información mixta, que refleja por un lado el periodo de transmisión de los choques de oferta a productos específicos, en especial a mercancías de alimentos. Este efecto era esperado y se prevé empiece a perder fuerza en las próximas quincenas. Por otro lado, el resto de mercancías y servicios muestran un patrón de crecimiento de los precios moderado, por lo que han contrareestado parcialmente las presiones. En la medida en que la inflación de mercancías prolongue su entorno adverso, el riesgo de un rebote inflacionario estará presente, ya que sin ésta cediendo la incertidumbre de mayores traspasos aumenta.

Existen riesgos paralelos, como lo es el precio internacional de algunos productos alimenticios (granos), y en general un entorno global de mayor preocupación en cuanto a la inflación. Este contexto ha mantenido activos y precavidos a los distintos Bancos Centrales. En México, seguirá siendo un factor a vigilar las negociaciones salariales, que por lo pronto, siguen mostrando una compensación poco mayor a la inflación y no más (e igual al promedio de los últimos tres años); asimismo, la evolución de las expectativas inflacionarias es un elemento de advertencia por parte de Banxico, las cuales continúan estables pero por arriba de la meta del 3.0%. Difícilmente éstas convergerán a 3.0% mientras no se perciba la materialización de las condiciones que anclarían a la inflación en el objetivo, así como una subyacente poco debajo. Para empezar, se debería observar una inflación en estos niveles por algunos meses, esto impulsaría la credibilidad de que el objetivo se puede alcanzar de manera sostenida en el mediano y largo plazo.

El Banco de México, después de restringir de manera preventiva su política monetaria en abril, ha dejado un tono duro en su comunicado y ha reforzado los argumentos que respaldan actualmente el sesgo restrictivo. Esta estrategia está permitiendo valorar la información entrante sin que el mercado asuma por hecho la finalización de la subida de tasas, y mucho menos descarte próximas bajadas. Nos parece que la posibilidad de una subida adicional en la tasa de fondeo sigue abierta, y dependerá de que los riesgos, hoy elevados, no se deterioren, y se esclarezca el grado de incertidumbre en la determinación de algunos precios. Sin embargo, vemos más probable que el balance de riesgos de la inflación se inclinará hacia una frontera que apoye la prolongación de la pausa monetaria en los próximos meses, con posibilidad de relajamiento a partir de finales del año.

En caso de que Banxico decidiera restringir una vez más las condiciones monetarias, sería el último apretón y dudamos que la tasa de fondeo permanezca en esos niveles por varios meses; esta posibilidad deberá cerrarse a partir de agosto. Pero insistimos, a pesar de los riesgos que sobresalen en la actualidad, continúan perfilándose las condiciones que tenderán a moderar la inflación, por lo que seguimos viendo pausa monetaria.

La estrategia de Banxico en este periodo de presiones inflacionarias (resultado de choques de oferta) que se produjo al mismo tiempo que la economía se desaceleraba, fue acomodar el incremento de la inflación; así, es de esperar que si ésta no disminuye, el Banco Central tendría que volver a restringir para ser consistente. Al acomodar la política monetaria a las presiones inflacionarias, Banxico ha mantenido su postura en un rango neutral, medido ya sea utilizando el nivel de tasas de interés real o nuestro índice de condiciones monetarias. Esto ha sucedido a pesar de que la economía hoy crece a tasas inferiores a 3.0%, lo que significa que no se implementó una política expansiva, mientras predomina un sesgo restrictivo en los comunicados. Conforme la inflación pierda fuerza hacia finales del verano, y la aversión al riesgo internacional mantenga elevados los flujos financieros en activos denominados en pesos, el espacio de relajamiento monetario se abrirá a partir del último trimestre de 2007. Desde nuestra perspectiva,

Ociel Hernández Zamudio
o.hernandez@bbva.bancomer.com
 Servicio de Estudios Económicos
 BBVA Bancomer

Riesgos de corto plazo se mantienen elevados

... mientras la inflación de otras mercancías y servicios modera parcialmente las presiones

