



Economicwatch

12 de abril 2005

El diferencial de tipos entre EE.UU. y la UEM, ¿recorrido adicional al alza?

- La preocupación de la Fed por mayores presiones inflacionistas y un sólido ritmo de crecimiento han guiado a un repunte de las rentabilidades de largo plazo en EE.UU. Tras consolidar, los tipos largos seguirán aumentando como resultado de las expectativas de mayores tipos de interés oficiales.
- Este movimiento sólo se ha seguido parcialmente en Europa, y ahora el diferencial se sitúa en torno a los 90 puntos básicos. En el escenario base se contempla un diferencial para este año entre 90 y 110 pb. Ampliaciones adicionales sólo son posibles si los ciclos de política monetaria se descorrelacionan.
- El factor que sigue determinando la evolución del tipo de cambio dólar-euro es el diferencial de tipos de interés. Sin embargo, el elevado déficit corriente presionará al dólar a fines del 2005, situándolo en 1,35. El promedio de 2006 será similar al de 2005.
- Existe la posibilidad de que Banxico continúe con su política monetaria restrictiva llevando al tipo de referencia hasta el 10%, ocasionando que los tipos de 10 años se sitúen en torno al 10,8%. Los niveles actuales de los bonos se encuentran, por tanto, en niveles máximos del rango.

Los mercados, ¿por el camino correcto?

En el último mes se ha producido un aumento de rentabilidades en el tramo largo de la curva de deuda en las principales economías. Sus causas y la magnitud del movimiento han sido diferentes. El repunte de las rentabilidades de largo plazo en EE.UU. ha obedecido a un sólido ritmo de crecimiento y a una preocupación de la Reserva Federal por mayores presiones inflacionistas. A pesar de no tener ningún fundamento económico que empuje a los tipos, en Europa se ha seguido el movimiento de EE.UU. aunque de forma parcial, y ahora el diferencial entre ambos se sitúa en 90 puntos básicos (pb), por encima de los 60 pb con los que se inició el año. El significativo repunte de los tipos largos mexicanos ha obedecido, en parte, al ruido político y, en este caso, el diferencial respecto a los tipos estadounidenses ha llegado a niveles máximos desde noviembre del 2004 (próximo a 650 pb).

Luciana Taft

lucia.taft@grupobbva.com

José Gerardo Villoslado

jose.villoslado@grupobbva.com

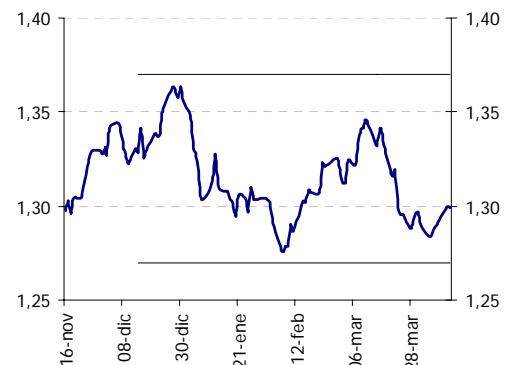
Diferencial de tipos de 10 años entre EE.UU. y Alemania



Diferencial de tipos de 10 años entre EE.UU. y México



Tipo de cambio dólar-euro



Mayores expectativas de subidas de tipos en EE.UU. han apreciado al dólar y el tipo de cambio dólar-euro se ha acercado a la banda inferior de nuestro rango de previsión. Su apreciación ha sido generalizada, excluyendo el real brasileño y el dólar canadiense. Por su parte, el peso mexicano ha mostrado volatilidad, situándose en el primer trimestre en 11,2 en promedio.

Los spreads emergentes, en especial el componente latinoamericano, parecen haber empezado a cotizar el aumento de los tipos de largo plazo en EE.UU. y la corrección al alza de las expectativas de política monetaria. El mayor aumento se está produciendo en los países que más se habían beneficiado del rally, como Brasil.

Tipos a largo plazo en EE.UU.: hacia niveles más altos

La primera cuestión clave para los próximos meses es si seguirán aumentando los tipos de interés de largo plazo en EE.UU. Un aumento en los tipos de interés de corto plazo en EE.UU., superior al descontado por el mercado, debería impulsar un incremento del tramo largo en esta economía. En nuestro escenario base se considera un repunte hasta el 5% del tipo oficial a fin del 2006, consistente con una regla monetaria y con los tipos considerados como neutrales.

