



# Economicwatch

23 de febrero 2005

## Tipos de interés de largo plazo: ¿retraso en las subidas?

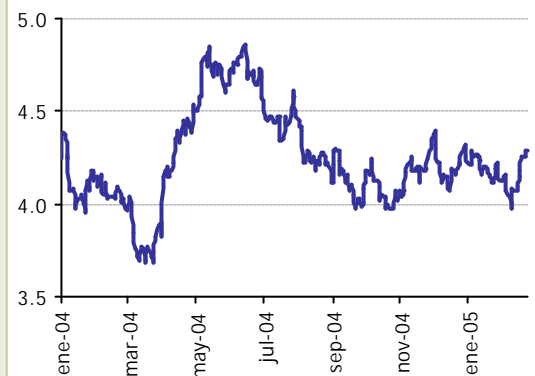
- Los tipos de interés de largo plazo subirán en EE.UU y en Europa, aunque la senda prevista de subidas se retrasa hasta la segunda parte del año.
- El mercado parece estar descontando, sin embargo, un escenario de tipos reducidos por un período prolongado de tiempo ya que apenas pondera riesgos en inflación.
- El dólar se ve apoyado por factores de corto plazo pero a lo largo del año se depreciará moderadamente dadas las perspectivas poco favorables para el déficit público y el ajuste exterior.
- Los tipos a corto plazo mexicanos subirán más de lo previsto inicialmente ante unas expectativas de inflación que continúan alejadas del objetivo del Banco de México y una actividad que sorprende al alza.

### Tipos de largo plazo: subirán, aunque algo más tarde

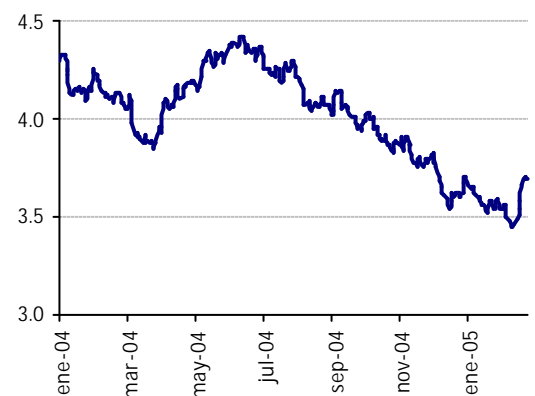
Los tipos de interés a largo plazo en EE.UU han repuntado recientemente hasta niveles de 4,28% ante un testimonio de Greenspan en el Congreso con un tono más alcista y la sorpresa al alza en los datos de precios de producción. Sin embargo continúan en niveles reducidos, lo cual estaría reflejando ciertas dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación económica estadounidense a la vez que no se ponderan riesgos en inflación. Esta situación sigue produciéndose en un contexto de subidas de tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal. De hecho, subidas de 25 p.b en las próximas tres reuniones están totalmente incorporadas en el mercado e, incluso, la probabilidad de una subida de 50 p.b no es despreciable (en torno al 60%).

De la misma forma, los mercados europeos también siguen en una tónica de tipos de interés de largo plazo reducidos, aunque han recuperado niveles de 3,65% por el efecto arrastre ante la corrección de los tipos estadounidenses. Así, el diferencial continúa siendo favorable a EE.UU. dada la fase más avanzada en la que se encuentra su ciclo de política monetaria con relación a Europa, donde el mercado continúa descontando el inicio de subidas a partir del tercer trimestre. En relación con lo anterior, mientras que en EE.UU. la economía sigue recorriendo una senda de crecimiento elevado, en la UEM todavía existen dudas acerca del ritmo de la recuperación. De hecho, los datos de actividad del cuarto

EE.UU: Tipos de interés a 10 años



UEM: Tipos de interés a 10 años



trimestre han sorprendido significativamente a la baja al mercado y a los analistas<sup>1</sup>.

En definitiva: ¿qué parece estar descontando el mercado?, ¿cómo está interpretando los indicadores relevantes que se han ido conociendo?:

**Precio del petróleo:** se mantiene elevado, con un nuevo aumento en las últimas semanas hasta niveles de 45 \$/b. Sin embargo, el mercado mantiene los riesgos a la baja en crecimiento y no pondera los riesgos de inflación.

**Actividad y empleo:** el dinamismo en la actividad y creación de empleo estadounidense continúa. Sin embargo, a la vista de los últimos datos conocidos de actividad y empleo, se observa una moderación del ritmo de crecimiento, que el mercado ha valorado negativamente impulsando las rentabilidades a la baja.

