Nota de síntesis del Comité CFO: perspectivas macroeconómicas 2022 para México: de la reapertura a la "normalización"

- Fecha del Comité: 17 de febrero de 2022 de las 6:00pm a las 7:30pm

- Líderes del Comité:

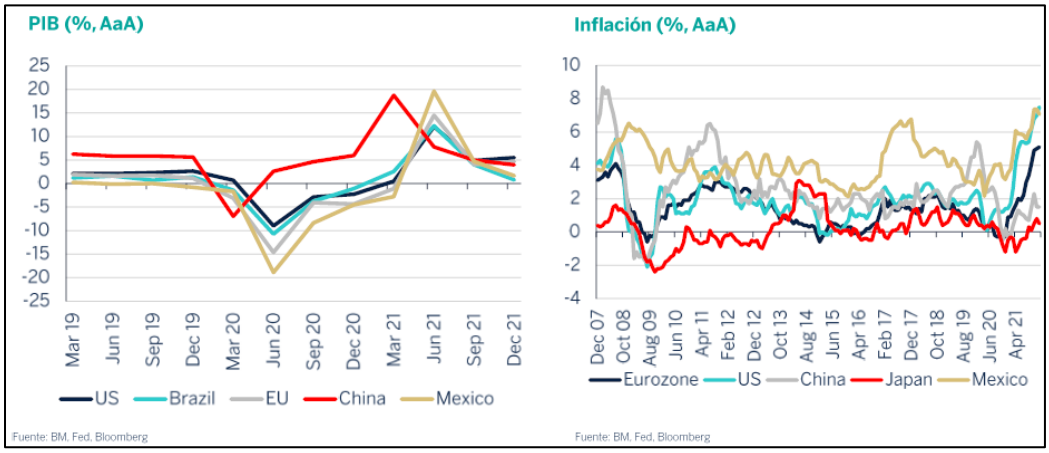
Bénédicte Mermet, *Directora Financiera de México y Centroamérica en Lesaffre.*

Pierre Combette, *Director Financiero en Eutelsat Américas*

- Ponente:

Miguel Ángel Iturribarria Araujo, *Analista y Estratega de México en BBVA Global Strategy & Research*

1) Después de la pandemia



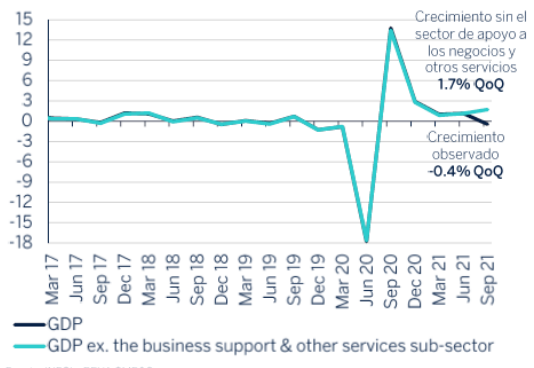
Partimos de una crisis especialmente fuerte y no saldremos de ella sólo con la aplicación de una política monetaria, también fue necesaria la implementación de una política fiscal. Será importante la coordinación al implementar ambas políticas.

Gráfico sobre el PIB: Podemos observar un periodo de recuperación particularmente fuerte y simétrico entre los diferentes países. Esto responde al hecho de que los bancos centrales han aplicado políticas de estímulo, y también políticas fiscales expansivas. También hay que tener en cuenta el contexto laboral: con la pandemia se han perdido muchos empleos y la movilidad es un factor muy importante para el crecimiento económico.

Gráfico sobre la inflación: Hubo una rápida salida a la severa recesión, pero se pierde impulso en un entorno de mayor inflación. La inflación no es el tema después de la recesión, sino su origen. Es interesante ver a qué responde la inflación: responde a la implementación de políticas monetarias expansivas que nunca habíamos visto, como la inyección de liquidez, también a la aplicación de políticas fiscales de grandes egresos que han generado déficits presupuestarios. Además, para estimular la economía, tanto la FED como el BCE han estado comprando bonos corporativos. También, a causa de la pandemia, los países cerraron fronteras y, por lo tanto, acumularon retrasos en la producción: por ello, existe una capacidad instalada real para producir, pero ahora nos enfrentamos a cambios estructurales, ya que la gente ha cambiado su forma de consumir. También hay que tener en cuenta el papel desempeñado por el aumento del precio de los productos energéticos específicos del mercado mexicano, como el petróleo y el gas, que aportaron más de la mitad de la inflación.

2) <u>¿Se encamina México a una nueva recesión?</u>

PIB y PIB sin servicios de outsourcing (Va. % t/t)



Fuente: INEGI y BBVA GMR&S

La estimación oportuna del PIB muestra un crecimiento de 5.0% a/a en 2021, pero con una desaceleración fuerte en el segundo semestre
Crecimiento PIB 2021 (%)

	QoQ	YoY	2021 vs 2020
Timely GDP	**-0.1%**	**1.0%**	**5.0%**
Primary activities	0.3%	4.8%	2.7%
Industrial production	0.4%	1.6%	6.8%
Services	-0.7%	0.1%	4.2%

Creemos que el crecimiento de 2022 será de alrededor de 2.0%
Escenarios de crecimiento para 2022 (%)

	Constant quarterly growth in 2022		
	0.00%	**0.50%**	**1.00%**
2022 GDP annual growth	-0.08%	1.17%	2.44%

Fuente: BBVA GMR&S

Desde el tercer trimestre de 2021, observamos una recesión en el mercado mexicano.

Gráfico sobre el PIB y el PIB sin servicios de outsourcing: La reforma al outsourcing ha provocado un fuerte rezago en el crecimiento. Sin embargo, ya había algunas tendencias previas, desde finales de 2018, el crecimiento tenía tendencia a la baja: los factores de sensibilidad anteriores a la pandemia permanecieron allí y no desaparecieron.

La estimación oportuna del PIB muestra un crecimiento de 5% a/a en 2021, pero con una desaceleración fuerte en el segundo semestre: Hay diferentes áreas simétricas de crecimiento en el mercado mexicano, pero el mercado aún tiene algunas dificultades de crecimiento.

