



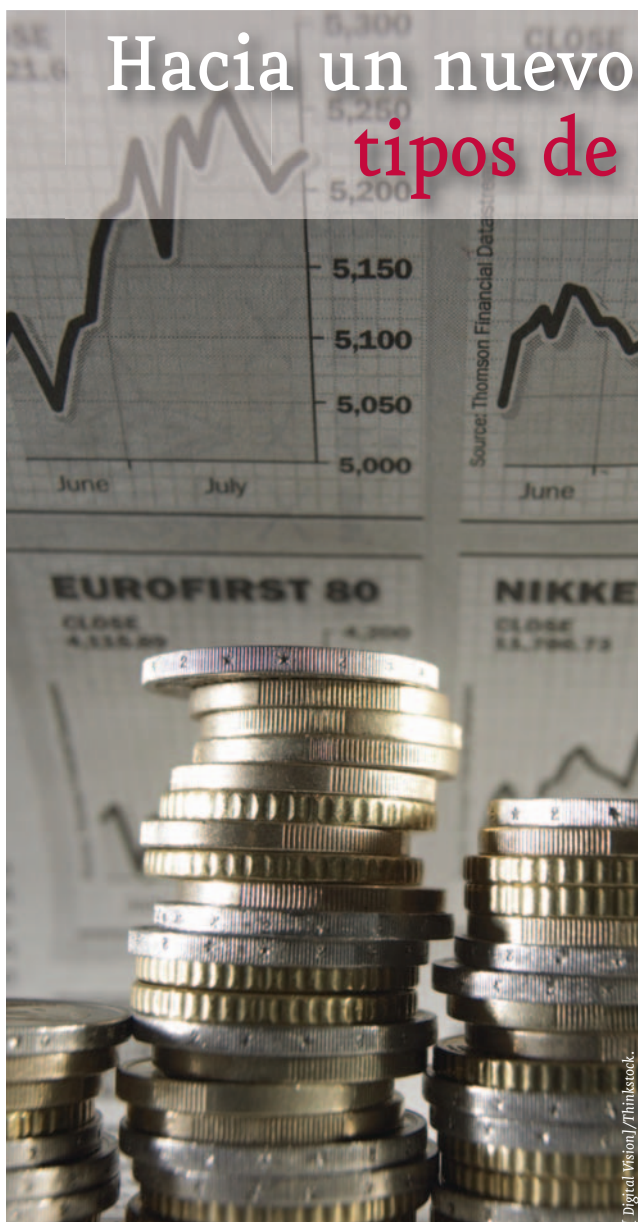
# CUADRO DE MANDO Financiero

Miguel Arregui

## Hacia un nuevo entorno de tipos de interés

### Puntos destacados

- El BCE reintroduce los argumentos inflacionistas en su último Consejo de Gobierno. Las perspectivas en materia de crecimiento y, sobre todo, de inflación que maneja la autoridad monetaria podrían marcar el inicio de un proceso de normalización de los tipos de referencia en el más corto plazo. El mercado adelanta la primera subida de tipos de referencia a abril-junio de 2011.
- Nuevo contexto para el *repo* del BCE y traslación al resto de tipos de interés euro. Reaccionando al comunicado de la autoridad monetaria, los tipos a corto plazo y los tramos cortos de las curvas soberanas registran avances significativos. Revisamos previsiones de tipos de interés y establecemos el nivel de llegada para el BCE en el entorno del 2% a mediados de 2012.
- Los riesgos a una subida prematura o agresiva para el tipo de intervención del BCE no son despreciables. La escasa tracción en el flujo de liquidez hacia la economía real (M3 y concesión de crédito al sector privado) sigue poniendo de manifiesto que estamos en una fase todavía incipiente de la recuperación económica.



[Digital Vision/Thinkstock]

**N**uevo contexto de política monetaria en el área euro. El balance del BCE, en clave de crecimiento e inflación, estaría allanando el terreno para una posible subida de los tipos de interés de referencia a corto plazo.

