



Economicwatch

15 de junio 2005

Retraso en el aumento de tipos de interés

- En EE.UU., se retrasa el aumento de los tipos de largo plazo y se limitan las subidas de la Reserva Federal al 4,5%. En la UEM, la primera subida se retrasa hasta el segundo semestre del 2006 y se comienza a considerar un escenario alternativo de bajada de tipos.
- Se revisa la previsión del tipo de cambio dólar-euro. El desequilibrio por balanza corriente en EE.UU. pierde peso y aumenta la incertidumbre en Europa, conduciendo a un dólar más apreciado. Este nuevo rango de 1,20-1,25 para 2005 y 1,17-1,25 para 2006 implica una consolidación del euro en torno a los niveles actuales.
- En México, se descarta una nueva subida de tipos por Banxico. Asimismo, se incorpora la posibilidad de bajada de tipos en el próximo año. La previsión del tipo de cambio peso-dólar se revisa hacia una menor depreciación del peso.

¿Qué ha cambiado en el último mes?

Los tipos de interés en EE.UU., UEM y México han descendido en el último mes, ampliándose el diferencial de EE.UU. con la UEM y disminuyendo el de México con EE.UU. Asimismo, el dólar se ha apreciado de forma generalizada y sólo algunas divisas como el peso mexicano continuaron su apreciación. Tres factores han sido los principales *drivers* de estos movimientos y han llevado también a reevaluar nuestras previsiones para los tipos de interés y los tipos de cambio.

Estos tres factores se refieren a: (1) el abultado resultado del "no" de Francia y Holanda a la Constitución Europea, (2) las expectativas de política monetaria en un contexto de menor preocupación por la inflación, y (3) la consolidación del papel de los flujos financieros, con algunos agentes alargando duración en sus carteras y con un protagonismo de algunos bancos centrales acumulando reservas.

Los resultados en los referéndum en Francia y Holanda significarían un choque negativo de confianza en el corto plazo, depreciando al euro frente al dólar. Sin embargo, en el medio plazo se podrían distinguir dos escenarios sobre este tema: (A) Señaliza un retraso en las reformas y las dudas sobre el modelo socio-económico europeo y sobre el futuro del euro, originadas por factores tales como la petición de referéndum sobre el euro en Italia (algo complejo, dado el alto coste que supondría en términos de intereses de la deuda) y, más importante, las dudas en Alemania; (B) Impulso a las reformas. En este caso, el referéndum

Luciana Taft

lucia.taft@grupobbva.com

José Gerardo Villoslado

jose.villoslado@grupobbva.com

EE.UU.: Tipos de interés a 10 años



Alemania: Tipos de interés a 10 años



México: Tipos de interés a 10 años



muestra que hay consenso sobre la necesidad de reformas, que se iniciarían en Alemania y seguirían en Francia. Declaraciones sobre el euro como las italianas sólo se entienden en el marco preelectoral.

En el escenario (A), se produciría una depreciación adicional del euro y se consideraría la posibilidad de bajadas de tipos de interés en la UEM (sacrificio de la estrategia de política monetaria). En el escenario (B), tras la sobreacción inicial, el euro se apreciaría y se retrasarían las subidas de tipos por el choque inicial de confianza.

Considerando los elementos anteriores, las previsiones de tipos de interés, tanto oficiales como de largo plazo, para EE.UU., la UEM y México se han revisado a la baja. Así, los tipos oficiales en EE.UU. quedarían en 4,0 y 4,5% en 2005 y 2006, respectivamente (vs. las previsiones de 4,0 y 5,0% previas); en la UEM terminarían en el 2,0 y 2,5% (vs. 2,0% y 3,25% previas) y en México, estos quedarían en 9,75 y 8,75%, respectivamente. Por su parte, los tipos de 10 años en EE.UU. se situarían en el 4,5 y 5,2% en 2005 y 2006 (vs. 5,2 y 6,0% anteriores). En la UEM estarían en el 3,5 y 4,0%, respectivamente (vs. 4,0 y 4,7% previos) y en México en el 10,3 y 10,2% (vs. 10,8 y 11,1%).