Expectativas de inflación ancladas en un nivel ligeramente superior al objetivo

Valoración del balance de riesgos de corto plazo: estrategia de Banxico

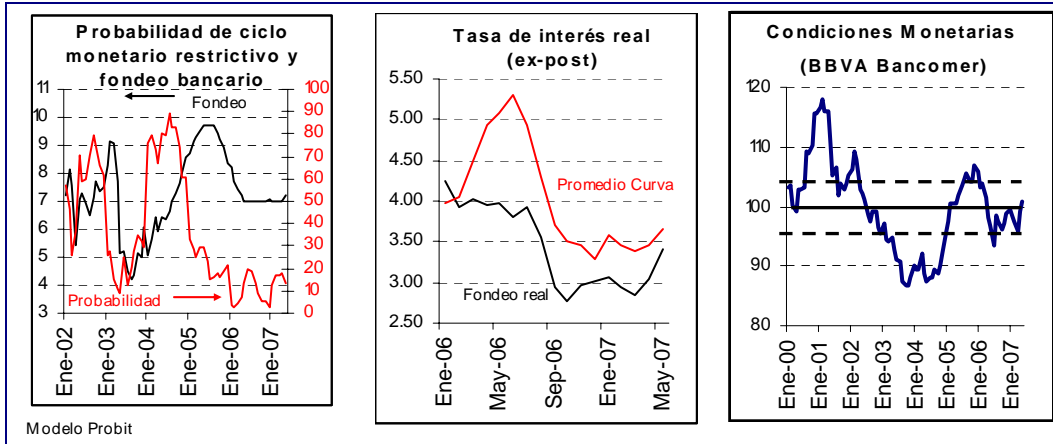
El sesgo de alza de la tasa de fondeo prevalece, pero domina contexto de pausa monetaria

Impera política monetaria acomodaticia

Banxico pudiera seguir implantando una política acomodaticia que evite mantener tasas de interés reales muy elevadas y condiciones monetarias en zona restrictiva por mucho tiempo. Consideramos que mientras se estudian, proponen y debaten las primeras reformas estructurales, y con una inflación cayendo gradualmente al objetivo, difícilmente Banxico impondrá condiciones monetarias restrictivas para acelerar este proceso. El timing del relajamiento dependerá de la velocidad con la que caiga la inflación (sin que necesariamente llegue al objetivo) y del contexto internacional. La interrupción de la pausa monetaria también cabe durante los primeros meses de 2008, cuando la convergencia de la inflación sea más clara, pero el espacio se presentará a partir del último trimestre de este año. Ahora bien, no vemos espacio de bajada de la tasa de fondeo de más de 75pb. La probabilidad que hemos estimado de que Banxico mantenga una política restrictiva, o en su caso, inicie un ciclo restrictivo (dos subidas más) es de alrededor de 15%, mientras que la probabilidad de pausa y relajamiento son superiores al 80%.

Espacio de relajamiento a se presentará a partir del último trimestre de 2007 y primero de 2008

... sin que exista margen de bajada de más de 75pb



La probabilidad de prolongación del ciclo alcista de la tasa de fondeo, en línea con la postura monetaria neutral con sesgo restrictivo

La estructura de tasas y mercado cambiario

En la últimas semanas la volatilidad del mercado doméstico aumentó, sin embargo, ésta estuvo bastante acotada y sólo alteró la incertidumbre de la parte corta de la valuación de distintos activos, por ejemplo, en el tramo corto de la estructura de la volatilidad implícita de las opciones del peso, o en la estructura de volatilidad de los swaps de tasas de interés. En general, el mercado ha estado reactivo a dos eventos: por un lado la especulación en torno a los efectos positivos de la propuesta de reforma fiscal, y potencial aprobación, mantuvo en su momento una curva bastante plana que a tan sólo dos días antes de la decisión de Banxico se mantenía ajena a la posibilidad de una subida de la tasa de fondeo; posteriormente, el precio de los bonos en casi todos sus plazos incorporó una prima de riesgo adicional ante la mayor relevancia en el contexto internacional de los riesgos inflacionarios. Este hecho ha propiciado el repunte de las tasas de interés de referencia de algunos Bancos Centrales, y preservado el sesgo restrictivo de algunos otros. En EUA los treasuries de largo plazo repuntaron significativamente (10 años), dejando prácticamente flat la curva en EUA por algunos días.