Creemos que el crecimiento de 2022 será de alrededor de 2%

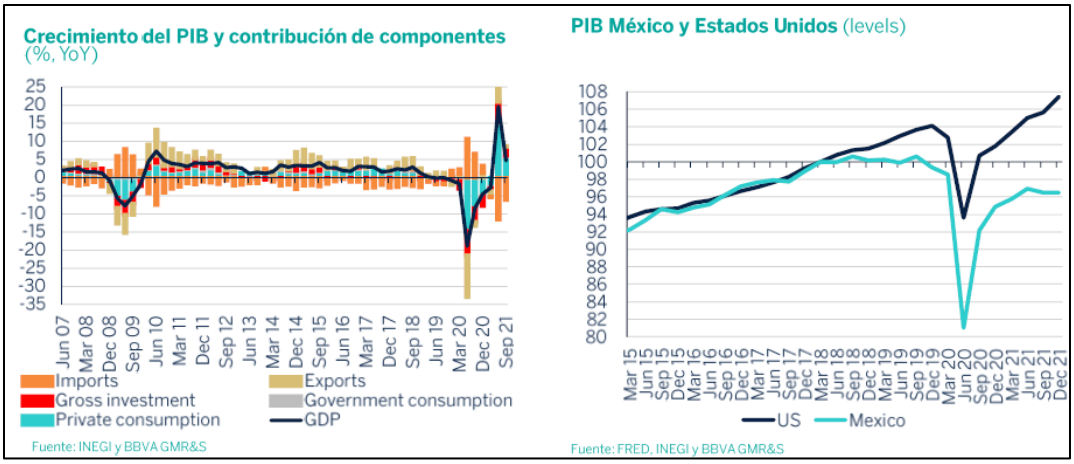
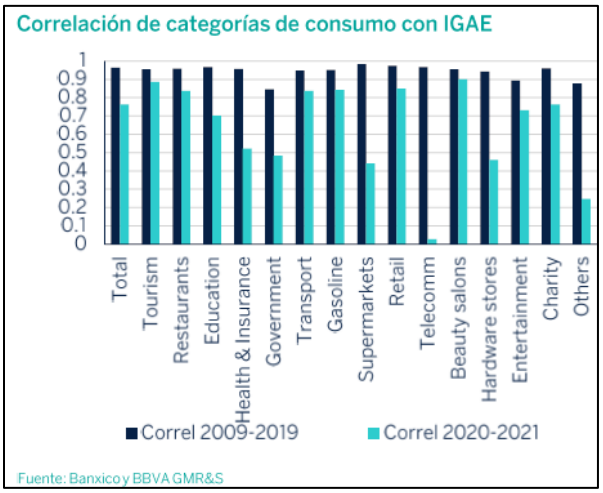


Gráfico sobre el crecimiento del PIB y contribución de componentes: Hay dos componentes del PIB, el consumo privado, que varía mucho, y el tema de la creación de empleo real. De estos dos componentes se desprende un mejor comportamiento de las exportaciones.

3) <u>Los sectores que se desvincularon del ciclo y de la movilidad son los grandes ganadores de la pandemia</u>



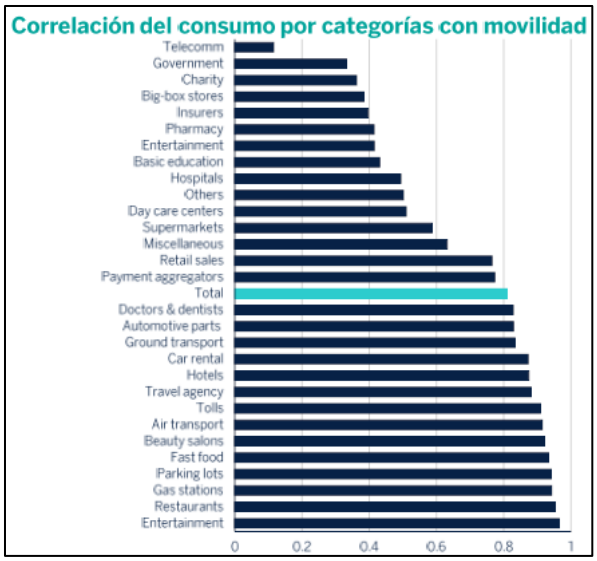


Gráfico sobre la correlación de categorías de consumo con IGAE: Observamos que los medios de consumo tienen magnitudes bastante similares. Los sectores más afectados por la pandemia son, por supuesto, el turismo, la industria restaurantera, etc.

Gráfico sobre la correlación del consumo por categorías con movilidad: La movilidad, que proviene de los medios de consumo, es una variable bastante importante y explica gran parte de la recuperación. La movilidad no pierde su relevancia: ¡Todavía hay un espacio para recuperarse!

4) <u>Los cuellos de botella en las cadenas de suministro se reflejan en la divergencia entre exportaciones e importaciones</u>

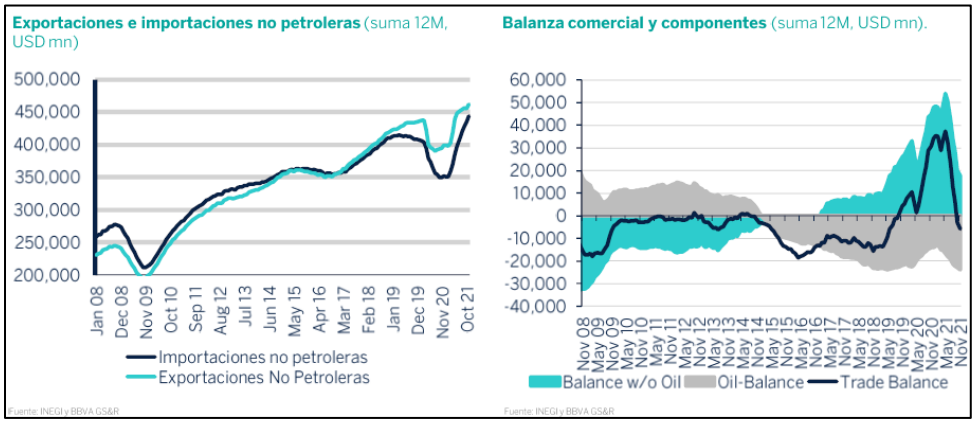


Gráfico sobre las exportaciones e importaciones no petroleras: Estamos quitando el efecto petróleo, ya que hay recortes en la producción de éste. Las exportaciones crecen (gran parte de la producción de petróleo se exporta a Estados Unidos) pero las importaciones no tanto. De hecho, el mercado mexicano no demanda muchos bienes importados, ya que la economía es bastante débil por la pandemia.

Gráfico sobre la balanza comercial y los componentes: Los gaps indican que exportamos más de lo que importamos.

5) <u>La industria no manufacturera no ha podido recuperarse completamente a pesar de la fuerte demanda en EEUU</u>

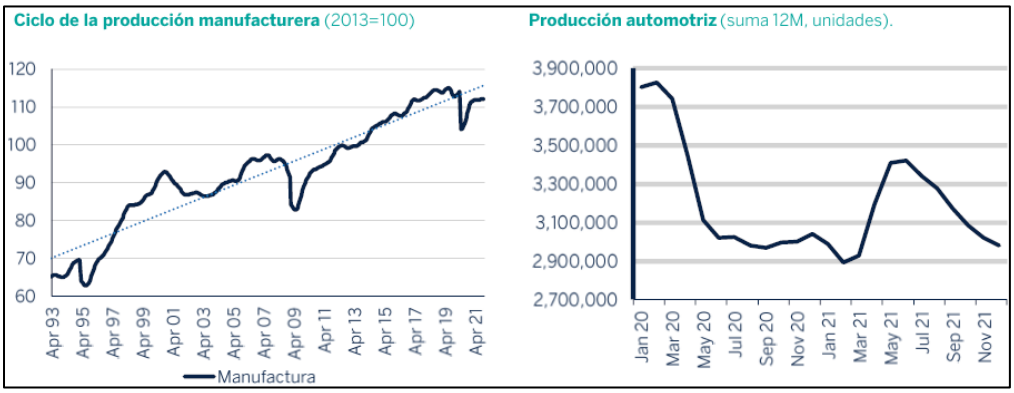


Gráfico sobre el ciclo de la producción manufacturera: La industria manufacturera, sector que funciona bien, crece más que los servicios públicos. Es una buena contribución a la recuperación: el gráfico nos muestra que probablemente nos recuperaremos hasta la línea de puntos.