El balance de riesgos en inflación se mantiene en la parte más alta, como consecuencia de un crecimiento que aún sorprende al alza, del aumento del precio del petróleo y de precios importados y de la ralentización del crecimiento de la productividad. De hecho, las expectativas de subidas de tipos en EE.UU. han corregido al alza y podrían seguir haciéndolo. Actualmente están planas para el año 2006 (próximas a 40 pb). En la medida que descuenten mayores subidas de tipos oficiales, las rentabilidades de largo plazo irán aumentando hasta situarse en el 5,2% a fin de 2005 y en el 6,0% a fin de 2006.

Más dudas sobre los tipos de interés en la UEM

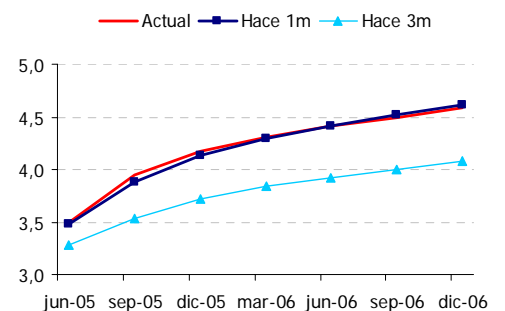
En la UEM aumentan las dudas sobre el momento de inicio del ciclo alcista de tipos y sobre la magnitud de las subidas. En un contexto de recuperación de la actividad en 2005 y 2006, los tipos de interés de corto plazo deberían ir aumentando hasta situarse en torno al 3,75% a fin del 2006. Ahora bien, en Europa, la principal duda está en la actividad. Si la recuperación decepciona y el BCE sigue dando un peso alto a la actividad en un contexto de inflación bajo control, el margen para subir tipos es mínimo.

¿Por qué aumentan las dudas sobre la magnitud y el momento de la recuperación en la UEM? Los datos del segundo semestre del 2004 intensificaron la magnitud negativa del componente cíclico del PIB decepcionando las expectativas. Además, los datos de comienzos del 2005 han sido mixtos, siendo los de confianza los que han decepcionado más. Al BCE se le plantea un dilema de política monetaria. El principal argumento para aumentar tipos de interés es la elevada liquidez. Sin embargo, se observa una creciente asimetría entre Alemania y el resto de la UEM en variables como el crecimiento del crédito o del precio de la vivienda.

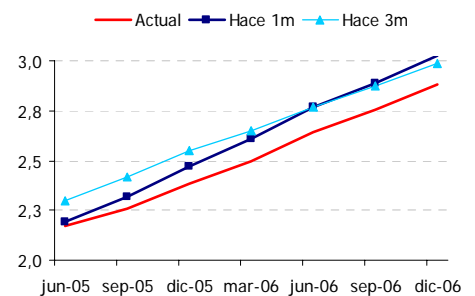
¿Un mayor diferencial de tipos entre EE.UU. y la UEM?

El diferencial actual entre tipos largos es de casi 90 pb y éste recoge ya en gran medida el cambio de expectativas que se ha producido en estas dos economías. De esta manera, cuando se modelizan los tipos de interés en EE.UU. y en la UEM, las previsiones para el escenario de ajuste suave muestran diferenciales entre 90 y 110 pb durante 2005 y 2006. Mayores ampliaciones de spread se pueden producir en el caso de que haya una divergencia en las políticas monetarias entre las dos economías.

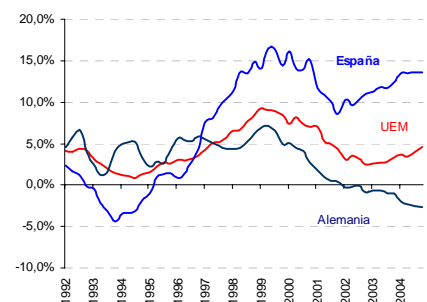
EE.UU.: Tipos a 3 meses descontados en el mercado de futuros



UEM: Tipos a 3 meses descontados en el mercado de futuros



Crecimiento Real del Crédito Privado



¿Qué podría ocurrir si en la UEM no se inician las subidas de tipos de interés hasta el segundo semestre de 2006 (con una subida total de 50 pb en ese semestre)? Si se asume que tales subidas se retrasan hasta la segunda mitad de 2006, el diferencial de tipos a 10 años podría regresar a los niveles máximos alcanzados en 1999, situándose entre 130 y 160 pb. Esta ampliación sería más significativa si se avanza hacia una mayor descorrelación de los ciclos de política monetaria entre EE.UU. y la UEM. En particular, un escenario de ajuste brusco de EE.UU., en el que el dólar se depreciase, las tensiones inflacionistas aumentasen y la Fed se viera obligada a subir sus tipos de interés más rápidamente, podría venir acompañado de un deterioro de la actividad y un descenso de los pronósticos de inflación en la UEM, que llevarán al BCE a bajar en 25 pb sus tipos de interés. En este caso, no es descartable que los tipos a 10 años en Europa quedasen estancados en niveles similares a los actuales, y que su diferencial con EE.UU. se sitúe en niveles por encima de los 200 pb, niveles no alcanzados desde la segunda mitad de los años ochenta.