Repunte en la incertidumbre en los mercados acotada y temporal

La prolongada subida de las tasas de interés de largo plazo de EUA se interrumpió y corrigió a la baja. Esta corrección se debe en parte la indefinición de un escenario de mayor inflación. La reciente evolución del mercado sub-prime sigue dejando dudas sobre el panorama del sector inmobiliario y, en consecuencia, sus efectos en la economía. Así, el nerviosismo volvió a repuntar en los mercados; la crisis de los dos hedge funds de Bear Stearns ha puesto de manifiesto la incertidumbre sobre la valoración de algunos colaterales mantenidos por intermediarios financieros. Pueden aparecer problemas en otros hedge funds, pero no prevemos un problema sistémico, por lo que la deuda de gobierno podría seguir actuando como activo refugio en el corto plazo. A pesar del repunte de la morosidad en el segmento del crédito sub-prime en 44pb, hasta el 13,77% en el primer trimestre de 2007, el menor peso de este tipo de préstamos en el total hipotecario ha llevado a un descenso de la morosidad total de 9pb para cerrar el primer trimestre en el 4,84%. La morosidad del segmento Prime ha sido relativamente constante en el 2,58%, tras aumentar 1pb en el trimestre.

...a pesar del repunte en el nerviosismo con relación al mercado sub-prime en EUA

En suma, la estructura de tasas se debate entre el optimismo por reformas económicas, recuperación de la actividad, gradual caída de la inflación, y los riesgos internacionales. Es de destacar que ninguno de los movimientos de la curva incorporó adicionalmente un escenario de riesgo inflacionario doméstico. Es decir, la curva no ha reflejado ni la posibilidad del inicio de un ciclo restrictivo (sólo la parte corta ha reflejado por momentos la probabilidad de una subida adicional), ni de relajamiento; la coyuntura inflacionaria y el sesgo restrictivo de Banxico han

Optimismo por reformas vs riesgo inflacionarios internacionales domina el comportamiento del mercado de bonos

influido en este dinamismo. En este sentido, pensamos que es importante aprovechar la parte larga de la curva en situaciones de mayor incertidumbre internacional, ya que conforme domine el escenario de desaceleración gradual de la economía en EUA, y se cuantifique como acotadas las presiones inflacionarias actuales (nuestro escenario base), el riesgo de que se diluya la liquidez internacional también perderá fuerza.

El nivel de tasa de interés real internacional está en el límite, hoy en día ya se encuentra en un rango neutral (tomando en cuenta EUA, UE, JPN, y RU). El rango de neutralidad de la tasa de interés real ponderada se hallaría entre 2.3% y 2.9%, que es el nivel de crecimiento potencial ponderado de estos países. Nos encontramos en el límite porque si la tasa Fed acompañara al BCE (esperamos dos subidas más en el año) en su política monetaria, el atractivo por bonos domésticos se vería sumamente deteriorado. Uno de los factores principales que ha contribuido en la liquidez internacional y en un mayor apetito por riesgo ha sido la postura monetaria internacional de economías desarrolladas, que después de conservarse en rangos bastante expansivos, las tasas de referencia han subido por varios trimestres sin que en conjunto alcancen una postura restrictiva todavía. No prevemos en este momento que la Fed vaya iniciar un ciclo restrictivo o que el BCE le quede mucho camino por recorrer en su alza de tasas, por lo que a pesar de que todavía se observan datos mixtos, nos parece que la liquidez proveniente de esta fuente no se acabará; así, el apetito por riesgo en activos domésticos tenderá a fluctuar en los niveles actuales, bastante elevados con relación a la evolución histórica de este indicador en nuestro país, y sujetos al balance entre incertidumbre de tasas de interés internacionales y optimismo por reformas.