Gráfico sobre la producción automotriz: Las ventas de vehículos nuevos disminuyeron con la pandemia, ya que la gente se movió menos y salió menos de sus casas: así, hay un cambio estructural. Hay indicios de una buena recuperación, pero es poco probable que volvamos a la situación anterior a la pandemia para este sector: ¿sería un sector especialmente frágil?

6) En general el Mercado laboral se mantiene débil

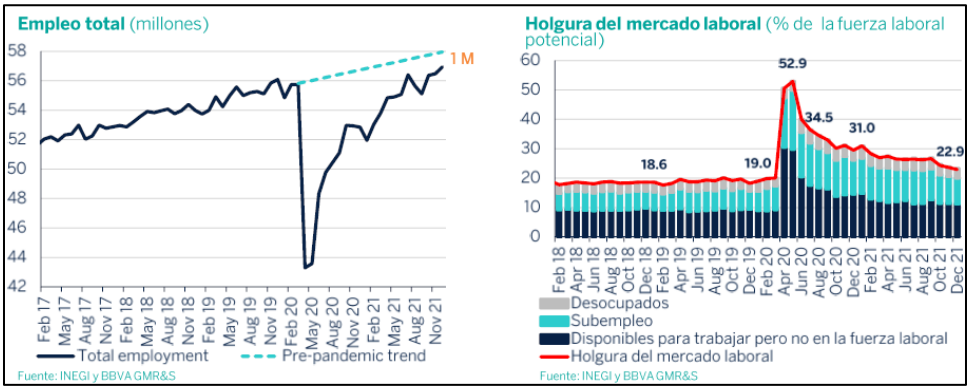
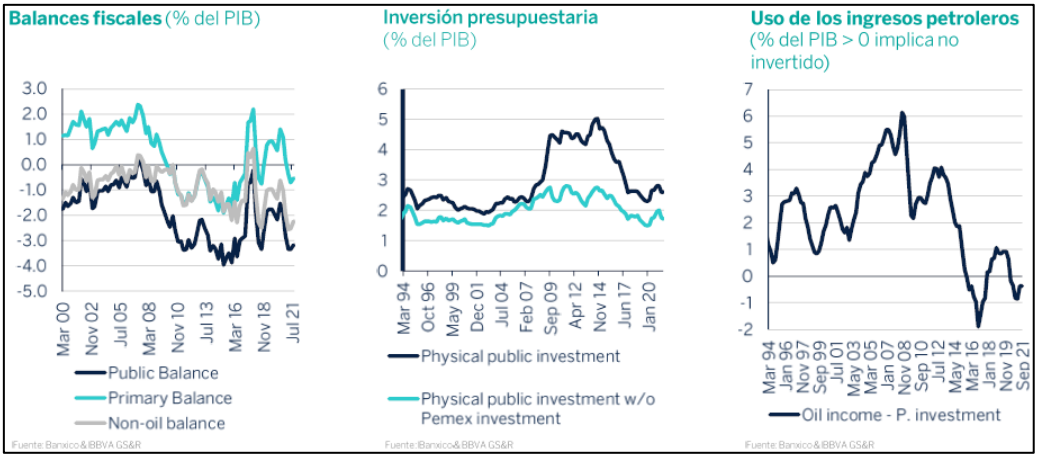


Gráfico sobre el empleo total: Podemos observar una fuerte caída, por culpa de la pandemia. Lo que ha faltado son políticas contra cíclicas: entonces la recuperación será más larga. Necesitamos políticas fiscales para ayudar a los distintos sectores (la línea de puntos es la tendencia general).

Gráfico sobre la holgura del mercado laboral: Este gráfico muestra el porcentaje de trabajadores a los que les gustaría buscar un trabajo mejor que el que tienen**.** Todavía estamos en un nivel de holgura del mercado laboral más alto que antes de la pandemia.

7) La postura fiscal austera lleva a bajos niveles de inversión publica



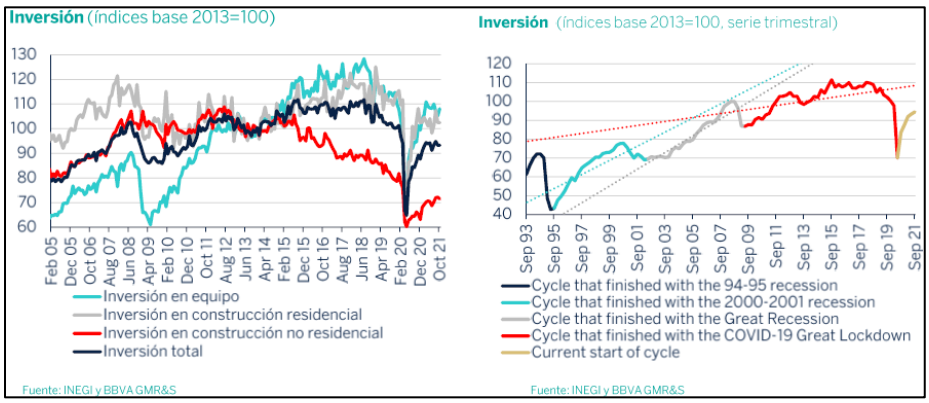
Por supuesto, el nivel de inversión pública depende en gran medida de las políticas fiscales y, por lo tanto, está influenciado por los cambios en la presidencia. Nos enfrentamos a políticas más austeras.

Gráfico sobre los balances fiscales: Estos se han venido cerrando debido a la pandemia.

Gráfico sobre la inversión presupuestaria: Necesitamos una inversión pública y privada bien digeridas.