También se ha revisado la previsión del dólar hacia un rango más apreciado con el euro. El tipo de cambio dólar-euro se situaría entre un rango de 1,20-1,25 en 2005 y en 1,17-1,25 en 2006 (vs. las previsiones anteriores de 1,35-1,40 y 1,30-1,40, respectivamente). En tanto, el peso mexicano terminaría este año en 11,4 contra el dólar y en 11,8 el próximo año (vs. 11,8 y 12,2).

Los tipos de interés: bajos durante más tiempo

La revisión a la baja en los tipos de interés de largo plazo en las distintas regiones ha respondido a varios factores, tales como: (1) el cambio en las expectativas de política monetaria, (2) el papel de los flujos financieros, y (3) una posible menor tasa natural de interés.

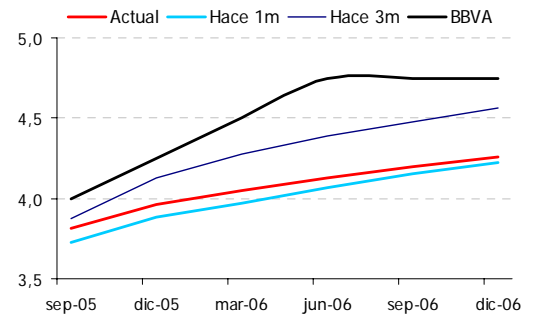
En primer lugar y en relación a las expectativas de política monetaria, en EE.UU. el mercado descuenta actualmente un aumento de tipos oficiales de 75 puntos básicos, quedándose planos en torno a esos niveles. Así, a medida que se confirma la ausencia de sorpresas al alza en inflación, la atención se sitúa en los riesgos a la baja en la actividad. La fuerte moderación del índice de fletes internacionales de mercancías se interpreta en clave de una importante moderación del comercio mundial; en tanto que los elevados precios del petróleo contribuyen a ralentizar el crecimiento.

Los últimos datos de confianza empresarial no han sido positivos y en un contexto en el que los componentes subyacentes de la inflación están contenidos se reduce el pronóstico de tipos oficiales desde el 5% a finales de 2006 al 4,5%.

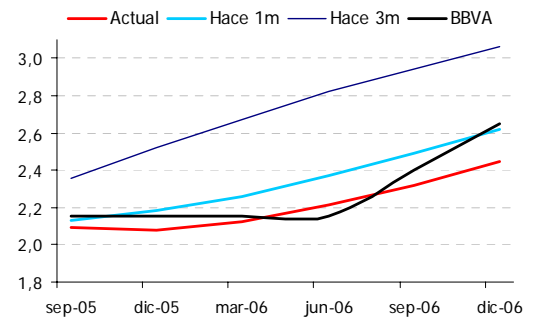
En Europa, el mercado descuenta tipos en el 2% hasta la segunda mitad del 2006. En todo caso, las subidas en la segunda parte del año sería reducida. Además, en su última reunión el BCE ha mostrado más preocupaciones por la actividad y ha rebajado sus previsiones de crecimiento para este y el próximo año. Nuestra previsión de crecimiento del 1,7% para este año será revisada a la baja hasta el 1,4-1,5%.

El alto precio del petróleo no ha aumentado las expectativas de inflación en la UEM. Por el contrario, éstas se sitúan en mínimos de dos años. En consecuencia, se retrasan las expectativas de subidas de tipos del BCE hasta el segundo semestre del 2006. La subida será de 50 pbs (los tipos estarían al 2,5% a finales de ese año, en lugar del 3,25% anterior).