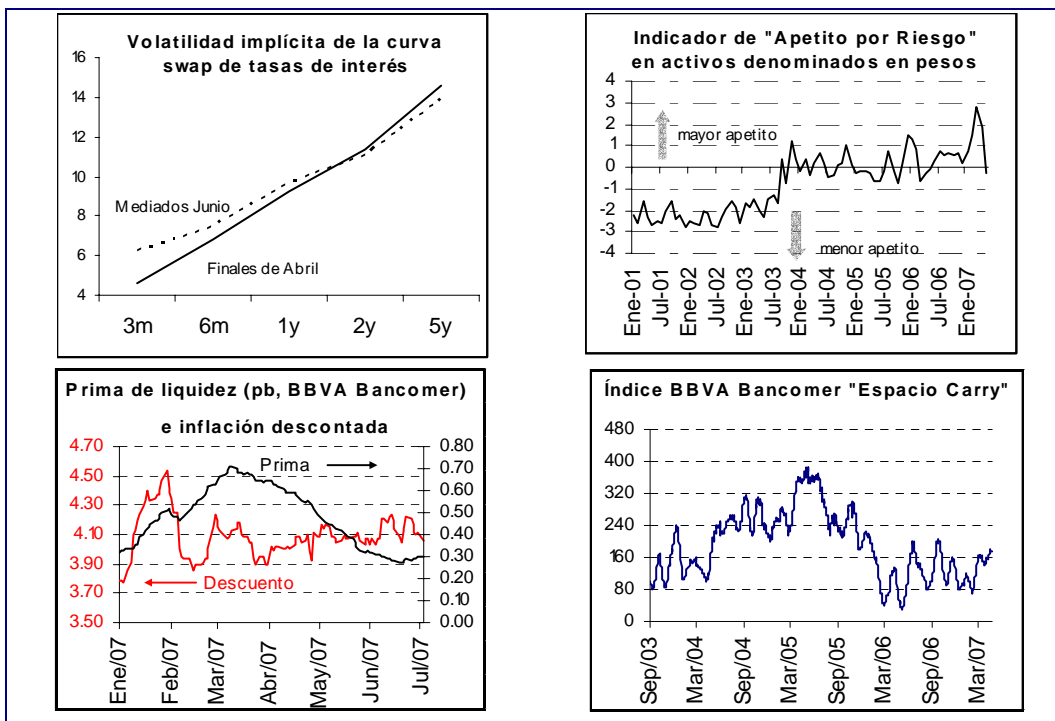
En el corto plazo el riesgo doméstico está dado por la coyuntura inflacionaria, que a pesar de que ha sido sometida por el optimismo por reformas y cambios en la percepción de riesgo internacional, prevalece latente la posibilidad de una restricción adicional de las condiciones monetarias. Esta incertidumbre ha impedido que se materialice una curva plana o invertida durante los lapsos de optimismo en el mercado. Si Banxico permitiera una subida adicional de 25pb, creemos que sería la última, por lo que habría que mantenerse atentos a los niveles que la curva podría alcanzar. Vemos como más probable la prolongación de la pausa, por lo que niveles poco por arriba de 7.7% en la tasa de 10 años ya son sumamente atractivos. Nuestros indicadores de espacio de inversión en activos denominados en pesos apuntan entrada; esto es resultado de que el repunte en la volatilidad fue muy moderado y temporal, y que existe una mayor probabilidad de caída de las tasas de interés a lo largo de la curva que de subidas (a pesar del riesgo de corto plazo de una subida más en la tasa de fondeo).

La estructura de la curva se mantiene neutral tanto a un escenario restrictivo como de relajamiento

La postura monetaria internacional está en rangos neutrales, y es probable que se mantenga en esa zona

El apetito por riesgo se mantiene elevado

Aunque con mayores riesgos en el corto plazo, sigue habiendo espacios de inversión en activos en pesos.



