



Economicwatch

16 de marzo 2005

¿Llegó el ajuste de los tipos largos?

- Los tipos de interés de largo plazo en EE.UU. han repuntado fuertemente en el último mes respondiendo a la evolución de la actividad, la inflación, la política monetaria y de los flujos de fondos.
- En la UEM se ha observado un efecto arrastre, ya que –a diferencia de EE.UU.– ni la actividad ni la inflación en Europa han sorprendido al alza.
- En México se ha producido un ajuste al alza en los futuros de tipos de corto plazo y, a pesar de que no ha habido una reducción en los flujos a emergentes, los tipos de 10 años han repuntado debido al efecto arrastre de EE.UU.
- El mercado se ha acercado a nuestro escenario base en EE.UU., en tanto que en la UEM, el sesgo se orienta hacia un escenario de tipos bajos. El diferencial de largo plazo entre ambas economías puede seguir ampliándose.
- El sentimiento con el dólar es más negativo que hace un mes.

Los tipos largos, ¿empiezan las subidas?

En el último mes se ha producido un repunte de rentabilidades de largo plazo en todos los mercados. En EE.UU., esta corrección –de casi 40 puntos básicos (pb)– ha respondido a varios determinantes; sin embargo, en la UEM sugiere un efecto arrastre por la subida en los tipos estadounidenses. Este incremento en la parte larga de la curva en EE.UU. no se ha reflejado en una reducción de los flujos hacia mercados emergentes; a pesar de ello, los tipos de largo plazo en México también mostraron una tendencia alcista en el último mes.

El movimiento de tipos de interés ha sido más importante en EE.UU. que en la UEM, produciéndose una nueva ampliación del diferencial de tipos de 10 años. En el caso de México, el diferencial se ha mantenido relativamente estable, en torno a 550 pb. ¿Cuáles son los determinantes de todos estos movimientos? Para analizar las determinantes se va a centrar el análisis en la actividad, la inflación, la política monetaria y los flujos de fondos.

Mejoran los fundamentos en EE.UU.

En EE.UU., el alza de las previsiones de crecimiento para 2005 ha sido explicado por la fortaleza del PIB en el último trimestre de 2004, el cual creció a una tasa trimestral anualizada del 3,8% (con un crecimiento del 4,4% en 2004 y una previsión del 3,6% para 2005). Los datos del primer trimestre de 2005 apuntan a un mejor pronóstico que el de hace unos meses. Los indicadores del mercado

EE.UU.: Tipos de interés a 10 años



UEM: Tipos de interés a 10 años



México: Tipos de interés a 10 años



laboral sugieren que el crecimiento del empleo en los siguientes meses podría ser superior al previsto. De hecho tras tres meses de sorpresas a la baja en la nómina no agrícola, en febrero sorprendió al alza. El mercado, que había descontado un buen dato, apenas reaccionó ante la sorpresa positiva.

La inflación se ha mantenido contenida, pero se han registrado pequeñas sorpresas al alza. Esto ha constituido un impulso para los tipos de largo plazo. Por ejemplo, el deflador del gasto personal subyacente se está acercando al techo de la estimación de la Fed (entre 1,50 y 1,75% en tasa interanual). Además, las declaraciones de varios miembros de la Fed han incrementado el énfasis puesto en temas como inflación, menor productividad y mayores costes laborales.

Existen varios riesgos al alza en inflación. En primer lugar, los mayores precios de producción alertan sobre la posibilidad de que los precios de consumo en el componente industrial repunten, al no haber espacio para una mayor compresión de márgenes empresariales. En segundo, los precios de vivienda crecieron en promedio un 11% durante 2004 (vs. 7% en 2003), y si se le diera un peso del 30% dentro del índice de precios al consumo, el IPC subyacente estaría en niveles del 5,5%. Y, finalmente, en tercer lugar, el mayor precio del petróleo se ha reflejado en una mayor expectativa de inflación en el mercado de bonos, a diferencia de lo ocurrido en octubre de 2004, cuando el mercado consideraba que el precio del crudo tendría un mayor impacto sobre la actividad que sobre la inflación.

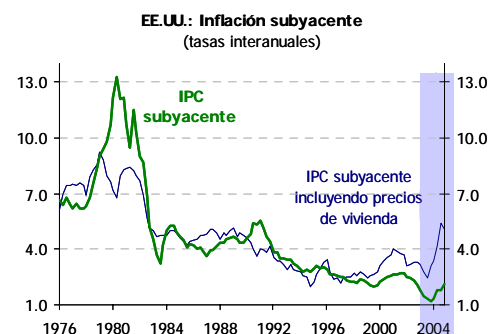
En consecuencia, las expectativas de política monetaria en EE.UU. han repuntado en este contexto en el último mes. El mercado actualmente incorpora aumentos de 25 pb en las próximas cuatro reuniones de la Fed, lo cual no se observaba hace un mes. Así, los tipos implícitos a un día en la curva de depósitos descuentan tipos oficiales en el 4% a final del año.

