

Banxico Watch

11 de marzo 2008

Esperamos que inicie relajamiento monetario en los próximos meses,

- La esperada moderación del crecimiento en México (y los mayores riesgos a la baja en el crecimiento de EEUU), la fortaleza del tipo de cambio real con EEUU, la estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo y de los salarios, así como el hecho de que los choques de oferta (IETU, alimentos, materias primas) no han afectado la formación de precios, son factores que apuntan a un buen desempeño de la inflación hacia adelante.
- Ante la expectativa de una gradual caída de la inflación hacia la meta (convergencia en 2009), seguimos anticipando que Banxico se inclinará por un relajamiento preventivo en los próximos meses.
- Aunque creemos que Banxico no cambiará su postura monetaria en esta reunión, el comunicado ya es neutral y los riesgos podrían justificar bajadas preventivas; es decir, el espacio de relajamiento está abierto.

El balance de riesgos continúa cambiando

El riesgo de recesión en EEUU y los cambios en la comunicación de Banxico¹ nos hacen mantener la previsión de inicio de un ciclo de relajamiento monetario en los próximos meses. El "timing" de la primera bajada depende del grado de deterioro en las perspectivas de EEUU y de si Banxico opta o no por una acción preventiva. Dado que el rezago con el que influye la política monetaria es muy superior al rezago de contagio de la desaceleración de EEUU a la economía mexicana, podría ser prudente una bajada. En una primera etapa, Banxico podría retirar en los próximos meses las dos subidas preventivas de 2007.

En semanas recientes, los indicadores oportunos de EEUU siguieron registrando, en su mayoría, sorpresas negativas. En particular, los indicadores de expectativas y confianza se ubican en niveles consistentes con periodos de recesión. En este contexto, la comunicación de la Reserva Federal ha sido clara: pese a la resistencia a la baja de la inflación, su principal motivo de preocupación en este momento es el crecimiento económico. Recientes discursos de miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) sugieren que continuará el ciclo de relajamiento monetario en ese país, lo cual podría ampliar aún más el diferencial de tasas de interés entre México y EEUU. Lo anterior ha apoyado la fortaleza del tipo de cambio real del peso frente al dólar que, junto al ligero aumento de la tasa de interés real doméstica, está restringiendo las condiciones monetarias en un año en que se desacelerará la actividad económica.

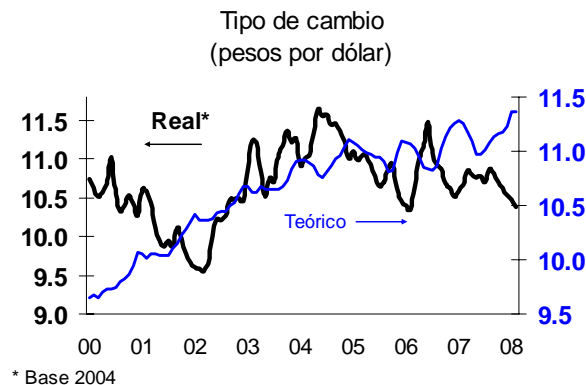
El crecimiento económico en México de los últimos dos trimestres de 2007 ha sido sólido, y esperamos un crecimiento anual similar en este 1T08; no obstante, el crecimiento de la producción industrial mensual está prácticamente estancado desde inicios de 2007, y los datos de la economía de EEUU vinculados con este sector apuntan a un mayor deterioro. Por su parte, el sector servicios, pilar de la fortaleza de la demanda interna, ya muestra una desaceleración, si bien suave. A esto se suma una generación de empleo menos vigorosa que sustenta una moderación suave en el ritmo de crecimiento del consumo.

En suma, conforme la actividad económica en México continué resintiéndose los efectos negativos de la pronunciada desaceleración en EEUU, prevalezca la

Javier Amador
javier.amador@bbva.bancomer.com

Ociel Hernández Zamudio
o.hernandez@bbva.bancomer.com

Próxima Reunión: 14 de marzo de 2008
 No esperamos cambio en el objetivo del fondeo bancario: 7.50%



Fuente: BBVA Bancomer

¹ En una primera etapa, cambiando el lenguaje del comunicado a un tono neutral, y en recientes declaraciones públicas, el gobernador del Banco de México señaló que "se está ampliando el diferencial de tasas de interés entre México y EEUU, y esto obviamente llevaría a la conclusión de que habría que buscar una política monetaria también anticíclica".

estabilidad del tipo de cambio real, y las tasas de interés reales domésticas se mantengan en niveles mayores a 2.0%, se consolidará una caída gradual de la inflación hacia la meta en los tiempos previstos (Banxico prevé que se alcance en 2009). Así, a pesar de que los riesgos inflacionarios no han desaparecido y los niveles actuales de inflación son todavía elevados, estimamos que en este momento dominan los factores que compensarían las presiones sobre los precios. Los riesgos al alza se concentran en la evolución del precio de los alimentos, resultado de los choques observados en el mercado internacional en materias primas, y el todavía incierto efecto final del IETU (que por ahora no se ha visto). Sin embargo, para un banco central es muy importante constatar que estos choques no han afectado la formación de precios, expectativas y salarios.