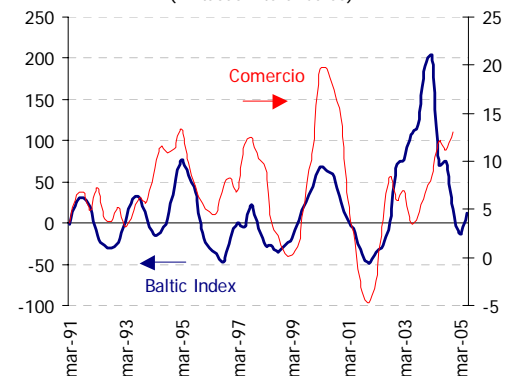
EE.UU.: Tipos a 3 meses descontados en el mercado de futuros



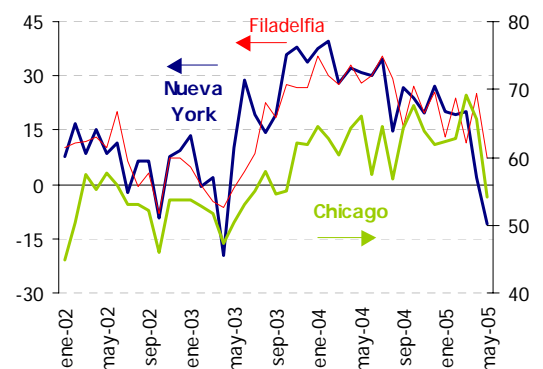
UEM: Tipos a 3 meses descontados en el mercado de futuros



Comercio mundial y Baltic Index (En tasas interanuales)



EE.UU.: Expectativas de actividad industrial (índices)



Sin embargo, las dificultades institucionales en Europa, junto con el impacto negativo a la confianza del “no” en Francia y Holanda (choque de demanda) conducen a considerar en este caso un escenario de bajada de tipos. Se presume que la probabilidad de que el BCE disminuya en 50 pbs su tipo oficial en septiembre de este año es del 20%.

En segundo lugar y en relación a los flujos financieros, se ha percibido cierta aversión al riesgo, pero significativamente menor respecto al mes anterior. Los indicadores de aversión al riesgo reflejan el menor nerviosismo en los mercados que sólo se concentra en casos puntuales (incertidumbre en Europa y bonos high-yield). Este menor efecto refugio debería estar impulsando al alza a las rentabilidades.

En sentido contrario, presionando a la baja las rentabilidades, hay dos elementos que compensan esta menor aversión al riesgo. Así, por un lado ha habido sorpresas en la acumulación de reservas. Japón ha vuelto a comprar reservas tras la desacumulación del primer trimestre de este año. Los niveles de acumulación de reservas son ya muy similares a los altos niveles de 2004. Por otro lado, hay una reciente especulación sobre la necesidad de que algunos agentes aumenten la duración de sus carteras en un contexto regulatorio que está cambiando. Es el caso de los fondos de pensiones y las compañías de seguros.

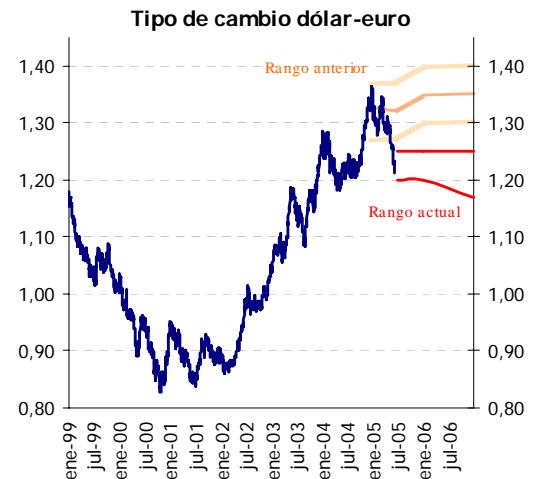
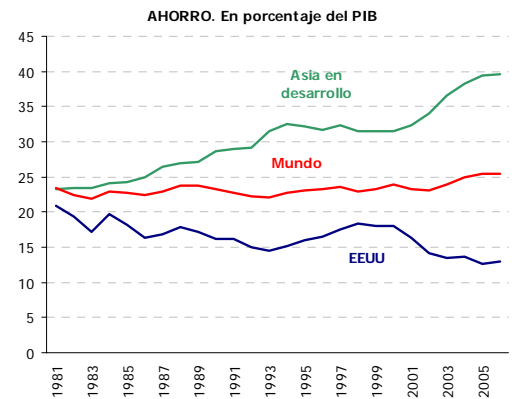
En tercer lugar, la globalización del ahorro, algunas razones demográficas y la credibilidad antiinflacionista de los bancos centrales apuntan hacia una posible menor tasa natural de interés. La tasa real neutral es consistente con una inflación estable y un producto igual al potencial económico. El aumento del ahorro mundial, especialmente derivado del comportamiento de los países asiáticos, podría estar provocando este cambio.

