

Pensando en las bajadas de tipos de interés de los bancos centrales

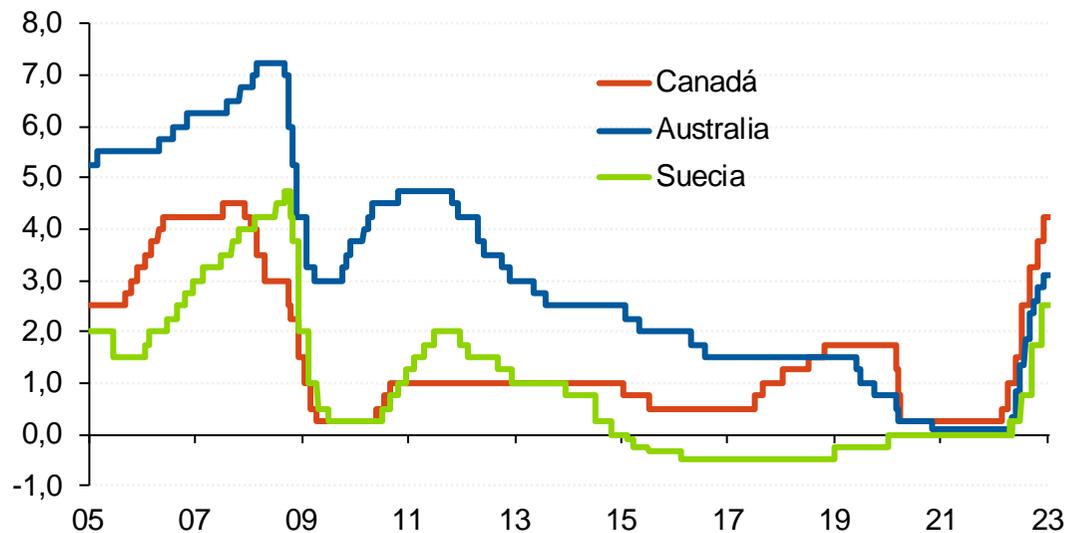
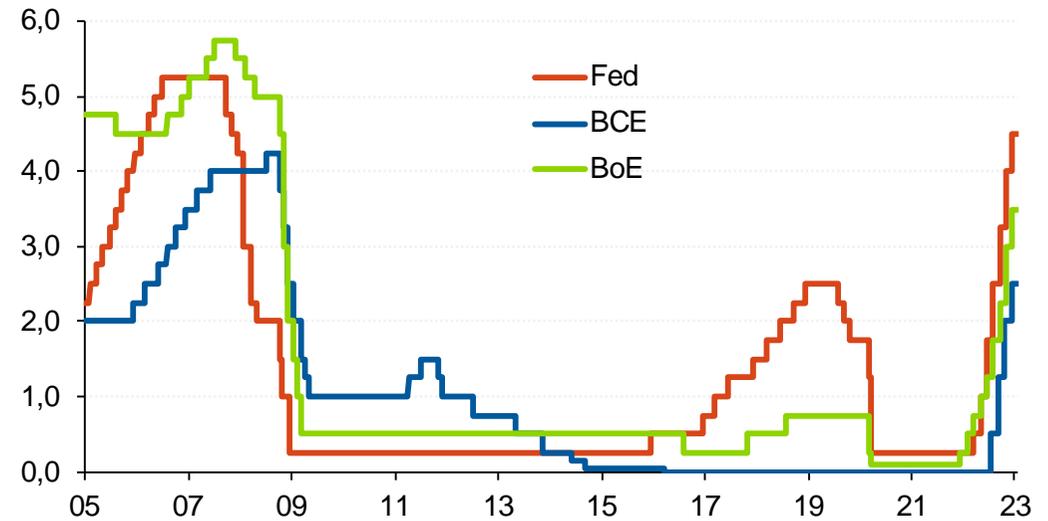
David Cano Martínez
dcano@afi.es
@david_cano_m

Socio de Analistas Financieros Internacionales (Afi)
Director de Afi Inversiones Globales, SGIIC
Madrid, 26 de enero de 2023