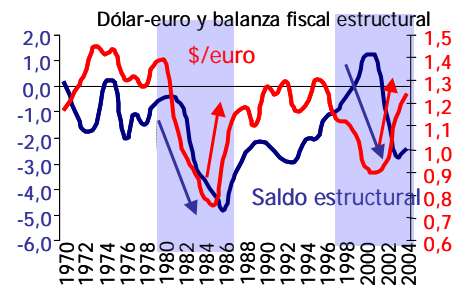
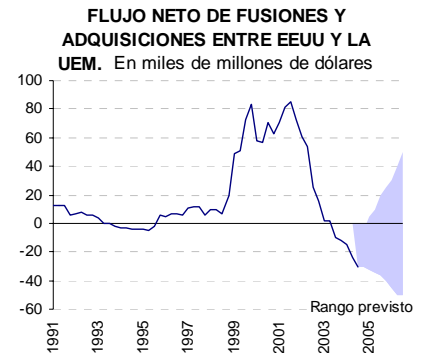
Un dólar en rango con el euro

El factor que ha determinado la evolución reciente del tipo de cambio dólar-euro ha sido básicamente el cambio en el diferencial de tipos de interés entre EE.UU. y la UEM. La cuestión es si esta apreciación del dólar es o no sostenible a medio plazo. Para responder se analizan a continuación los determinantes de la evolución del dólar-euro: algunos factores macroeconómicos (diferencial de tipos de interés, diferencial de inflación y diferencial de productividad), déficit corriente y su financiación (ajuste del déficit y la calidad, cantidad y diversificación de los flujos), y, finalmente, el riesgo geopolítico.

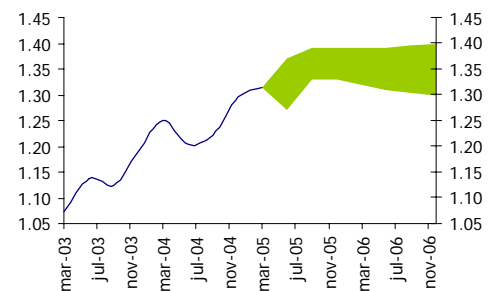
El trinomio precios – productividad - tipos de interés seguirán apoyando la apreciación del dólar. Hay dos argumentos para ello: en primer lugar, el dólar se encuentra actualmente infravalorado respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo (este largo plazo se sitúa en torno al 1,05). En segundo lugar, parece que está consolidándose la posibilidad de que EE.UU. continúe aumentando sus tipos de interés, incluso a mayor ritmo del que se preveía hace unos meses, mientras que hay crecientes dudas sobre el momento en el que la UEM iniciará su ciclo alcista de tipos. Todo ello llevaría a un dólar-euro en niveles por debajo de 1,2 a finales de 2006.

En el caso de riesgo geopolítico, el escenario de menor riesgo aumenta su probabilidad al 80% y la previsión en este caso se sitúa en 1,30 para diciembre del 2005. Por tanto, en un escenario en el que el riesgo se reduce, que actualmente tiene mayor probabilidad, el dólar tiende a apreciarse.

En cuanto al déficit corriente, hay que distinguir dos aspectos: el nivel del déficit y la calidad de su financiación. Respecto al primero, se evalúa cuánto podría depreciarse el dólar en un contexto de ausencia de ajuste fiscal. Si no se produce el ajuste, habría margen para una depreciación hasta aproximadamente 1,45-1,50 a partir de finales de 2005 o principios de 2006. Se supone que en caso de ajuste fiscal, el dólar no se aprecia en los dos años posteriores, al igual que lo que ocurrió en los ochenta, por lo que para diciembre de 2005 se prevé un tipo de 1,30. Respecto al segundo aspecto, se estima la relación entre el dólar-euro y los flujos de inversión considerados como de mayor calidad, las fusiones y adquisiciones bilaterales entre EE.UU. y la UEM. Con ello se puede proyectar la evolución esperada del tipo de cambio en distintos escenarios plausibles para estos flujos de fusión y adquisición: en concreto se plantea un rango desde un escenario optimista para el dólar, de buena calidad de flujos o de recuperación de las operaciones netas de fusión y adquisición de Europa hacia EE.UU. hasta otro pesimista para la divisa estadounidense en el que