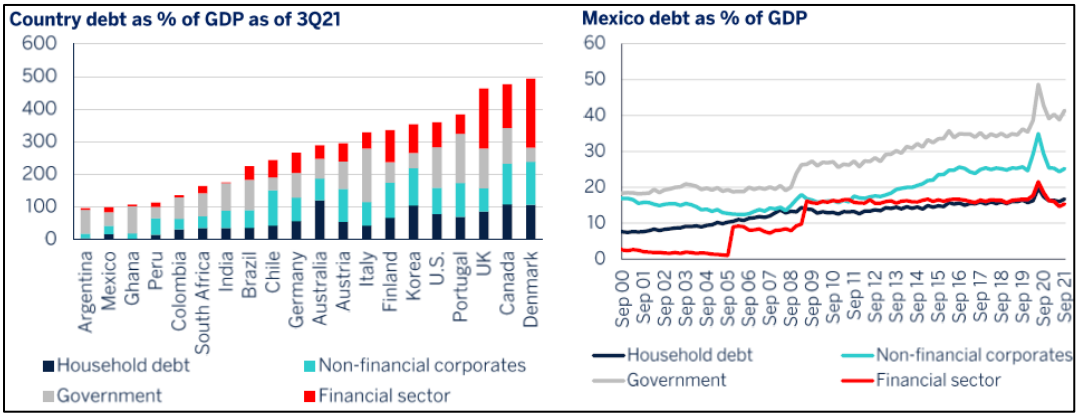
Gráfico sobre el uso de los ingresos petroleros: El precio del petróleo es bastante fuerte, pero antes era bajo. En efecto, los ingresos del gobierno cayeron, y, entonces, el gasto se tuvo que recortar. La austeridad sigue y no se puede llevar a cabo inversión mejorando la situación, ni púbica ni privada.

8) <u>El desplome de la inversión puede presagiar un periodo prolongado de menor crecimiento</u>



Gráficos sobre la inversión: Podemos observar las distintas crisis económicas. Como se ve, la inversión comparada con las crisis económicas, cada vez se ha aplanado más: la crisis ha empeorado. Ahora estamos en un nivel de 2013...

9) <u>Los niveles de endeudamiento son menores con relación a otros países</u>



México tiene una política fiscal bastante austera, lo cual ayuda a tener una calificación crediticia estable pero no ayuda mucho al crecimiento económico.

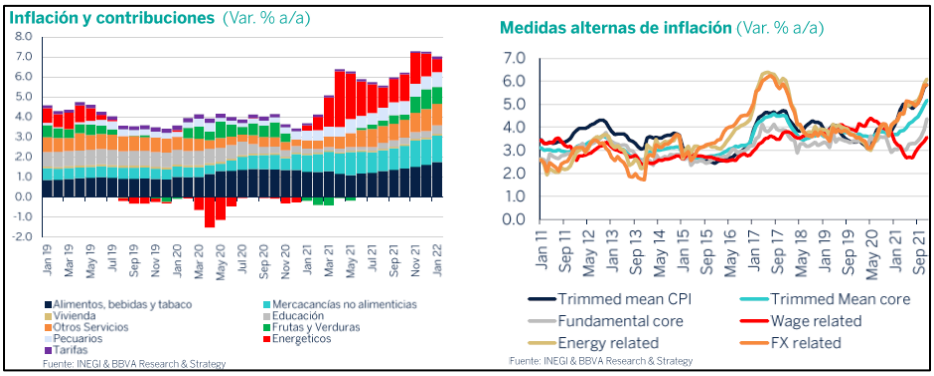
Gráfico sobre country debt as % of GDP as of 3Q21: La deuda aumentó con la pandemia como porcentaje del PIB. ¡Pero la deuda todavía es pequeña! La deuda pública es de un 40%.

Gráfico sobre Mexico debt as % of GDP: La deuda de México es relativamente pequeña para un país emergente y los distintos sectores no se han visto demasiado afectados. Los riesgos se han comprimido, pero podríamos

ver mucha más sensibilidad en el futuro. Las políticas fiscales no han sido, en general, demasiado violentas. ¿Esto podría llevarnos a concluir que no hay un gran problema de gobernación en comparación con otros países?

Expectativas para el año 2022: Probablemente volveremos a la normalidad este año, o al menos a como era antes de la pandemia. Los factores relevantes para conseguirlo son el empleo y el consumo privado.

10) <u>En general las presiones inflacionarias se deben a factores de oferta</u>



¿Los factores estructurales dependen más del tipo de productos o del tipo de cambio? En realidad, depende mucho del contexto.

Gráfico sobre la inflación y contribuciones: La contribución del petróleo, el gas natural y la generación de electricidad son muy relevantes. Sin embargo, es difícil gestionar este mercado porque hay otros factores que influyen, como por ejemplo el clima.

Gráfico sobre medidas alternas de inflación: Hay indicadores de tendencias centrales que muestran que hay más volatilidad. Pero en general, estamos encontrando un crecimiento. La inflación presiona y las tasas mensuales son más bajas que el año pasado. Tendremos una caída relativamente fuerte, pero sólo a partir del tercer trimestre de este año

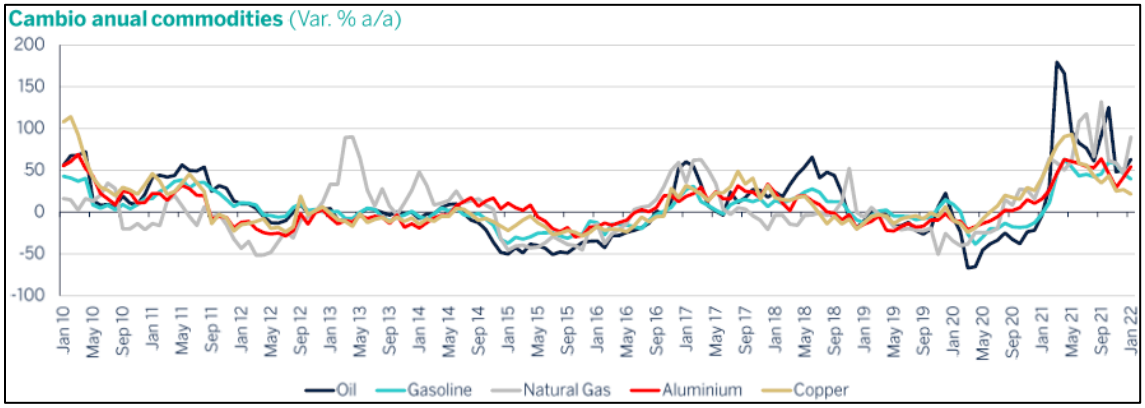


Gráfico sobre el cambio anual commodities: El mercado mexicano se orienta más sobre el tema de la energía. Hay más demanda de gas y petróleo.