El cambio en la orientación del discurso del Banco Central ha modificado las expectativas de los agentes y se ha traducido en un avance de tipos en las curvas monetarias y de deuda soberana a corto plazo. Los tipos Euribor -a los que se suelen vincular las operaciones de concesión de crédito al sector privado- avanzan de forma significativa.

Revisamos previsiones de tipos de interés y nos ajustamos al nuevo esquema propuesto por el BCE. Fijamos el nivel de llegada para el tipo repo próximo al 2% a mediados de 2012 ::

PREVISIONES AFI DE TIPOS DE INTERÉS EURO (%)

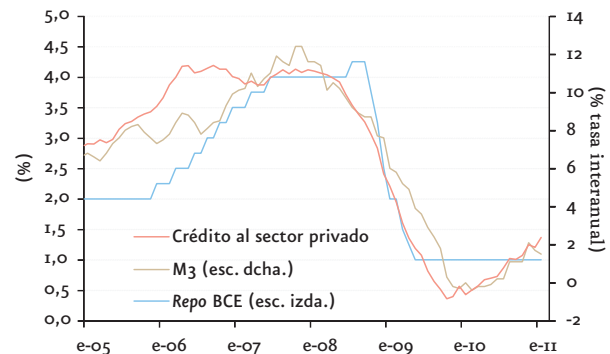
	Repo y Euribor				Deuda euro	
	BCE	3 m	6 m	12 m	2 a	10 a
mar-11	1,00	1,20	1,55	1,95	1,75	3,25
jun-11	1,25	1,55	1,83	2,10	1,90	3,35
sep-11	1,50	1,70	1,95	2,20	2,00	3,45
dic-11	1,50	2,00	2,20	2,40	2,25	3,50
mar-12	1,75	2,15	2,35	2,55	2,30	3,60
jun-12	2,00	2,20	2,38	2,55	2,45	3,65
sep-12	2,00	2,30	2,45	2,60	2,60	3,70
dic-12	2,25	2,75	2,88	3,00	2,80	3,75

Fuente: elaboración propia.

**L**a propuesta del BCE, sin embargo, no está exenta de riesgos. El crédito sigue sin ser canalizado con fluidez a la economía real. La concesión de crédito a empresas en el agregado del área euro creció un 0,5% interanual en enero pasado (2,4% para el conjunto del sector privado, que incluye también hogares).

Una tasa de crecimiento que, si bien supone volver a la senda del crecimiento por primera vez desde agosto de 2009, no es lo suficientemente elevada como para justificar por esta vía un endurecimiento de las condiciones monetarias. El patrón inflacionista está siendo, por lo tanto, la principal directriz que está siguiendo el BCE a la hora de gestionar su política monetaria convencional ::

Repo BCE e indicadores monetarios en el área euro



Fuente: elaboración propia a partir de Ecwin.

**L**a orientación del comunicado del BCE ha dado recorrido a la apreciación del euro en el mercado de divisas. El cruce dólar/euro vuelve a situarse en niveles próximos a 1,40.

Los mayores logros obtenidos en materia de programas de rescate UME y el probable endurecimiento de las condiciones monetarias del BCE son dos de los principales elementos de apoyo para la apreciación del euro en el contexto actual. A pesar de ello, los problemas de fondo de la periferia UME siguen latentes y, aunque se hayan reducido al amparo de los mecanismos de ayuda, no han desaparecido completamente. Este elemento podría ser un lastre para la cotización del euro en el medio plazo.

Con todo, estimamos que el tipo de cambio dólar/euro podría cerrar el ejercicio en niveles próximos a 1,36. Recomendamos cubrir cobros en euros o pagos en dólares a cierre de año ::

Tipo de cambio dólar/euro y diferencial soberano periférico promedio frente a Alemania (pb)



Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.