**Inflación:** sigue sin sorprender al alza, a pesar del dinamismo en el crecimiento, con unas expectativas ancladas tanto en el medio como en el largo plazo. El dato de enero de precios de producción, superior a lo esperado, podría representar un cambio en este sentido. El mercado parece haberlo interpretado de esta forma corrigiendo de forma importante al alza.

**Sesgo en inflación por parte de la Fed:** la Reserva Federal continúa sin cambiar su sesgo en inflación, cuando se esperaba que podría haberlo hecho a principios de año. Greenspan, en su último testimonio ante el Congreso, parece haber puesto más énfasis, con relación a declaraciones anteriores, en posibles presiones inflacionistas derivadas de la desaceleración reciente en la productividad y de la presión sobre los costes laborales.

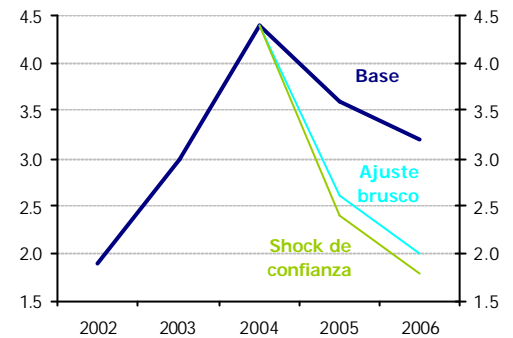
Desde nuestro punto de vista, existen factores que no están incorporados en los precios actuales y que, una vez que el mercado comience a incorporarlos, deberían impulsar al alza las rentabilidades:

**Déficit público en EE.UU.:** continuará siendo elevado (3,4% en 2005 y cercano al 3% en 2006), lo que dificultará un ajuste del déficit corriente en la economía por esta vía. Además del insuficiente ahorro público, la reducida tasa de ahorro privada (15% del PIB) dificulta un ajuste del déficit corriente. Sin un aumento de los tipos de interés de largo plazo, se hace más difícil que la economía logre una mayor tasa de ahorro doméstica. Además de la magnitud del desequilibrio exterior, la financiación del mismo continúa siendo de "baja calidad", con una participación de flujos oficiales (destinados principalmente a renta fija) que, aunque comienzan a mostrar síntomas de agotamiento, continúan ganando peso respecto los privados.

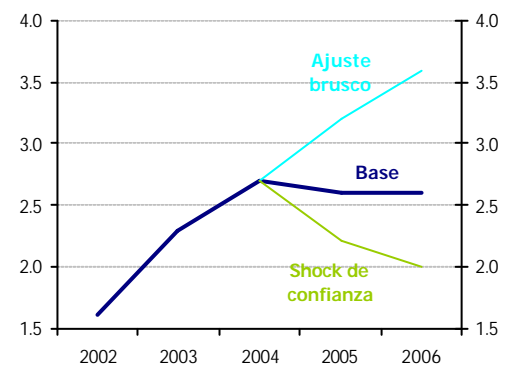
**Productividad y costes laborales:** desde finales de 2003 se observa una desaceleración continua de la productividad. Ello, en principio, sería razonable dado que el elevado crecimiento que venía mostrando esta variable en los últimos años no se podía considerar sostenible. A pesar de ello, la preocupación que está detrás de este hecho es la presión que ha comenzado a generar sobre los costes laborales unitarios, lo que podría generar presiones salariales.

**Liquidez:** las condiciones monetarias siguen siendo muy relajadas, a pesar del inicio del ciclo alcista de tipos en EE.UU. Diferentes indicadores dan cuenta de esta situación: unos tipos de interés reales en mínimos de los últimos treinta años, un crecimiento significativo de los agregados monetarios con relación al producto y el mantenimiento del proceso de

EE.UU.: Previsiones de crecimiento del PIB



EE.UU.: Previsiones de inflación



<sup>1</sup> Sin embargo, algunos indicadores de expectativas y encuestas empresariales, como el ZEW alemán, apuntan a unas mejores perspectivas para 2005.

búsqueda de rentabilidad en los mercados emergentes y en la renta fija privada en mercados OCDE.

**Demanda asiática de bonos:** las compras de *Treasuries* por parte de las instituciones oficiales se ha ralentizado recientemente. Algunos anuncios, como el del Banco Central de Corea acerca de la posible diversificación de sus reservas de dólares hacia otras divisas han llamado la atención del mercado. Si bien este anuncio ha tenido poco impacto en las rentabilidades de largo plazo (el Banco de Corea sólo posee el 2% del *Treasuries*), tiene un “efecto señal” significativo y podría haber un posible efecto contagio sobre el resto de autoridades monetarias asiáticas. El mayor impacto del anuncio se ha producido sobre el dólar, que se ha depreciado con el euro hasta el 1,32.