11) En un entorno de precios de energéticos relativamente estable

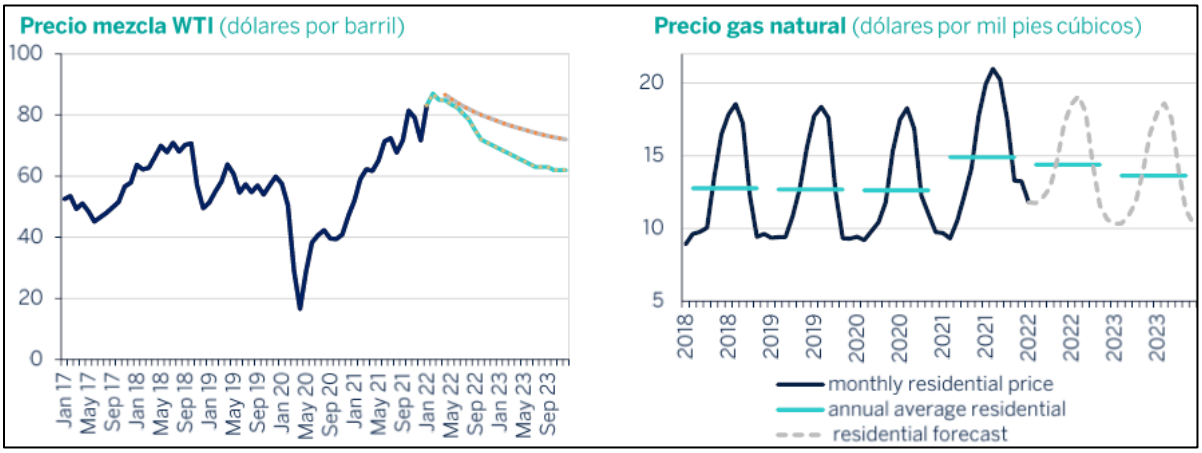


Gráfico sobre el precio mezcla WTI: Las presiones de los precios se empezaron a disipar, sin embargo, se mantendrán en niveles altos por algún tiempo. Hay ciertos factores geopolíticos que están relacionados con la producción de petróleo. Los precios de la mezcla son relativamente altos.

Gráfico sobre el precio de gas natural: Los niveles de precios son relativamente altos. Hay debates sobre la implementación de políticas para la recuperación económica postpandemia sobre el tema de los energéticos.

12) Banxico aumenta a 600pb el diferencial de política monetaria antes de alza de tasas de la Fed

La segunda semana de febrero se adoptó la primera política monetaria del año: asistimos a una subida de los tipos de interés oficiales. También existe un debate sobre la conveniencia de aumentar la tasa de referencia y si este aumento debe ser gradual.

De hecho, el gobierno de México no baja su tasa de interés y la inflación será más relajada, por lo tanto, estamos a la espera de las próximas decisiones políticas. También hay que tener en cuenta el papel que desempeñará la Reserva Federal de los Estados Unidos: ¿tendrá un efecto de estabilidad y estimulación? ¿Implementará tasas de interés agresivas? Tendremos que incrementar la taza de referencia de la Fed pero también podría ser un factor de anclaje entre los distintos mercados financieros. Tenemos la expectativa que la Fed va a subir las tasas de interés como México. El Banco de México indirectamente trata de ordenar el tipo de cambio con el diferencial de tasas.

13) Tras la decisión de Banxico, el peso se mantiene estable

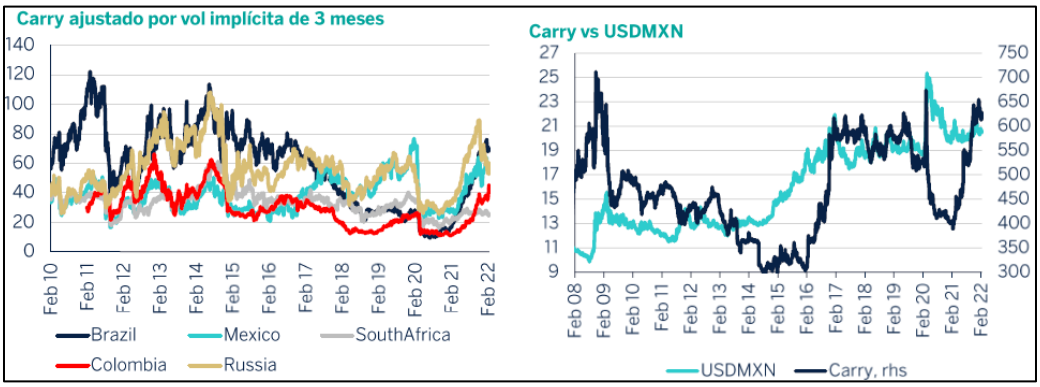
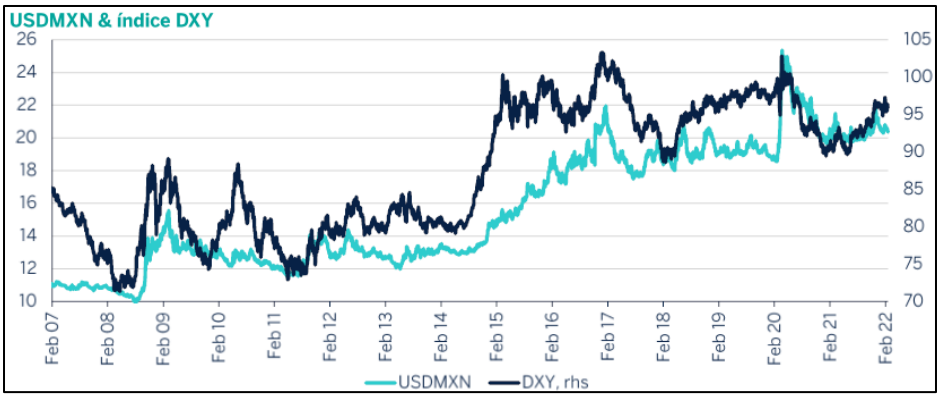


Gráfico sobre el Carry ajustado por vol implícita de 3 meses: lo que importa es la diferencia entre las tasas de interés. Observamos un comportamiento estable en este inicio de año: el peso mexicano se comporta de forma positiva.

Gráfico sobre el Carry vs USDMXN: Esto nos permite estudiar el diferencial entre el peso mexicano y el US dólar. La tendencia ha sido negativa a partir de 2018 (relacionado con Pemex y la presidencia de Trump).

14) Mantenemos una expectativa favorable para el USDMXN en el corto plazo



USDMXN & índice DXY: A pesar del fortalecimiento del US dólar, el peso mexicano se mantiene estable, esto se debe a la alta diferencia de tasas que México tiene respecto a otros países. El peso mexicano es una divisa bastante liquida: ¿probablemente haya espacio para diluirlo? El Horizonte de cambio es bastante relajado.