La demanda de bonos del Tesoro realizada por no residentes, tanto privados como oficiales, se ha ralentizado¹. Esta demanda ha estado vinculada a las bajas rentabilidades en el tramo largo de la curva en años anteriores. En la medida que se empiece a agotar ese proceso, las rentabilidades subirán. Por su parte, el dólar se mantiene dentro del rango de 1,27-1,37 que se había establecido para el primer semestre del año. A medida que las posiciones cortas en dólares aumentan, el tipo de cambio se acerca a la parte alta de este rango. ¿Cuáles son los factores en contra del dólar? Los flujos de fusiones y adquisiciones continúan mostrando un balance negativo, los anuncios de diversificación de reservas por parte de los bancos centrales asiáticos persisten y, finalmente, los datos de balanza corriente en EE.UU. apuntarán hacia una continua ampliación del déficit externo.

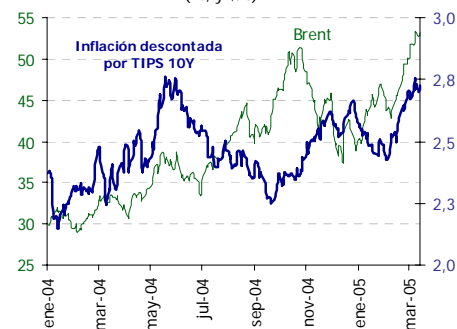
Efecto arrastre en la UEM

En la UEM, los tipos largos han repuntado, replicando parcialmente el movimiento en las rentabilidades en EE.UU. ya que, a diferencia de la economía estadounidense, la mayoría de los indicadores recientes han sorprendido a la baja. La sorpresa negativa del PIB en el 4t04 restó dos décimas a la estimación del crecimiento en 2005. Sin embargo, la composición del PIB en este último trimestre no ha sido tan negativa ya que se observa cierta recuperación del consumo privado y solidez en la inversión. Además, los indicadores apuntan a una evolución favorable del consumo privado en el primer trimestre de 2005, apoyada en los recortes impositivos y descuentos comerciales. Asimismo, los primeros datos de

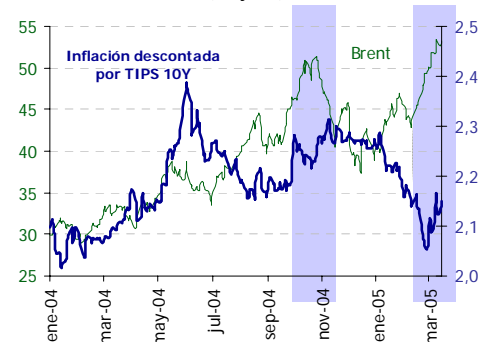
¹ En enero subió la demanda privada por una mayor actividad desde Bermuda, quizá ligado a actividad de hedge funds.



EE.UU.: Inflación descontada en el mercado de bonos y petróleo (% y \$/b)



UEM: Inflación descontada en el mercado de bonos y petróleo (% y \$/b)



actividad industrial han sido mejores a lo esperado por lo que se prevé una recuperación paulatina en 2005.

La inflación de enero en la UEM también ha sorprendido a la baja. Incluso considerando ciertos riesgos al alza por la evolución del precio del petróleo y los alimentos frescos, una inflación por debajo del 2% está prácticamente garantizada en 2005. Un shock en el precio del crudo tiene efectos hasta casi dos años después sobre el IPC; sin embargo, la apreciación del euro contribuye a contrarrestar este shock. En consecuencia, las expectativas de subidas de tipos se han mantenido estables a pesar del mayor precio del crudo. En el último mes, estas expectativas han corregido ligeramente a la baja. El mercado descuenta que el BCE comenzaría a subir tipos no antes del verano y sólo incorpora una subida de 25 pb en este año.

Por la parte de flujos de fondos, el gobierno francés ha sido el primero en emitir bonos a 50 años (6 millones de euros a un tipo del 4,21% y con una demanda tres veces superior a la oferta). Otros gobiernos, tales como Alemania, Italia y Reino Unido, están planteándose emisiones a este plazo. Asimismo, Telecom Italia también ha emitido a 50 años, abriendo las puertas a otras emisiones corporativas.

