

ANÁLISIS DE LOS TIPOS DE INTERÉS USD Y EUR

LOS últimos meses se han caracterizado por la modificación de las expectativas de subidas de tipos de interés, tanto en el Área Euro como en Estados Unidos, al hilo de las positivas previsiones de crecimiento para el primer trimestre del año y después de la ralentización registrada en el cuarto trimestre de 2005. Sobre todo en Europa, las expectativas de mejora en el crecimiento recogidas en los indicadores de confianza, tanto empresarial como del consumidor, son presagio de continuidad en el incremento gradual de los tipos de interés que se han producido en febrero y marzo, capitalizando en mayor medida la positiva percepción en el plano macroeconómico y no tanto el riesgo sobre la estabilidad de precios, que se han moderado desde septiembre. En Estados Unidos, la sostenibilidad económica, basada en la fortaleza del mercado laboral se ha trasladado a la curva de tipos, que se ha incrementado notablemente en el último mes.

Si algo ha quedado claro en estos meses es el «aguante» de la primera economía mundial. Aunque hay indicios de desaceleración en el mercado

inmobiliario, y sobre todo en el consumo, como se puso de manifiesto en el PIB del cuarto trimestre, esta desaceleración se está produciendo a un ritmo más lento del previsto, así como de forma ordenada, y el mercado laboral, a pleno rendimiento tras los huracanes, mantiene un elevado dinamismo. Este sentimiento de «fortaleza» del ciclo económico (aunque todavía persisten las dudas de desaceleración) es compatible con la convergencia de la inflación general a la subyacente (ha pasado de 4,7% en septiembre a 4% en enero). Sin embargo, los riesgos para la estabilidad de los precios persisten y la Reserva Federal se muestra «vigilante» ante posibles repuntes de los precios, lo que ha provocado en febrero una modificación de las expectativas de subidas del nivel objetivo de los *Fed Funds* por parte del mercado hasta el 5%.

En consecuencia, la conjunción de sostenibilidad en el crecimiento y la persistencia del potencial riesgo que supone un repunte inflacionista, han provocado una tensión de las curvas de tipos, recuperando la pendiente 2-10 años de la curva de tipos estadounidense la zona positiva, que

Aunque hay indicios de desaceleración en el mercado inmobiliario, y sobre todo en el consumo, como se puso de manifiesto en el PIB del cuarto trimestre, esta desaceleración se está produciendo a un ritmo más lento del previsto, así como de forma ordenada, y el mercado laboral, a pleno rendimiento tras los huracanes, mantiene un elevado dinamismo

había llegado a perder en el mes de febrero tras el intenso repunte del tramo corto. El mayor nivel de llegada del tipo de intervención que parece estar en la mente del mercado no ha sido suficiente para sacar de terreno negativo la pendiente de la curva de tipos descontados por los futuros sobre el Eurodólar 3M, síntoma de un recorte, no

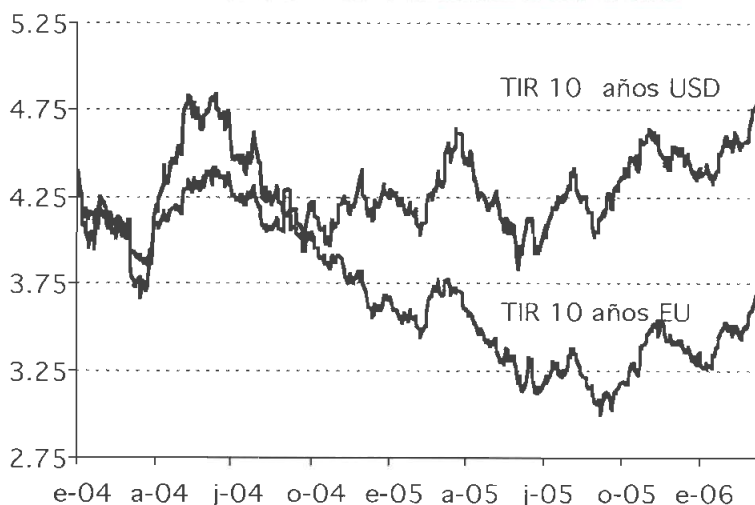
muy lejano en el tiempo, del nivel objetivo de los *Fed Funds*. Una vez alcanzado el 4,80% en la TIR a 10 años, nuestro escenario para los próximos meses no contempla un incremento adicional importante en las rentabilidades de la curva USD, por lo que creemos que es buen momento para ir rehaciendo cartera de deuda a largo en Estados Unidos con un horizonte superior a 6 meses.