Dólar-euro según la ponderación de cada factor: rango de previsiones



los flujos de fusión y adquisición netos de Europa hacia EE.UU. siguen siendo negativos, si bien es cierto que se ralentiza el ritmo de desacumulación de estas operaciones que se ha observado en los últimos años. La combinación del nivel del déficit y de la calidad de su financiación configura un escenario en el que con un 60% de probabilidad (el producto de ausencia de ajuste fiscal y flujos de baja calidad) el dólar se depreciaría hacia niveles próximos a 1,5 con el euro a finales de 2006. Con un 35% de probabilidad se depreciaría algo menos, hacia el 1,44, y sólo con un 5% de probabilidad (ajuste fiscal y recuperación de los flujos de buena calidad) se apreciaría hacia el 1,25

Hay dos elementos que podrían alterar ligeramente este escenario. El primero es una revaluación del renminbi chino que podría limitar la presión depreciadora sobre el euro en el peor escenario para la balanza corriente. El segundo es un deterioro de la situación económica en la UEM que podría llevar a dar una ponderación mayor de los factores macroeconómicos y dar menos ponderación al desajuste de balanza corriente en EE.UU. En ambos casos el rango para el dólar-euro en 2006 sería de 1,25-1,35. En promedio la divisa se quedaría en el 1,29, no muy distinto al 1,30 que sería el promedio de 2005.

En conclusión, la cotización actual del dólar con el euro está en máximos, pero no se espera una depreciación significativa adicional en 2006 en promedio respecto a 2005.

¿Fin del proceso de “búsqueda de rentabilidad”?

El aumento del spread emergente parece seguir un patrón similar al de la primavera pasada cuando aumentaron los tipos de interés en EE.UU. Por su parte, los spreads de crédito no parecen estar deteriorándose significativamente en EE.UU. (sólo en sectores concretos, como el automotriz). Con subidas de tipos largos en EE.UU., en los próximos meses como se prevén, el spread emergente se ampliaría entre 50 y 100 pb. A medio plazo son factores domésticos los que pueden condicionar la evolución del spread.

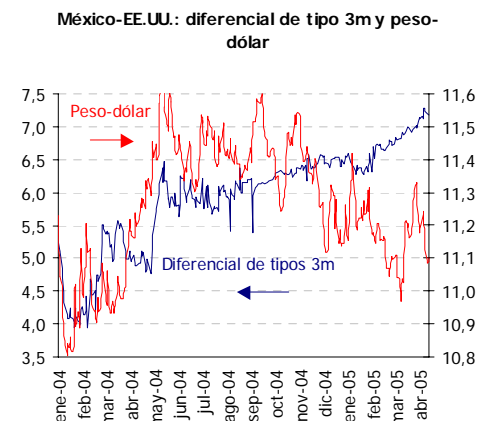
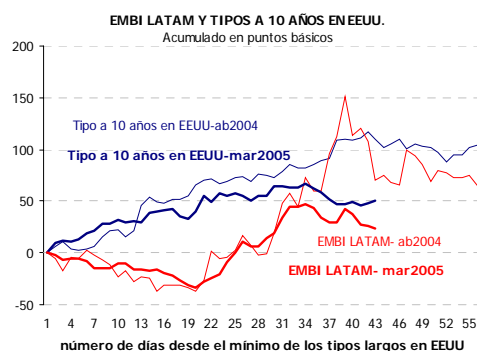
México: ¿mayores tipos?

El aumento de tipos largos en México en el último mes ha sido muy significativo y ello conduce a analizar en detalle los determinantes de la evolución de estos tipos de interés. Estos son: la política monetaria, la inflación esperada, el riesgo soberano y los tipos a 10 años en EE.UU.

En primer lugar, aumenta la probabilidad de una sobreacción en la política monetaria en México. Ello se debe a diversos factores: el dinamismo de la demanda interna que contribuye a presionar al alza a la inflación subyacente (el empleo muestra su mejor comportamiento de los últimos cinco años y los indicadores de actividad anticipan un fuerte crecimiento en el primer trimestre), la utilización de la política monetaria como ancla ante el proceso electoral, y el impacto que podría tener sobre Banxico un escenario de mayor inflación y subidas de tipos más agresivas en EE.UU.