A la vista de estos factores, que el mercado no termina por incorporar, **nuestro escenario central sigue contemplando un aumento de rentabilidades de largo plazo en EE.UU y Europa, aunque se han retrasado marginalmente las subidas, las cuales se producirían con mayor intensidad a partir de mediados de año a medida que se disipen algunas de las incertidumbres actuales. Ahora bien, no se han alterado las previsiones de tipos de interés oficiales y en los tramos más cortos de las curvas de deuda.** Seguimos pensando que la Reserva Federal continuará con su política gradual de aumento de tipos hasta situarlos en el 4% a finales de año, mientras que el BCE comenzará su ciclo alcista hacia el mes de septiembre, para finalizar en el 2,5% en diciembre.

### Cuantificando los escenarios: ¿una reconsideración de sus probabilidades?

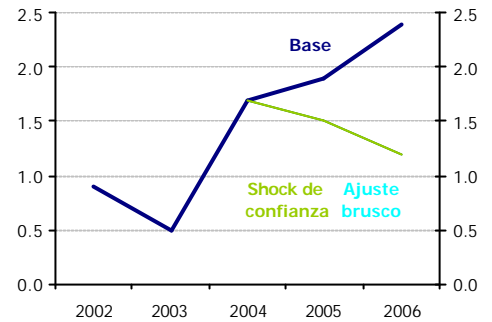
Seguimos considerando tres escenarios económicos y financieros para EE.UU:

(i) **Escenario central o de Ajuste Suave:** el crecimiento en la economía estadounidense continúa siendo elevado en 2005 y 2006, por encima del 3%. La productividad se va desacelerando, la inflación se mantiene en torno a su nivel tendencial lo que permite que la Fed continúe con su política de gradualismo en el aumento de tipos. Los tipos de largo plazo aumentarían hasta el 6% a finales de 2006, aunque, como se ha mencionado anteriormente, hemos retrasado el ajuste reduciendo la previsión para finales de 2005 desde 5,5% hasta 5,2%. En cuanto al dólar, no hemos cambiado nuestra perspectiva de estabilidad hasta mediados de año con el euro con una depreciación moderada hacia finales de año.

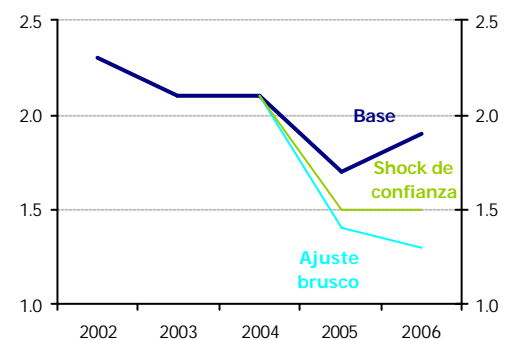
(ii) **Escenario de Menor Confianza:** la incertidumbre actual se agudiza, lo que podría estar vinculado a un desplome de los precios de activos (bursátiles, inmobiliarios, etc.) o a que la situación de menor confianza genere un aumento de la tasa de ahorro de las familias, que se enfrentan a un alto nivel de endeudamiento. En este caso, se moderan la actividad y la inflación y, en consecuencia, la Fed detiene la subida de tipos. En materia de tipos largos este escenario podría definirse como un continuismo de la situación actual, con tipos que se mantienen reducidos en niveles del 4,5%.

(iii) **Escenario de Ajuste Brusco:** contempla una significativa desaceleración de la productividad que, junto con una expansión fiscal que no logra moderarse, agudiza las dudas sobre la sostenibilidad del déficit corriente. Se trata de un escenario en el que, en un contexto de notable expansión monetaria, la inflación se acelera hasta el 3,5%. Por ello, la Reserva Federal, si bien es posible que inicialmente vaya con cierto retraso dando más peso a la incertidumbre sobre la actividad, después se vería obligada a aumentar bruscamente sus tipos de interés a finales de 2005 y en 2006. Los tipos de largo plazo también aumentarían bruscamente, sobre todo en 2006, finalizando en el 6.5%. En materia cambiara, este escenario

UEM: Previsiones de crecimiento del PIB



UEM: Previsiones de inflación



contempla una mayor depreciación del dólar que podría alcanzar el 1,45 con el euro en 2006.