El reciente incremento en la volatilidad estuvo acotado y dejó los niveles de apetito por riesgo en niveles aún elevados

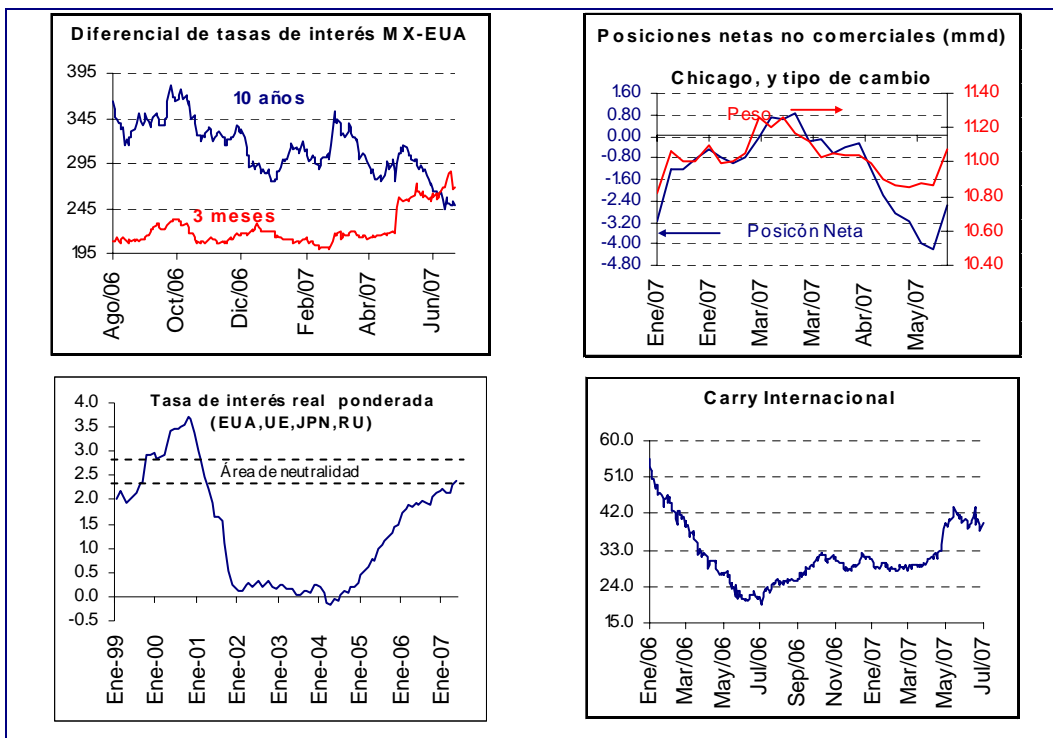
El movimiento de la curva en México incorpora un ligero repunte en la prima de liquidez sin descontar un escenario de mayor inflación, por lo que el espacio de inversión sigue apuntando entrada en bonos domésticos.

1) Prima de liquidez es el residual que descuenta la proporción de crecimiento económico en el spread de tasas de interés, y el riesgo de inflación e inflación esperada, ajustado por la probabilidad implícita de cambios de política monetaria. Inflación descontada representa la inflación esperada más la incertidumbre nominal descontada en el mercado financiero. 2) Índice "Espacio Carry" es el resultado de la sumatoria hacia adelante del diferencial de tasas internacionales, menos la sumatoria hacia adelante del cambio de las tasas de interés en el mercado de deuda doméstica, más la sumatoria hacia adelante de los ajustes cambiarios. 3) * Evolución de la pendiente GMM de estimar los payoffs en el mdo. de deuda en un horizonte de un mes, contra la volatilidad observada o implícita (1mes-3meses), ponderado por arbitraje cambiario (ventana móvil de 100 días corrigiendo por traslapes).

El mercado cambiario también se vio dominado por el entorno local (reformas) y riesgo inflacionario internacional. Hemos mencionado que estructuralmente el rango de fluctuación del peso es estrecho en el mediano plazo, y así es como se ha comportado en los últimos meses. Al igual que en la parte larga de la curva, al peso le afecta negativamente el hecho de que el mercado descuenta la probabilidad de mayores subidas de la tasa Fed. Pero en la medida en que este evento no se manifieste, y conservemos nuestro escenario de desaceleración gradual en México hacia 3.2% en el año, con recuperación a partir del segundo semestre, la estabilidad del peso permanecerá.