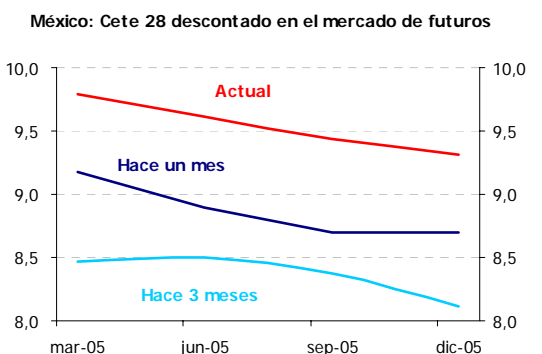
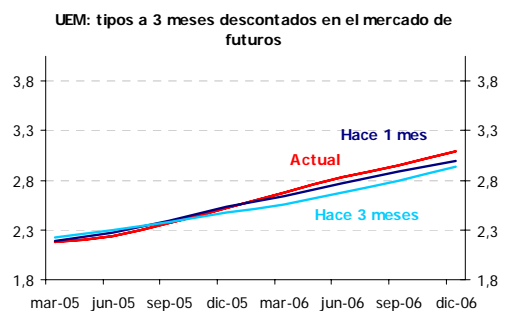
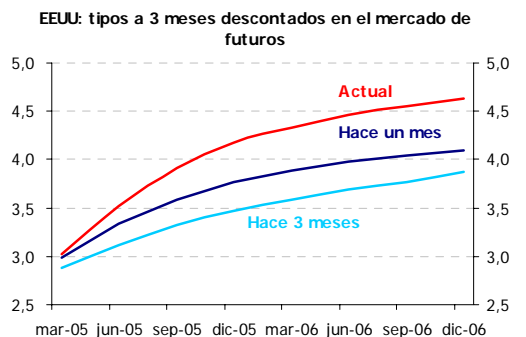
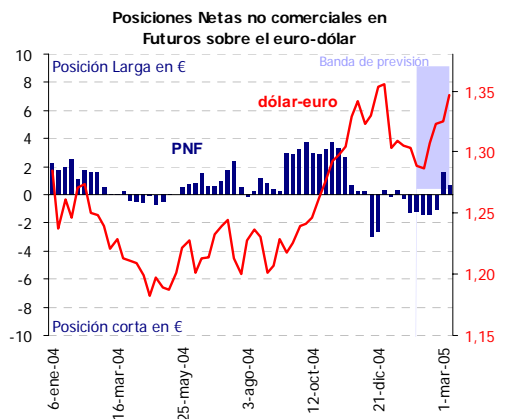
México: buen momento económico

En México, el PIB creció un 4,4% en 2004 y se revisó el crecimiento para 2005 del 3,8 al 4,2%. Cabe señalar que desde el cuarto trimestre de 2003, México crece por encima de EE.UU.²

Fue notable la reducción de la inflación del 5,4% en noviembre al 4,3% en febrero. La normalización en la oferta de productos agrícolas y la reducción del crecimiento de los precios administrados fueron los principales factores detrás de esta disminución. Sin embargo, la inflación anual volverá a aumentar en el segundo trimestre por encima del 4,6% debido a un efecto estadístico. Lo preocupante en relación a la inflación en México es que la subyacente se mantiene elevada y la inflación de servicios sigue aumentando. Además las expectativas de inflación a medio plazo siguen estancadas. Y, por último, los riesgos sobre la subyacente son al alza en un contexto de mayor dinamismo en la actividad y esto puede provocar un repunte de la inflación en el segundo semestre el año.

En este contexto de elevada actividad y de riesgos al alza en la inflación, se ha producido en el mercado monetario un ajuste al alza de los futuros del tipo de Cetes a 28 días y éstos siguen descontando tipos más bajos a medida que transcurre el año. Sin embargo, en el actual entorno económico, no parece probable que haya un descenso de los tipos cortos. La cuestión, más bien, es, ¿cuál será el margen de subida adicional de los tipos de corto plazo? Es limitado, ya que el grado de restricción monetaria es ya elevado y subidas adicionales dependerán de sorpresas al alza en inflación o en actividad, mayores subidas de la Fed de las esperadas, incertidumbre política y evolución del peso. De esta manera, las subidas de tipos cortos podrían producirse hasta el 9,4-9,5%, con un margen adicional hasta el 10% si el Banco de México sobre-reacciona.

A pesar del aumento de los tipos largos en EE.UU., el riesgo país en México se ha situado en niveles mínimos en un contexto de buenos datos domésticos. En el resto de Latinoamérica el buen comportamiento del riesgo país ha sido generalizado, no ha habido aumentos significativos, sino que los *spreads* han continuado en niveles bajos.