Trasladando a Europa los escenarios descritos anteriormente para la economía estadounidense, se obtiene que en el escenario de *Ajuste Suave* los tipos de largo plazo aumentan moderadamente hasta situarse en el 5% a finales de 2006 en un entorno donde los tipos oficiales suben, menos deprisa que en EE.UU, hasta el 3,75% a finales de 2006 y con una economía creciendo a tasas de superiores al 2%.

En cuanto a los escenarios de riesgo, ambos producen un efecto negativo sobre el crecimiento, al igual que en EE.UU, con una desaceleración de más de un punto respecto al escenario central. El efecto sobre la inflación, sin embargo, es a la baja en ambos escenarios, siendo ésta la principal diferencia con EE.UU. Mientras que en el escenario de *Menor Confianza* el pobre crecimiento económico trae aparejada una menor inflación, la mayor apreciación del euro que se produce en el escenario de *Ajuste Brusco* produce un efecto similar. En consecuencia, el BCE no subiría los tipos de interés e, incluso, podrían producirse bajadas adicionales en el escenario de *Ajuste Brusco*. Los tipos largos en ambos escenarios se mantendrían reducidos, si bien en el escenario de *Ajuste Brusco* alcanzarían niveles marginalmente mayores, arrastrados por la subida de tipos en EE.UU.

¿Cuáles son las probabilidades de estos escenarios? La probabilidad que otorgamos al escenario central asciende del 60%. El escenario de *Ajuste Brusco* recibe una probabilidad del 25% mientras fijamos una probabilidad del 15% al de Menor Confianza. Si bien **hemos aumentado marginalmente la probabilidad del escenario de Menor Confianza (tipos de interés reducidos) en 5 p.p.**, el escenario de riesgo más probable continúa siendo el de Ajuste Brusco.

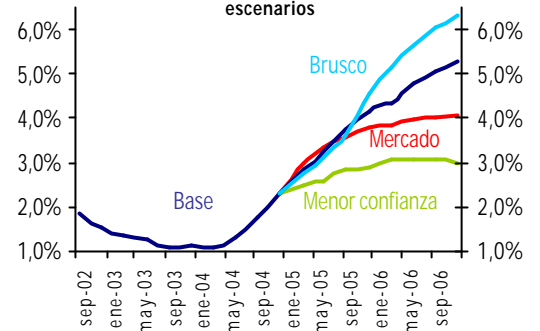
El mercado, sin embargo, no parece ponderar riesgos al alza en inflación. De hecho, la probabilidad del escenario de tipos de corto plazo reducidos, implícita en las cotizaciones actuales, asciende al 57% en EE.UU y 47% en Europa. Realizando el mismo ejercicio para las rentabilidades de largo plazo, estas probabilidades aumentan hasta el 80% y el 100% respectivamente.

### México: mayores tipos de corto plazo

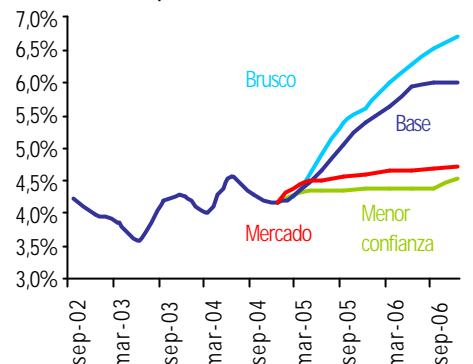
Uno de los aspectos a destacar en los mercados mexicanos en las últimas semanas es el significativo aumento de los tipos a corto plazo, los cuales se sitúan en torno a 9,2% (tasa de fondeo bancario), con un incremento de casi 50 puntos básicos en el último mes. Ello, junto con unos tipos a largo plazo que se han reducido levemente desde principios de año, la curva mexicana se encuentra invertida hasta el plazo de tres años.

¿Qué factores explican esta importante corrección en los tipos de corto plazo? En primer lugar, el mensaje del Banco de México respecto a la inflación parece haberse endurecido. Si bien la inflación se ha desacelerado respecto a los máximos observados en noviembre de 2004 y las expectativas se han moderado, éstas aún se encuentran lejos del objetivo del 3%. En segundo lugar, el crecimiento económico mexicano para 2004 ha sido del 4,4% promedio anual, superado las expectativas. Además, los indicadores apuntan a que la actividad continúa sólida en los primeros meses de 2005, aunque con una leve desaceleración. Por último, un tercer factor que contribuiría a explicar la mayor restricción monetaria es la intención de Banxico de evitar que se produzca una elevada volatilidad previa a las elecciones de 2006.