En Europa continúa produciéndose una mejora de los indicadores de confianza y actividad, incluso los componentes de empleo de los índices de sentimiento se encuentran en zona de expansión económica. Al igual que en Estados Unidos, la inflación de la Eurozona se ha moderado hasta el 2,3% de febrero, siendo interpretado en clave de mayor crecimiento por el mercado, que ha favorecido en incremento de la curva de tipos de interés hasta alcanzar la rentabilidad a 10 años de la deuda europea a niveles del 3,66%. La curva monetaria de igual forma se ha incrementado, descontando niveles de llegada del tipo de intervención más elevados, del 3,25%, después del último Consejo de Gobierno del BCE, en el que se subió el tipo *repo* otros 25 p.b. Además, el mensaje del presidente Trichet fue más tensionador de lo que el mercado esperaba, eliminando el escenario alternativo de riesgos para el crecimiento y advirtiendo más intensamente del potencial riesgo inflacionista. Por otro lado, la elevada liquidez y la inflación de activos, centrada en el mercado inmobiliario, sigue siendo una preocupación para el BCE y un factor de presión adicional para la continuidad de las subidas de tipos de interés. En este contexto, la pendiente 2-10 años de la curva europea se mantiene en un rango muy reducido, entre 45 y 50 p.b., del que pensamos que debería salir en la medida que se materialice en los datos de actividad la mejora que se intuye en los indicadores de sentimiento. Por lo tanto, nuestra visión de la curva de tipos de interés europea es de una gra-

dual elevación del tramo largo de la misma en 2006 amparada en la mejora de las condiciones del ciclo económico en Europa, sobre todo en Alemania. Esto debería desencadenar subidas adicionales del tipo *repo* por parte del BCE, hasta 3% en diciembre, llevando a la TIR del bono a 10 años hacia niveles de 3,75% - 3,80% en la recta final de 2006. La elevada pendiente existente entre el tipo a 2 años y el tipo *Repo* del BCE hace que la inversión en deuda a 2 años presente un atractivo adicional sobre el resto de la curva. El análisis de *breakeven*, en el que se pone de manifiesto una mayor protección ante posibles repuntes de la curva en la zona a 2 años respecto del resto, complementa nuestra recomendación de sobreponderar la zona corta de la curva.

En lo que respecta al mercado de crédito, tanto los segmentos de Investment Grade como de High Yield, han mostrado un buen comportamiento en los últimos meses, y no se han visto demasiado afectados de un entorno que, tarde o temprano, se traducirá en un incremento notable de los spreads de crédito