Un dólar más apreciado

A comienzos de este año, los desequilibrios de balanza corriente en EE.UU. tenían un mayor peso sobre la evolución del dólar; sin embargo, actualmente, otros factores, tales como el aumento del diferencial entre la productividad de EE.UU. y la UEM y el incremento en el diferencial de tipos de interés, han ganado importancia.

En efecto, por un lado, se ha percibido una mayor complacencia hacia el tema del déficit corriente en EE.UU. y su financiación. El exceso de ahorro mundial, la posición superavitaria de la balanza de rentas en EE.UU., la menor desaceleración de la productividad y la mejoría (cíclica) del déficit público han apoyado fuertemente esta mayor complacencia. Sin embargo, es importante mantener la cautela debido a la baja calidad de la actual financiación, ya que los flujos de M&A hacia EE.UU. siguen siendo bajos. Además, la probabilidad de una revaluación del renminbi resta presión apreciadora al euro.

Por otro lado, no es sencillo evaluar el impacto de la incertidumbre institucional en la UEM. Éste se puede considerar como un factor adicional a los otros dos determinantes del tipo de cambio dólar-euro (macro y desequilibrio de balanza corriente) y su ponderación sería de un 10% en la evaluación de las previsiones del dólar-euro. De esta manera, se podría considerar la evolución del euro en los dos escenarios descritos anteriormente: (1) en ausencia de reformas, el euro sigue depreciándose por prima de riesgo política, pudiendo llegar hasta el 1,1 contra el dólar (probabilidad del 80%), y (2) en caso de avance en las reformas, tras la sobreacción actual, el euro se aprecia, llegando al 1,3 con el dólar (probabilidad del 20%).



Tomando en cuenta todos estos factores, las previsiones consideran un rango entre 1,20-1,25 en 2005 y de 1,17-1,25 en 2006 (vs. las previsiones anteriores de 1,35-1,40 y 1,3-1,4, respectivamente). Este nuevo rango implica una consolidación del euro en torno a los niveles actuales.

México: ¿ahora a paso propio?

El Banco de México pronto se desvinculará de la política monetaria de la Reserva Federal en EE.UU. La reducción de la inflación subyacente, la apreciación del peso, los tipos de interés reales elevados, las señales de desaceleración económica y el mantenimiento del "corto" son algunas señales que apuntan hacia esa posible desvinculación de la política monetaria mexicana con la estrategia de incrementos graduales en el tipo oficial de EE.UU. Sólo algunos factores pesan en contra de esta desvinculación como lo son las elevadas expectativas de inflación, el alto precio del petróleo y la potencial prima de riesgo político.