Property of BBVA 29-Mar-22

BBVA

Corporate & Investment Banking

MEXICO

Banxico: A well anticipated decision

24 March 2022
(14:22 CET)

- On Thursday, Banxico hiked the reference rate by 50bp in line with broad expectations. The decision was unanimous and the statement was a hawkish one overall. The inflation outlook was adjusted to the upside, as broadly anticipated: from 4.0% 4Q22 avg. to 5.5% and from 4.3% 4Q22 avg. to 5.2% in the core item.
- As we have mentioned in our previous documents, the geopolitical context will delay convergence further. Since the risk balance is still tilted to the upside, we would expect the tightening cycle to continue throughout the year, with a 50bp hike in May and levels around 8% by the year-end.
- We highlight that with today's hike, the CB increased the interest rate spread vs. the US even further, and it currently stands at 625bp. Assuming a stable currency going forward and our monetary policy and inflation estimates, monetary conditions would move to neutrality in coming months. We therefore think that the scope for widening the spread vs. the US is limited.
- Mexican president López Obrador disclosed Banxico's decision in his morning press conference, which was a major leak of information. The fact that the president talked about the decision in the press conference in a dedicated session sends two bad signals: 1) that he implies that he has a take on the decision, and 2) that Banxico might be the next autonomous institution under governmental scrutiny. While the leak is not necessarily the Board's responsibility, the implications of AMLO's conference do affect their members. In our view, the Board must change their communications strategy as any comment from its members about any topic or economic print could be misinterpreted by Banxico's watchers and could raise doubts about the CB's autonomy.
- The uncertainty over inflation and Banxico's action, prospects of a more hawkish Fed and risks to Banxico's autonomy might weigh on the curve in the near term, so we remain cautious on nominal rates. We continue to expect an inverted curve for the following months as risks to growth have not dissipated and since monetary conditions keep tightening in a context in which sources of growth are increasingly limited.
- USDMXN: The positive momentum might continue in the short term as carry is widening, the risk premium remains stable and Mexico is relatively well positioned to face geopolitical factors. Hence, there is scope for a movement towards 19.80-20.00 in the short run. In the medium to long term, we would expect a depreciation to around 21.0, so we continue to see levels close to 20.0 as attractive to take long USD positions.

MEXICO CITY

MX Head Research and Strategy
Ociel Hernández*
ociel.hernandez@bbva.com
+5255 5621 9616

Macro Analysis and Strategy
Pedro Uriz*
pedro.uriz2@bbva.com
+5255 5621 9877

Macro Analysis and Strategy
Susana Flores*
susana.flores.alvarez@bbva.com
+5255 5621 6888

Rates, FX Strategy and Analysis
Claudia Ceja*
claudia.ceja@bbva.com
+5255 5621 9715

Rates, FX Strategy and Analysis
Miguel Ángel Iturribarria*
miguelangel.iturribarria@bbva.com
+5255 5621 9708

(*) Author(s) of this report

This document is intended for institutional investors and is not subject to all of the independence and disclosure standards applicable to debt research reports prepared for retail investors.
PLEASE SEE IMPORTANT DISCLOSURES ON THE LAST FOUR PAGES OF THIS REPORT.

Property of BBVA 29-Mar-22

On Thursday, Banco de México hiked the reference rate by 50bp in line with broad expectations. The decision was unanimous. With Esquivel voting for a 50bp hike (he previously leaned towards 25bp raises), and no dissenters for the 75bp possibility, the Board seems to be aligned for the continuation of this pace in the next decision. Overall, the statement is a hawkish one. Regarding the global front, the Board mentioned that CBs keep moving towards exit strategies and highlighted that the Federal Reserve is signaling a faster pace of normalization than previously anticipated. Regarding financial markets, the CB mentioned MXN's recent volatility notwithstanding the positive differentiation and the selloff of the local curve on the beginning of FOMC's hiking cycle. They highlight that the economic recovery resumed at the beginning of the year, and although they acknowledge that the slack remains wide, all attention was centered on the inflation outlook.

Inflation forecasts were adjusted to the upside, as broadly anticipated, from 4.0% 4Q22 avg. to 5.5% and from 4.3% 4Q22 avg. to 5.2% in the core item. According to the statement, the balance of risks has deteriorated and both headline and core indicators will not converge towards the target until 2024.

Figure 1

The view towards inflation was downgraded, as broadly anticipated. According to the statement, the balance of risks has deteriorated and both headline and core will converge towards the target until 2024.

Headline and core inflation forecasts (y/y %)

Headline inflation	2022				2023				2024
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
Current (March 24, 2022)	**7.2**	**6.9**	**6.1**	**5.5**	**4.5**	**3.4**	**3.2**	**3.2**	**3.1**
Previous (February 10, 2022)	6.9	5.4	4.6	4.0	3.4	3.2	3.1	3.1	

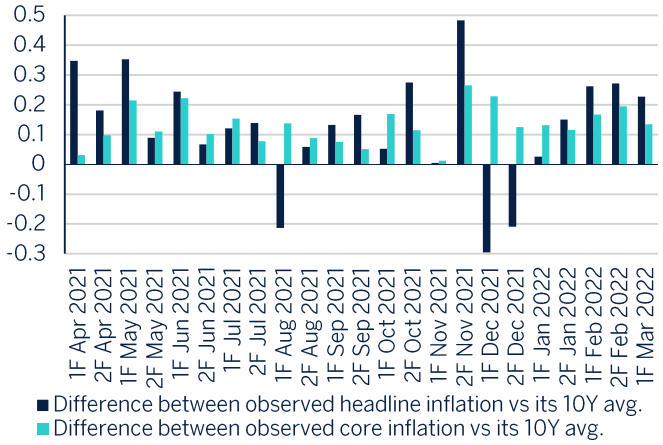
Core inflation	2022				2023				2024
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
Current (March 24, 2022)	**6.5**	**6.7**	**5.9**	**5.2**	**4.1**	**3.4**	**3.1**	**3.1**	**3.0**
Previous (February 10, 2022)	6.4	6.1	5.1	4.3	3.3	2.9	2.7	2.7	

Source: Banxico and BBVA GMR&S

Figure 2

Upward widespread price pressures remain, but the most recent data deviated to a lesser extent from its 10y average.

Difference between observed biweekly inflation and its 10Y avg. (%)



Source: INEGI and BBVA GMR&S

Today INEGI reported that inflation for the first fortnight of March was 0.48% f/f, inching up in annual terms from 7.28% in February to 7.29%. Core inflation increased 0.35% f/f, accelerating from 6.59% y/y in February to 6.68% y/y. Upward widespread price pressures remain, but the most recent data deviated to a lesser extent from its 10y average. Regarding the steepness of the core inflation trend, in addition to the pressures affecting the goods index caused by supply restrictions, some services prices are increasing as consumer mobility continues to normalize, restaurant, air transport and tourism services contributed to the upside this fortnight following their seasonal pattern. Within non-core inflation, energy prices remain pressured by higher oil prices, and livestock and agricultural prices also rose in the first half of the month.