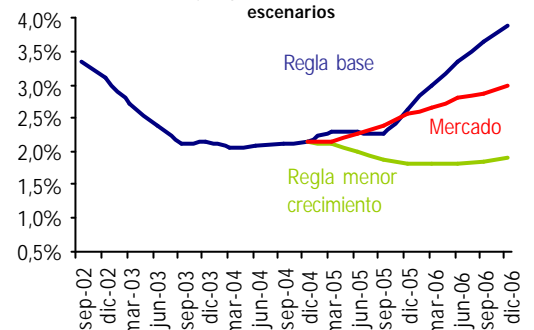
EE.UU.: Tipos a 3 meses descontados por el por el mercado y reglas monetarias en distintos escenarios



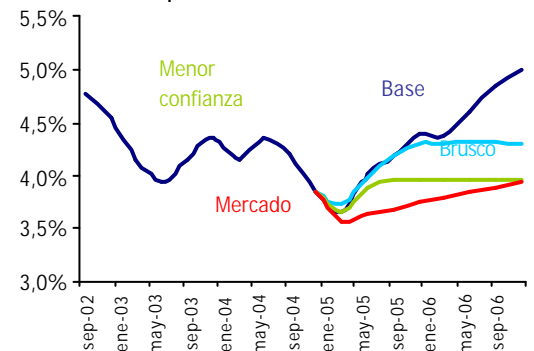
EE.UU.: Tipos a 10 años en los diferente escenarios



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



UEM: Tipos a 10 años en los diferente escenarios



En resumen, nuestras perspectivas de tipos de corto plazo en el escenario central han aumentado, independientemente de que las previsiones de tipos oficiales en EE.UU se mantienen inalteradas. En consecuencia, hemos ajustado la previsión para finales de año hasta 9,4, desde el 9,0% anterior. En cuanto a los tipos a largo plazo se ha ajustado marginalmente la previsión para finales de año a la baja (desde el 10,8% hasta el 10,6%), consistentemente con el ajuste de las rentabilidades a largo plazo estadounidenses. Con respecto al peso, seguimos anticipando una gradual depreciación a lo largo del año hasta finalizar en 11,8 pesos/\$, aunque en el primer semestre del año el sesgo es hacia la apreciación. Este sesgo tiene soporte en los siguientes factores: (i) los diferenciales de tipos de interés con EE.UU se sitúan en máximos históricos; (ii) la financiación del déficit corriente (1,4% del PIB) continúa siendo de muy buena calidad, basada en Inversión Extranjera Directa y Remesas de Inmigrantes, suponiendo ambas partidas el 2,5% del PIB; (iii) el proceso de búsqueda de rentabilidad en mercados emergentes parece sostenerse en el corto plazo; (iv) el mercado de divisas no parece estar cotizando ningún riesgo de volatilidad preelectoral.

## Cuadro resumen de previsiones

### Escenario de ajuste suave (60%)

Tipos oficiales	Actual	dic-05	dic-06
EE.UU.	2.50	4.00	5.00
UEM	2.00	2.50	3.75
México	9.15	9.40 ↑	---
Tipos 10 años	Actual	dic-05	dic-06
EE.UU.	4.23	5.20 ↓	6.00
UEM	3.67	4.30 ↓	5.00
México	9.78	10.60 ↓	---
Tipo de cambio	Actual	dic-05	dic-06
Dólar-euro	1.32	1.35	1.30
Peso-dólar	11.08	11.80	---

### Escenario de ajuste brusco (25%)

Tipos oficiales	Actual	dic-05	dic-06
EE.UU.	2.50	4.25 ↓	6.00
UEM	2.00	1.75 ↓	1.75
México	9.15	9.50 ↓	---
Tipos 10 años	Actual	dic-05	dic-06
EE.UU.	4.23	6.00 ↓	6.50
UEM	3.67	4.50 ↓	4.20
México	9.78	11.00 ↓	---
Tipo de cambio	Actual	dic-05	dic-06
Dólar-euro	1.32	1.40	1.45
Peso-dólar	11.08	12.40	---

### Escenario de shock de confianza (15%)

Tipos oficiales	Actual	dic-05	dic-06
EE.UU.	2.50	3.00 ↑	3.00
UEM	2.00	2.00	2.00
México	9.15	8.75 ↑	8.00
Tipos 10 años	Actual	dic-05	dic-06
EE.UU.	4.23	4.50 ↓	4.50
UEM	3.67	4.00 ↓	4.00
México	9.78	9.30 ↓	9.50
Tipo de cambio	Actual	dic-05	dic-06
Dólar-euro	1.32	1.35	1.35
Peso-dólar	11.08	12.00	---