En segundo lugar, la inflación esperada se mantiene estable en niveles altos. A pesar de los buenos datos de inflación (el 90% del descenso fue por precios administrados y agropecuarios), las expectativas se mantienen en niveles altos y han repuntado las de corto plazo. No es fácil que se reduzcan, sobre todo, con un repunte esperado de la inflación y con el nuevo riesgo derivado el petróleo.

En tercer lugar, el riesgo soberano y los tipos a 10 años en EE.UU. tienen un impacto al alza, pero limitado. Aunque ambos pueden seguir repuntando,



aumentando su contribución a la subida de tipos del M10, son los factores con menor contribución total. La clave para el 10 años es, por tanto, lo que ocurra con la política monetaria y con la inflación esperada.

En el escenario base, los tipos de interés de largo plazo en México, tras su reciente repunte, estarían cerca de niveles máximos. Así, el fondeo bancario –tipo de referencia actualmente en 9,5%– se situaría en 10% a fin de 2005 en el escenario de ajuste suave (revisado desde el 9,5% del mes anterior). El tipo de 10 años se ubicaría en 10,8% en diciembre de 2005 y en 11,1% en 2006 (revisados desde el 10,6 y el 10,8% del mes anterior, respectivamente). En definitiva, en sus niveles actuales, los tipos en México están muy cerca de los máximos previstos.

Pudiera haber escenarios de mayor volatilidad en los tipos de interés por la incertidumbre política (populismo con deficiencias estructurales), pero México tiene buenos fundamentos, tales como la credibilidad de las políticas monetaria y fiscal, mínimas presiones en cuentas externas, grado de inversión y un control parlamentario en los cambios constitucionales y judiciales.

El peso, con relativa fortaleza

La situación macroeconómica apoya la fortaleza del peso respecto al dólar, por lo que la evolución de los flujos y el riesgo político son las principales incertidumbres. Así, los diferenciales de tipos de interés, la brecha de crecimiento con EE.UU. y la convergencia en inflación ayudan a mantener la fortaleza del peso.

La cuenta corriente posee un panorama favorable, ya que se observa un déficit moderado de cuenta corriente, financiado al 100% con IED y las remesas superan el 2,5% del PIB. El elemento de incertidumbre es la evolución del riesgo país y la entrada de flujos de no residentes ya que podría haber una salida moderada de flujos –no traumática como en 1994.

Finalmente, el riesgo político es al alza, lo cual depreciaría al peso. Andrés Manuel López Obrador encabeza las encuestas y su desafuero y sus declaraciones populistas han elevado la preferencia por este candidato. A pesar de que México tiene buenos fundamentos económicos, AMLO genera dudas sobre su gestión.

Así, el rango estimado para el peso en el segundo trimestre del año se sitúa entre 10,90 y 11,40, con un fin de periodo estimado entre 11,5 y 12,2.

Cuadro resumen de previsiones

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

Escenario de ajuste suave

Tipos oficiales	Actual	dic-05	prom. 05
EE.UU.	2,75	4,00	3,20
UEM	2,00	2,50	2,10
México	9,50	10,00 ↑	9,80 ↑
Tipos 10 años	Actual	dic-05	prom. 05
EE.UU.	4,50	5,20	4,70
UEM	3,60	4,30	3,90
México	10,70	10,80 ↑	10,50 ↑
Tipo de cambio	Actual	dic-05	prom. 05
Dólar-euro	1,30	1,35	1,32
Peso-dólar	11,20	11,80	11,50

Escenario de ajuste brusco

Tipos oficiales	Actual	dic-05	prom. 05
EE.UU.	2,75	4,25	3,40
UEM	2,00	1,75	1,90
México	9,50	10,75 ↑	10,10 ↑
Tipos 10 años	Actual	dic-05	prom. 05
EE.UU.	4,50	6,00	5,10
UEM	3,60	4,50	4,00
México	10,70	11,60 ↑	10,90 ↑
Tipo de cambio	Actual	dic-05	prom. 05
Dólar-euro	1,30	1,40	1,33
Peso-dólar	11,20	12,40	11,90

Escenario de shock de confianza

Tipos oficiales	Actual	dic-05	prom. 05
EE.UU.	2,75	3,00	2,90
UEM	2,00	2,00	2,00
México	9,50	8,50	9,00
Tipos 10 años	Actual	dic-05	prom. 05
EE.UU.	4,50	4,50	4,40
UEM	3,60	4,00	3,80
México	10,70	9,50	9,80
Tipo de cambio	Actual	dic-05	prom. 05
Dólar-euro	1,30	1,35	1,32
Peso-dólar	11,20	11,30	11,20