Evolución rentabilidades a 10 años de deuda EUR vs USD

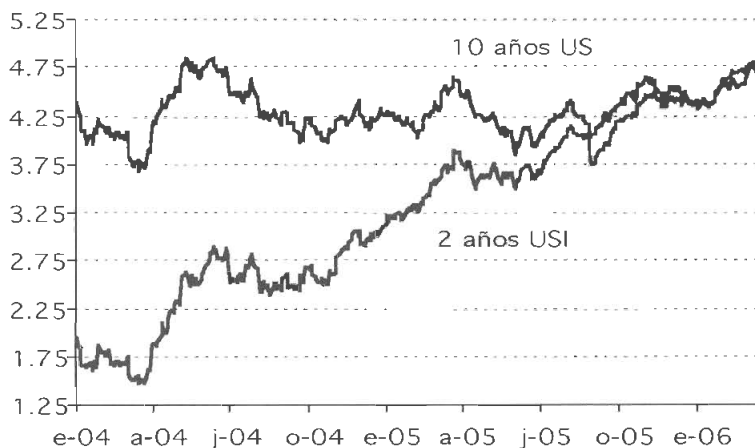


En lo que respecta al mercado de crédito, tanto los segmentos de *Investment Grade* como de *High Yield* han mostrado un buen comportamiento en los últimos meses, y no se han visto demasiado afectados de un entorno que, tarde o temprano, se traducirá en un incremento notable de los *spreads* de crédito. En lo que llevamos de 2006, el crédito no ha dado síntomas de debilidad en su conjunto. De esta forma, la rentabilidad acumulada en 2006 por el mercado de crédito es ligeramente similar a la de la

deuda pública, pese al aplanamiento de las curvas de tipos y las recientes subidas de la volatilidad implícita cotizada por las opciones tanto en Europa como en Estados Unidos. Incluso, el segmento *High Yield* europeo experimenta notables reducciones del *spread* frente a la deuda que le llevan a exhibir un buen comportamiento en el año (en torno a 75-80 p.b. hasta 320 p.b.).

Por sectores, las emisiones del sector financiero han experimentado un mejor comportamiento relativo que las del

Evolución rentabilidades a 10 años vs 2 años de deuda USD



Además, el escenario que manejamos para los tipos de interés en la Eurozona en 2006 es alcista, contribuyendo en nuestra opinión a tensionar los spreads en lo que resta de año

sector industrial y *utilities*. El mayor número de operaciones corporativas concentradas en estos sectores ha provocado un peor comportamiento que en caso del sector financiero. Además, el denominador común en ambos casos es el *outperformance* de los tramos más cortos sobre los largos, en línea con lo sucedido con el mercado de deuda. En cuanto al comportamiento por tramos de *rating*, son los escalones más bajos dentro de IG los que están mostrando un mejor comportamiento relativo (incluso el tramo BBB, tanto Financiero como Industrial, muestra rentabilidades positivas), debido a la reducción del *spread* tras el tirón al alza de final de año.

En cualquier caso, con la vista puesta en el medio y largo plazo, seguimos pensando que el mercado de crédito sigue «sobervalorado», y que estando aún latentes factores que podrían provocar un escape al alza de los *spread* crediticios, es preferible reducir posiciones a favor de la deuda pública. Por un lado, en Estados Unidos la temporada de resultados empresariales se ha saldado, por segundo trimestre consecutivo, con un crecimiento de beneficios por debajo del estimado al inicio del trimestre, provocando un comportamiento lateral de la bolsa de EE.UU. acompañado de un ligero incremento de la volatilidad implícita. Por otro lado, los procesos de fusiones y adquisiciones, así como las compras de compañías por parte de inversores privados en Europa, se encuen-



tran en máximos de los últimos 4 años, y se espera que continúe en el presente año. Además, el escenario que manejamos para los tipos de interés en la Eurozona en 2006 es alcista, contribuyendo en nuestra opinión a tensionar los *spreads* en lo que resta de año. La conjunción de todos estos factores ha llevado a las principales agencias de calificación crediticia, Moody's y Standard & Poor's, a alertar de un previsible incremento en 2006 de las tasas de *default*, que por otra parte continúan en niveles mínimos, siendo este otro factor de riesgo para el mercado de crédito. Este escenario debería favorecer un progresivo traslado de compañías, los segmentos *rating* superior a los de inferior, lo que debería favorecer un mejor comportamiento de la deuda corporativa de superior calidad crediticia. ■

Evolución rentabilidades a 10 años vs 2 años de deuda EUR