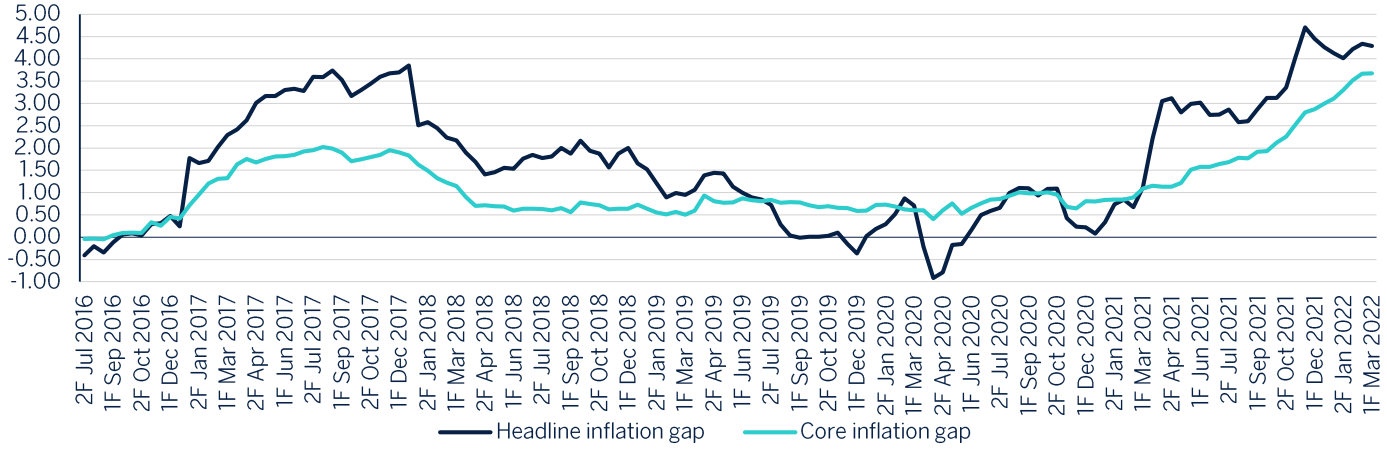
As we have mentioned in our previous documents, the geopolitical context will delay convergence further. The recent rally of oil, gas and grain prices will drive non-core inflation higher in the near term, despite government policies –such as gasoline subsidies-- to buffer the pass-through of higher commodity prices to consumers. Supply chain bottlenecks and the reopening of the economy are also adding pressures. Lastly, the energy price shock may cause the contagion of second-round effects to core inflation, contributing to its persistence. Given this scenario, we are updating our end-of-year forecast to 5.6% for headline inflation and to 5.0% for core prices, from 5.0% and 4.7%, respectively. However, in our view, the risk balance is still tilted to the upside.

Property of BBVA 29-Mar-22

Figure 3

As we have mentioned before, the geopolitical context will delay convergence further. We are updating our end-of-year forecast to 5.6% for headline inflation and to 5.0% for core prices, from 5.0% and 4.7% respectively.

Headline and core inflation gap (Observed annual inflation % – 3% target)



Source: INEGI and BBVA GMR&S

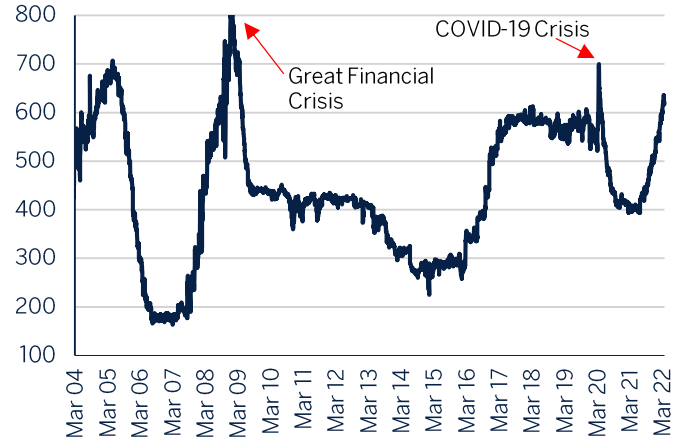
Given the expected adjustment to the inflation risk balance and a more hawkish tone, we believe that the CB will most likely keep this rhetoric. Therefore, we would expect the tightening cycle to continue throughout the year, with a 50bp hike in May and a year-end benchmark rate around 8% with an upside risk.

Note, however, that with today's hike, the CB increased the interest rate spread vs. the US even further and it currently stands at 625bp, substantially above its levels in the latest tightening cycle (2015-2018) when inflation in Mexico was more than 420bp higher than in the US. While inflation remains under pressure in Mexico and the US, activity is diverging with MX clearly underperforming. We highlight also that the MXN has appreciated significantly from the latest decision, notwithstanding that the Fed took a more hawkish approach. Assuming a stable currency going forward and our monetary policy and inflation estimates, monetary conditions would move to neutrality in coming months (Figure 5). We therefore think that the scope for a wider spread vs. the US is too limited.

Figure 4

With today's hike, the CB increased the interest rate spread vs. the US even further and it currently stands at 625bp, substantially above its levels in the latest tightening cycle (2015-2018)

1-month Cetes vs Fed funds rate spread (bp)

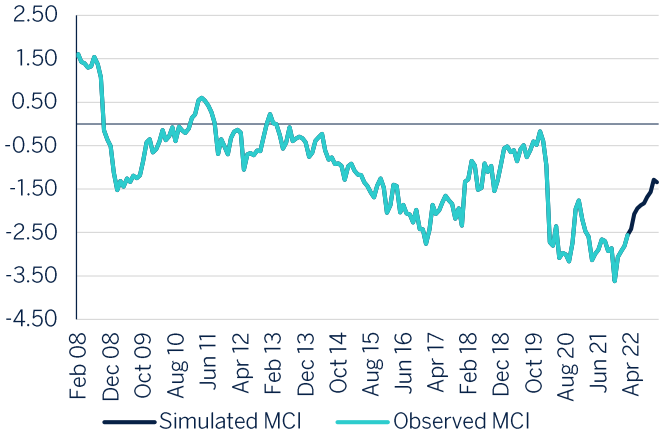


Source: Bloomberg & BBVA GS&R

Figure 5

Assuming a stable currency going forward and our monetary policy and inflation estimates, monetary conditions would move to neutrality in coming months.

Monetary Conditions Index



Source: BBVA GMR&S

Property of BBVA 29-Mar-22

An unfortunate leak of information

Mexican president López Obrador revealed Banxico's decision in his morning press conference, which was a major leak of information. While the 50bp action was broadly expected, the disclosure again will raise concerns regarding the central bank's autonomy. Banxico's general criteria regarding the Board's communication clearly state that all assistants to monetary policy meetings should keep the whole discussion confidential. We highlight that the comments about monetary policy were not in the Q&A section, but already in the agenda. The fact that the president talked about the decision in the press conference in a dedicated session sends two bad signals: 1) that he implies he has a take on the decision, and 2) that Banxico might be the next autonomous institution under governmental scrutiny. In addition, the president's comments do affect financial markets' view of the CB's credibility, which in the end might take a toll on the broad economy.

We should bear in mind that monetary policy meeting attendees include the Board (who have voting rights), two members of the Ministry of Finance and the Board's secretary. While the leak is not necessarily the Board's responsibility, the implications of AMLO's conference do affect them. Actions are needed in order to avoid this unfortunate event from happening again. The Board has been a very public one for long. In our view, the Board must change their communications strategy as any comment from its members about any topic or economic print could be misinterpreted by Banxico's watchers and raise doubts on the CB's autonomy. For the time being, Banxico must keep calm and be cautious.