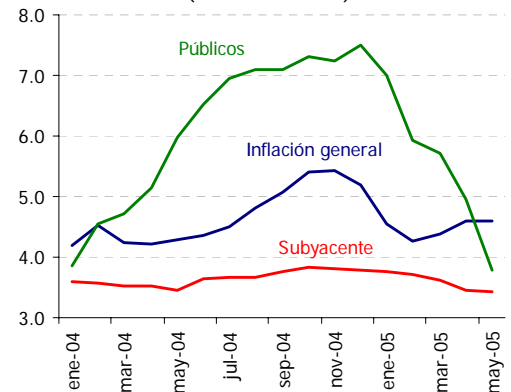
Los escenarios que se construyen adoptan a la inflación como variable clave. El escenario base consiste en una inflación subyacente consolidándose a la baja en 2005 (en torno al 3,5%) y la general estable en el 4%, apuntando hacia una convergencia hacia la meta en el 2006. La incertidumbre política es moderada y la transición es ordenada. El segundo escenario consta de una inflación subyacente convergiendo a la meta del 3% en 2005 y consolidándose en 2006. El proceso electoral también se desarrolla ordenadamente. Por último, el tercer escenario consiste de una inflación subyacente con resistencia a la baja (3,7%) en este año y con una general por arriba del 4%. En 2006, se observa una tendencia al alza en inflación y se presenta una radicalización del proceso electoral. La transición política se torna desordenada.

En el escenario base, Banxico no sube más los tipos y empezaría a relajar la política monetaria en el segundo semestre del próximo año (y no a finales de 2005, como descuenta el mercado). El tipo de fondeo bancario se mantendría así en el 9,75% hasta el primer semestre del 2006, bajando a 9,25% en el tercer trimestre y disminuyendo posteriormente a 8,75% a finales de 2006. El tipo de 10 años terminaría este año en el 10,3% y en el 10,2% en 2006.

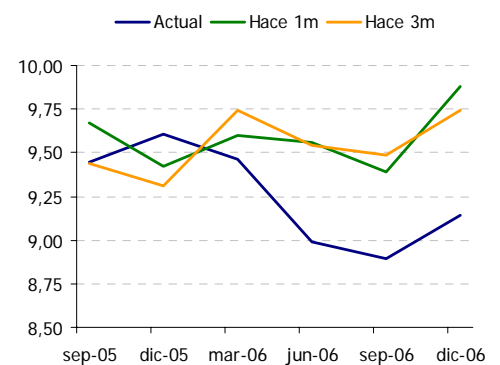
En el escenario de convergencia hacia la meta, el tipo oficial terminaría en 9,25% en 2005 y en 8% en 2006. Esto lleva a que el tipo de 10 años se sitúe en el 9,6 y en el 8,9% en 2005 y 2006, respectivamente. Finalmente, en el escenario de deterioro de inflación, los tipos oficiales continuarían aumentando hasta llegar al 10,75% en 2005 y al 11,5% en el próximo año. Los tipos largos aumentarían hasta el 10,7 y 11,9%, respectivamente.

Por último, se espera una menor depreciación del peso contra el dólar, aunque se mantiene la cautela ante la incertidumbre política. El diferencial de tipos de interés, el diferencial de crecimiento y el diferencial de inflación junto con sólidos flujos de capital hacia emergentes serían aspectos favorables en el corto plazo. Sin embargo, el riesgo político seguirá siendo el principal riesgo para el próximo año. En el escenario base, el peso se sitúa en 11,4 a finales de año (11,8 ant.) y en 2006 finaliza en 11,8 (12,2 ant.). Sólo en caso de un deterioro acusado de la inflación, el peso se podría situar en torno a 12 pesos/\$ a finales de año.

México: Inflación general, subyacente y precios públicos (En tasa interanual)



México: Futuros del Cetes 28



Cuadro resumen de previsiones

Escenario base			
Tipos oficiales	Actual	dic-05	dic-06
EE.UU.	3,00	4,00	4,50
UEM	2,00	2,00	2,50
México	9,75	9,75	8,75
Tipos 10 años	Actual	dic-05	dic-06
EE.UU.	4,10	4,50	5,20
UEM	3,20	3,50	4,00
México	9,60	10,30	10,20
Tipo de cambio	Actual	dic-05	dic-06
Dólar-euro	1,21	1,23	1,21
Peso-dólar	10,80	11,40	11,80
Escenario alternativo UEM			
Tipos oficiales	Actual	dic-05	dic-06
UEM	2,00	1,50	2,00
Tipos 10 años	Actual	dic-05	dic-06
UEM	3,20	3,10	3,70