² Destaca la revisión de las series desde 1999, incorporando la electricidad generada por el sector privado y revisiones habituales de cuentas nacionales.

Esto es, el repunte en el tipo de la nota de 10 años en EE.UU. no ha tenido un efecto de reducción de los flujos hacia emergentes. A pesar de ello, los tipos a 10 años en México han aumentado. En nuestro escenario central, los tipos a 10 años en México aumentan hasta el 10,6% a cierre de año, mientras que en EE.UU. se sitúan en el 5,2%. Ahora bien, existe la probabilidad de que los tipos en México aumenten algo menos que los de EE.UU. en el tramo largo de la curva. Ello sería consecuencia de la reducción gradual de la liquidez en EE.UU., lo atractivo del “premio” que reciban los inversores extranjeros y una reducción de las expectativas de inflación de largo plazo en México. En este caso, los tipos largos se quedarían cerca del 10%. Para reflejar esta posibilidad se ha elevado la probabilidad del escenario de menor confianza en México.

Algunas divisas –sobre todas, el real brasileño– se han depreciado contra el dólar, que ha constituido la primera señal de vulnerabilidad. Sin embargo, éste no ha sido el caso del peso mexicano, que llegó a cotizar por debajo de 11,0 pesos por dólar. En los primeros meses del año, el sesgo del peso es más favorable de lo que se esperaba. ¿Por qué? Se mantienen los diferenciales de tipos de interés con EE.UU. (podrían ser mayores a lo esperado por el mercado en el tramo corto), los notables flujos hacia emergentes y la situación de la balanza corriente mexicana es favorable (precios altos del petróleo y mayores remesas moderan el déficit, que puede ser cubierto con recursos de IED).

Sin embargo, según avance el año, se observará una gradual depreciación del peso, sobre todo en el segundo semestre. Esto debido al agotamiento de algunos factores favorables actuales, el ruido político, la demanda potencial de cobertura cambiaría, menor precio del petróleo y demanda estacional de dólares en el tercer trimestre. En nuestro escenario base, el peso alcanzaría un nivel entre 11,5 y 11,8 para final de año.

EE.UU. y la UEM: cuestión de diferencial

El mercado se ha acercado a nuestro escenario base de ajuste suave en EE.UU. A pesar del aumento de tipos, el mercado sigue dando una alta probabilidad a tipos bajos, sobre todo en el tramo largo de la curva. Ahora bien, a la vista de la evolución de la actividad y la inflación hemos aumentado la probabilidad de nuestro escenario base de ajuste gradual (del 60 al 70%). Los tipos cortos se situarán así en el 4,0% a fin de año y, en consecuencia, los tipos de largo plazo seguirán aumentando hasta alcanzar el 5,2%.

En la UEM, a pesar de que aumentan los tipos largos, siguen estando alejados del escenario base, y reflejando las dudas sobre la economía. Los datos recientes nos llevan a aumentar a probabilidad de los escenarios de tipos más bajos en la UEM (del 15 al 25%). En 2005, el principal impulso de los tipos en la UEM será el efecto arrastre de los tipos en EE.UU. Los fundamentos apuntan a que el diferencial de 10 años entre EE.UU. y la UEM seguirá ampliándose, pudiendo llegar incluso a los 100-110 pb a finales de año. La razón es que se ampliará el diferencial de política monetaria y de inflación subyacente entre ambas economías. Esto es, podría continuar la ampliación del diferencial observado en los últimos meses pero su recorrido adicional parece limitado.

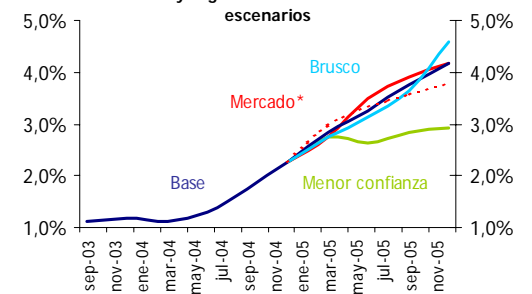
El escenario inflacionista, ¿más cerca?

Los instrumentos que se utilizan para evaluar un escenario de riesgo inflacionista en EE.UU. no reflejan un repunte importante en la inflación debido a su elevada inercia. Por tanto, se debe recurrir a episodios de inflación en el pasado (p.e., década de los 60) o experiencias en otros países (como en el caso de Reino Unido).