Prevalecen condiciones de rango de fluctuación acotado y fortaleza cambiaria

Seguimos afirmando que la estabilidad del tipo de cambio (rango de 10.8-11.0 pesos por dólar) para finales de 2007 se sustenta en la alta probabilidad de que la inflación empiece a disminuir gradualmente, del ancla que representa la posibilidad de que se apruebe la reforma fiscal y continúen planteándose sobre la mesa el análisis de reformas adicionales, de la estabilidad del dólar euro, del grado de liquidez financiera internacional, que incluye, la ausencia de un escenario de caída súbita de los precios del petróleo y, finalmente, de que los rendimientos de los bonos son todavía atractivos dado el nivel de riesgo percibido. Esto últimos factores son los que han mantenido abierta las inversiones a través del carry internacional en nuestro país. Asimismo, reiteramos que hacia mediados o finales de 2008 este rango se verá ligeramente presionado como resultado de que las tasas de interés domésticas estarán probablemente alcanzando sus mínimos y de una menor posición favorable del déficit de cuenta corriente; las presiones pudieran estar moderadas en parte por las características de crecimiento económico del país, que de perfilarse un contexto de ligero mejoramiento productivo, se acotaría el margen de ajuste y seguiríamos observando periodos de fortaleza del tipo de cambio real.



Aunque el diferencial de tasa de interés México-EUA ha mostrado una caída en sus plazos largos, ajustado por riesgo este diferencial se mantiene atractivo

... lo que mantiene elevado el carry internacional en pesos; política monetaria internacional clave en la evolución de riesgos internacionales.

1) El "Carry internacional" es el diferencial de tasas internacionales ponderado por la volatilidad implícita de las opciones del peso

Riesgos y Escenarios México:

Escenario Base: Entorno de desaceleración de la actividad (México y EUA) que contribuye a acotar alzas inflacionarias (presiones se diluyen hacia el final del año). Esperamos un crecimiento de 3.2% para 2007 e inflación anual de 3.6%. Moderación tenue de flujos internacionales. Periodos de volatilidad acotada ante incertidumbre sobre el desempeño de la economía de EUA y elevada inflación. Espacio de relajamiento monetario se abre a partir del último trimestre del año, sin que éste sea expansivo, sólo para acomodar la política monetaria.

Sesgo monetario de corto plazo o prolongación de pausa. Con el fin de continuar con su estrategia preventiva, Banxico pudiera optar por subir en 25 pb más la tasa de fondeo, o si algún muy mal dato de inflación en Julio o Agosto justifica la restricción. Sólo en un contexto en el que la inflación no ceda (con poca probabilidad por el momento), y volvamos a observar incrementos en la inflación, Banxico entraría en una fase monetaria restrictiva (o de prolongación de pausa en 2007 pero se relajan las condiciones monetarias en 2008). La diferencia entre este escenario y el base entre finales de 2007 y el año 2008 es el timing del acomodo monetario.

Escenario Alternativo (Mayor desaceleración en EUA): Este escenario asume una mayor desaceleración en EUA en un contexto en el que la inversión no residencial no se recupera, con implicaciones mayores para el crecimiento en México para 2007 y 2008 (de 2.7% y 2.3% respectivamente). La política monetaria acelera el relajamiento monetario pero hasta 4T07. Este escenario es compatible con menores tasas de interés y un tipo de cambio un poco más depreciado.

Escenario Optimista (“Reformas”). Euforia por aprobación de reformas genera mayor apetito por activos mexicanos bajo un entorno internacional relativamente estable.

Escenario Base				Sesgo (prolongación de pausa)				Escenario Reformas			
	Fondeo	M10	Peso		Fondeo	M10	Peso		Fondeo	M10	Peso
2007	6.75	7.30	11.00	2007	7.25	7.60	10.80	2007	6.75	6.90	10.55
Promedio	7.06	7.58	11.04	Promedio	7.20	7.50	10.70	Promedio	6.94	7.28	10.74