Curve and slopes: Higher levels, lower slopes

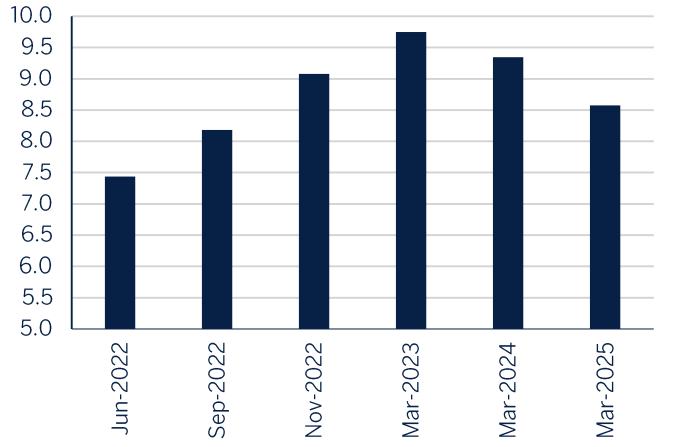
Even though today's decision was already priced in (Figure 6), the curve shifted to the upside by nearly 8bp. Only the very short end posted rallied as there was some implied probability of a faster hike. In our view, the movement responded to the unanimous decision and to the hawkish message somewhat assuring another 50bp in May. But we insist that we continue to expect a tightening cycle less aggressive than what the market is pricing in.

The uncertainty regarding inflation and Banxico's action, prospects of a more hawkish Fed and risks to Banxico's autonomy might weigh on the curve in the near term, so we remain cautious on nominal rates. However, we continue to expect further downward movements in the slope as risks to growth have not dissipated and since monetary conditions keep tightening in a context in which sources of growth are increasingly limited. In our view, the 10Y should be relatively anchored, and even if Banxico moves to 8.00%-8.25% by year-end, this tenor should be limited to 8.50%-9.0% (that is, we would not expect a selloff of more than 50bp even with hikes of more than 150bp).

Figure 6

Even though today's decision was already priced in, the curve shifted to the uspide by nearly 8 bp.

Implied policy rate in the TIIE curve (bp)

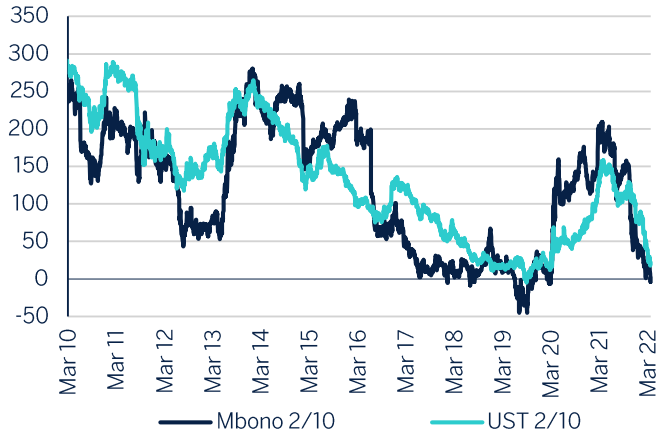


Source: Valmer & BBVA GS&R

Figure 7

We continue to expect further downward movements in the slope as risks to growth have not dissipated and since monetary conditions keep tightening in a context in which sources of growth are increasingly limited.

Mbono & UST 2/10 Slope (bp)



Source: Bloomberg & BBVA GMR&S

Property of BBVA 29-Mar-22

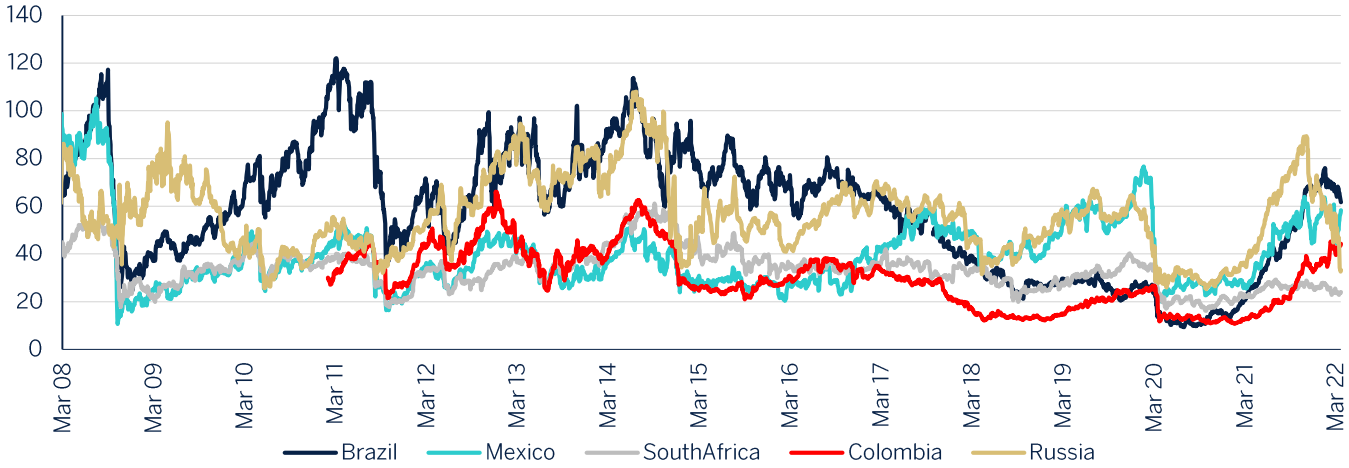
USDMXN: The positive momentum might continue in the short term

The peso has appreciated in recent weeks from its peak at the beginning of the month due to the war in Ukraine. The local currency tends to depreciate whenever the Fed starts a tightening cycle; however, this has not been the case this time. On the one hand, the MXN overshot due to geopolitical factors before, and as we have mentioned, levels above 21 are not in line with fundamentals. On the other hand, even though the Fed started the cycle, Banxico has continued to widen the interest rate differential. As we mentioned above, the monetary policy spread is already higher than that registered in the previous tightening cycle and will most likely increase further after the next decision. Meanwhile, the risk premium has recovered recently and concerns over a credit downgrade are limited. Factors such as today's leak of information or the electricity reform might weigh if continued, but we would not expect local idiosyncratic factors to weigh negatively just yet. Finally, the fact that Latam is relatively better positioned in the context of the war might result in positive flows in the medium term. Hence, there is scope for a movement towards 19.8-20.0 in the short run. In the medium to long term, we would expect a depreciation towards levels around 21.0 and thus continue to see levels around 20 as attractive to take long US positions.

Figure 8

The monetary policy spread is already higher than that registered in the previous tightening cycle and will most likely increase further in the next decision. Additionally, the fact that Latam is relatively better positioned for the war might result in positive flows in the medium term. Hence, there is scope for a movement towards 19.8-20.0 in the short run.

Carry adjusted by 3-month implied volatility (bp)



Source: Bloomberg & BBVA GS&R