Tipo de 10 años en EE.UU. y EMBI México

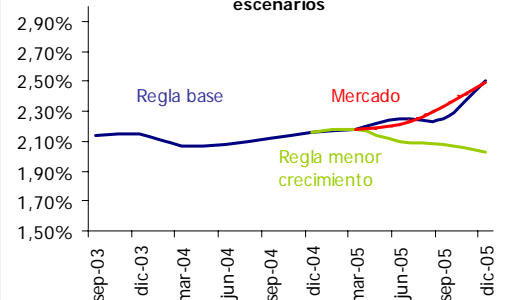


EE.UU.: Tipos a 3 meses descontados por el por el mercado y reglas monetarias en distintos escenarios

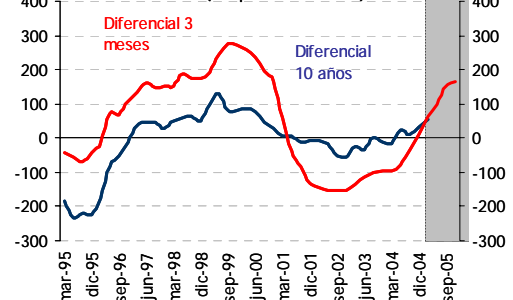


* Hace un mes en línea discontinua.

UEM: Tipos a 3 meses descontados por el por el mercado y reglas monetarias en distintos escenarios



Diferencial tipos a 10 años y 3 meses (en puntos básicos)



En los 60, la inflación repuntó de 1,3% en la primera parte de la década hasta el 4% en la segunda mitad. Esto no fue consecuencia de un choque petrolero, que fue posterior a este repunte de precios. Este periodo tuvo características similares al actual: notable expansión monetaria y fiscal y un sistema de tipos de cambio fijos (hoy son semi-fijos, dados los regímenes de algunos países asiáticos). Ahora bien, el grado de globalización actual, la prioridad dada por los bancos centrales al control de la inflación y, en particular, la credibilidad de la Reserva Federal podrían limitar el repunte inflacionista en el futuro. Otra clave es la evolución de la productividad.

Por otra parte, el Banco de Inglaterra (BoE) –con un objetivo de inflación– comenzó a subir tipos de interés en noviembre de 2003 (desde 3,50 hasta el 4,75% en agosto de 2004), a pesar de que la inflación estaba contenida y las perspectivas la situaban por debajo del objetivo. Si se estima una función de reacción, no se logra explicar por qué el BoE subió tipos a finales de 2003. Sin embargo, dos cuestiones preocuparon: el aumento de los precios de la vivienda y el notable endeudamiento de las familias. Incorporando los precios de la vivienda parece explicarse esta reacción del BoE.

Cuadro resumen de previsiones

Probabilidades	Ajuste Suave	Ajuste Brusco	Confianza
EE.UU.	70%	20%	10%
UEM	50%	25%	25%
México	60%	20%	20%

Escenario de ajuste suave

Tipos oficiales	Actual	dic-05	prom. 05
EE.UU.	2,50	4,00	3,20
UEM	2,00	2,50	2,10
México	9,20	9,45 ↑	9,20
Tipos 10 años	Actual	dic-05	prom. 05
EE.UU.	4,55	5,20	4,70
UEM	3,73	4,30	3,90
México	10,10	10,60	10,10
Tipo de cambio	Actual	dic-05	prom. 05
Dólar-euro	1,33	1,35	1,32
Peso-dólar	11,20	11,5-11,8 ↓	11,40

Escenario de ajuste brusco

Tipos oficiales	Actual	dic-05	prom. 05
EE.UU.	2,50	4,25	3,40
UEM	2,00	1,75	1,90
México	9,20	10,00 ↑	9,50
Tipos 10 años	Actual	dic-05	prom. 05
EE.UU.	4,55	6,00	5,10
UEM	3,73	4,50	4,00
México	10,10	11,40	10,50
Tipo de cambio	Actual	dic-05	prom. 05
Dólar-euro	1,33	1,40	1,37
Peso-dólar	11,20	12,40	11,70

Escenario de shock de confianza

Tipos oficiales	Actual	dic-05	prom. 05
EE.UU.	2,50	3,00	2,90
UEM	2,00	2,00	2,00
México	9,20	8,50 ↓	8,80
Tipos 10 años	Actual	dic-05	prom. 05
EE.UU.	4,55	4,50	4,40
UEM	3,73	4,00	3,80
México	10,10	9,50	9,60
Tipo de cambio	Actual	dic-05	prom. 05
Dólar-euro	1,33	1,35	1,32
Peso-dólar	11,20	12,00	11,50