Mercados y analistas ya descuentan relajamiento

Si bien la inflación se sitúa ligeramente por encima de la banda superior del rango de variabilidad del objetivo de Banxico—, ésta había sido menor a la esperada por el consenso durante enero y la primera quincena de febrero, hasta el dato mensual de febrero (ligeramente mayor al esperado). Pese a ello, continúa ubicándose cerca del rango mínimo de la trayectoria estimada por Banxico para el 1T08 y sigue sin contaminar expectativas. El que la inflación esté teniendo un desempeño más favorable que las previsiones de Banxico (y de los analistas) y las expectativas estén controladas, es determinante para que un banco central cuyo objetivo fundamental es controlar la inflación, pueda iniciar un ciclo de relajamiento monetario ante la expectativa de un menor ritmo de expansión (menores presiones de demanda). Esto ya abre la puerta a retirar las alzas preventivas de 2007 ya que parece difícil que ante el debilitamiento de la economía, y con riesgos de menor crecimiento, la continuación de algunas presiones inflacionarias pudiera afectar la formación de precios.

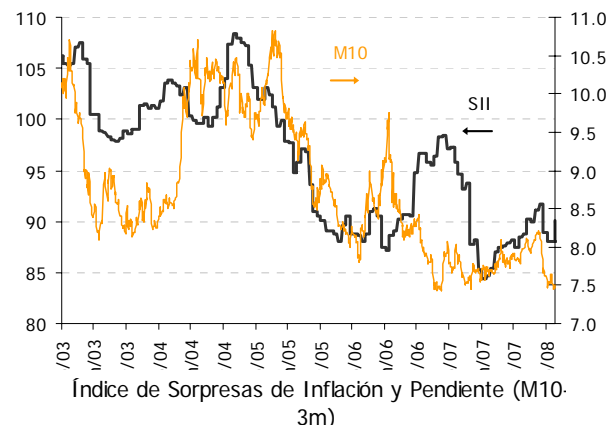
Además, dado que podrían acumularse sorpresas positivas en inflación en los próximos meses, las expectativas podrían disminuir un poco más, lo que le abriría la puerta a un mayor relajamiento monetario que esos 50 pb, si bien ya hacia la segunda parte del año. En su comunicación, Banxico ha indicado que estarán atentos a que el cumplimiento de la meta de 3% se “de en los tiempos previstos” (2009). Las previsiones de inflación de Banxico son elevadas, por lo que la probabilidad de que se presenten sorpresas positivas y que se produzca una convergencia más rápida de la inflación con la meta, es alta.

Las sorpresas positivas en inflación a inicios de año, aunado a otros factores, se tradujeron en menores rendimientos de largo plazo y un aplanamiento de la curva de rendimiento (véase gráficas), consecuencia del ajuste de las expectativas de los analistas y el mercado (véase cuadros) durante 2008. A principios de año, menos de la mitad de los analistas descontaban relajamiento monetario en 2008, ahora lo hacen casi un 70%. Por su parte, en enero, los mercados no asignaban ninguna probabilidad a un recorte de la tasa de fondeo en los siguientes tres meses y sólo asignaban una probabilidad implícita de 58% a un relajamiento monetario de 25pb en los siguientes seis meses; ahora asignan una probabilidad de 100% que habrá un recorte en los próximos 3 meses y descuentan con elevada probabilidad un relajamiento de 50pb en 2008.

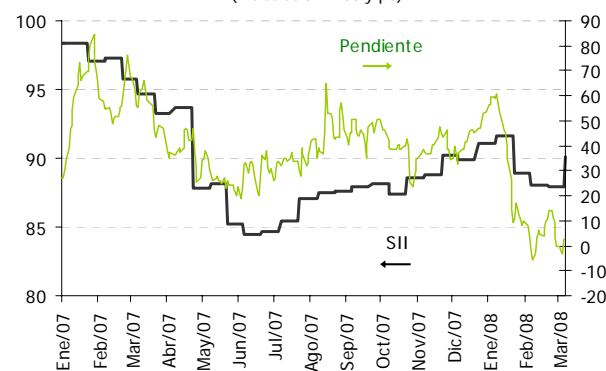
Conclusión

La posibilidad de que la inflación registre incrementos mensuales menores a los esperados en los próximos meses, el anclaje de las expectativas de inflación, los crecientes riesgos a la baja sobre el crecimiento económico, y los aumentos esperados en el diferencial de tasas de interés entre México y EEUU, son factores que apuntan a una mayor probabilidad de relajamiento monetario en 2008. Seguimos previendo que Banxico se inclinará por un relajamiento preventivo de la política monetaria en los próximos meses. Esta estrategia sería simétrica a las restricciones preventivas de 2007, cuando ante las mayores presiones inflacionarias subieron la tasa de fondeo bancario para evitar un deterioro de las expectativas.

Índice de Sorpresas de Inflación y M10
(Índice Jul02=100 y %)



Índice de Sorpresas de Inflación y Pendiente (M10-3m)
(Índice Jul02=100 y pb)



Fuente: BBVA Bancomer

Expectativas de Analistas (fondeo, %)

4 de Marzo **68% Espera Relajamiento**

2008 (fdp)

Mediana	7.00
Promedio	7.14
Mínimo	6.50

Expectativas de Política Monetaria (Mercados)

Probabilidades implícitas descontadas en la curva swap T1IE28*

7 de marzo de 2008

	7.25	7.00
3 meses	100	26
6 meses	100	60
1 año	100	98

Hace un mes (7 de febrero de 2008)

	7.25	7.00
3 meses	63	0
6 meses	100	38
1 año	100	83

* Cálculo propio: derivación del fwd implícito y de la prima de riesgo