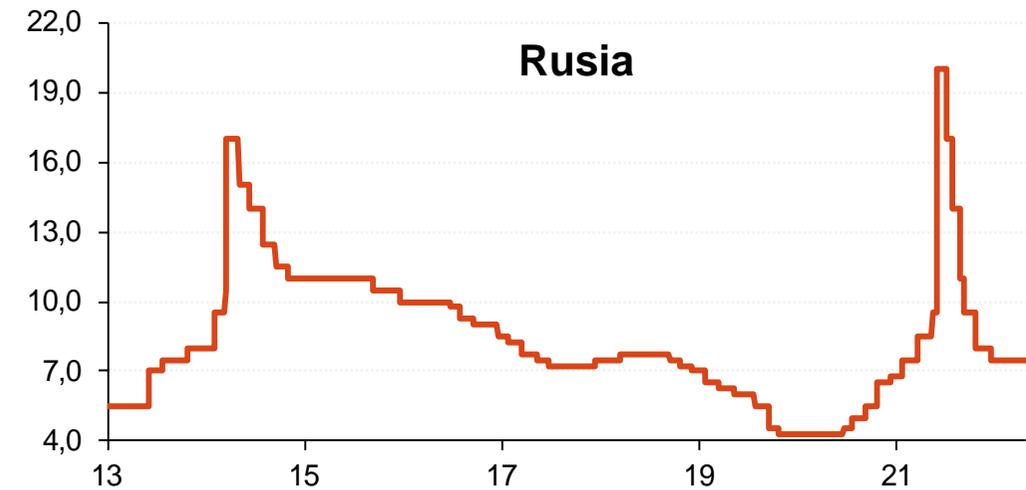
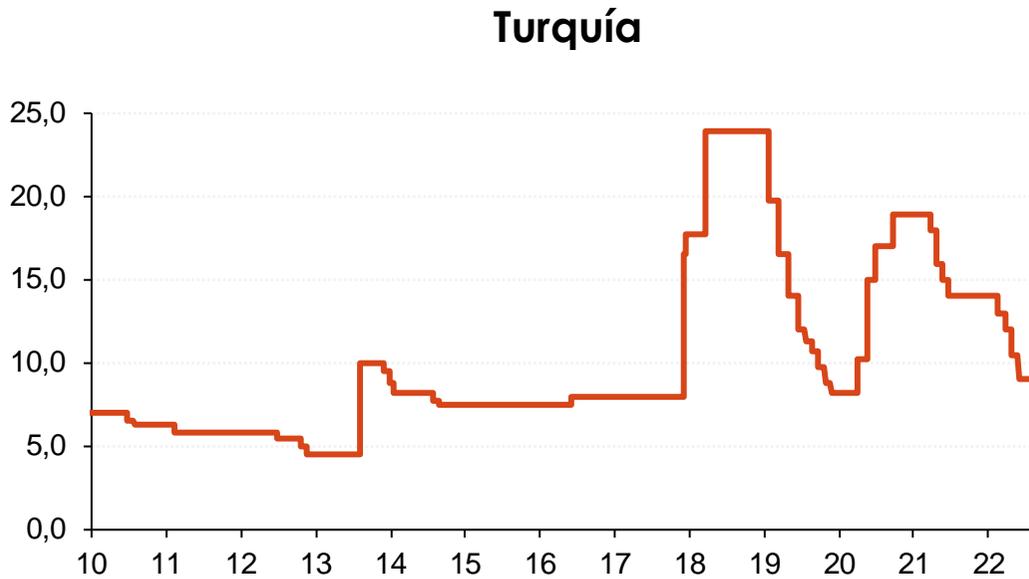
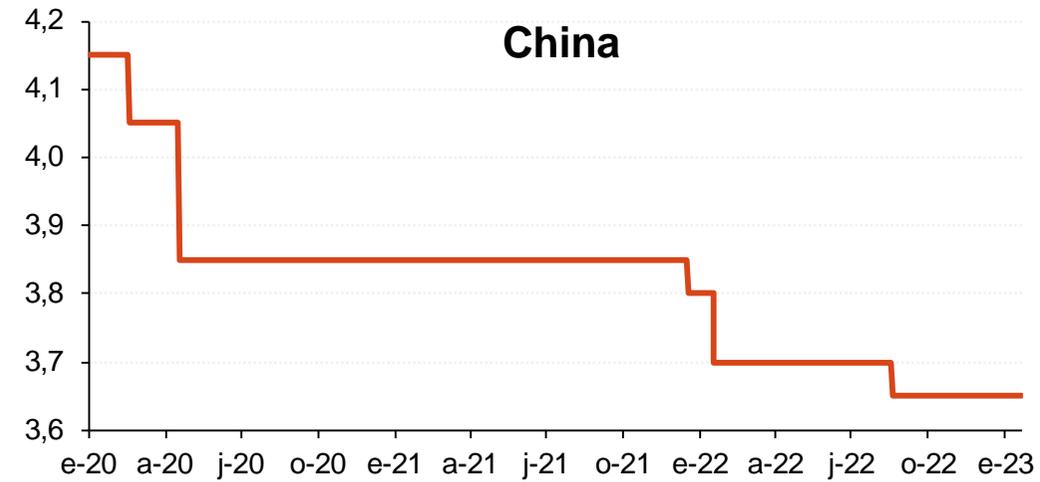
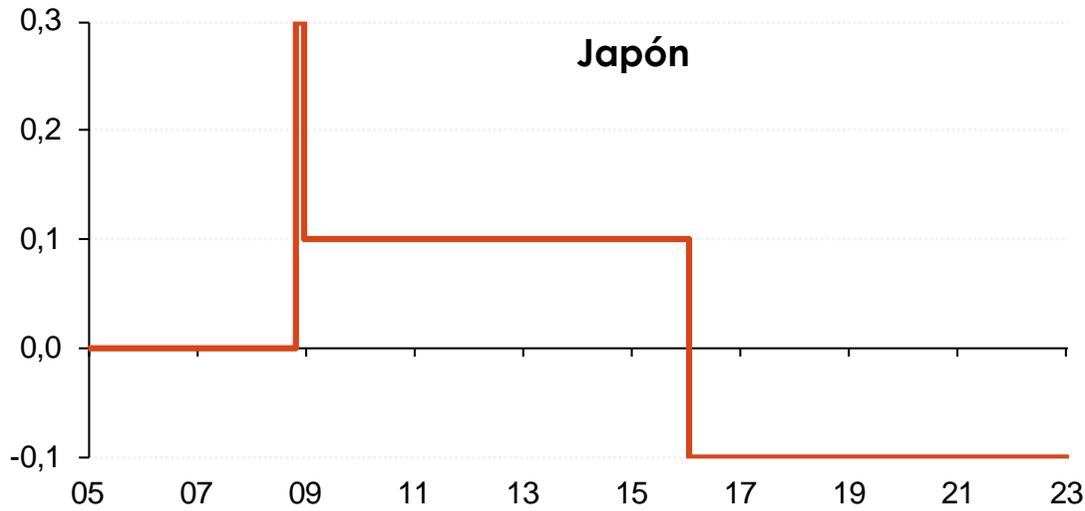
2022: el año de las subidas de tipos de interés...

Tipo de interés y variación acumulada en 2022

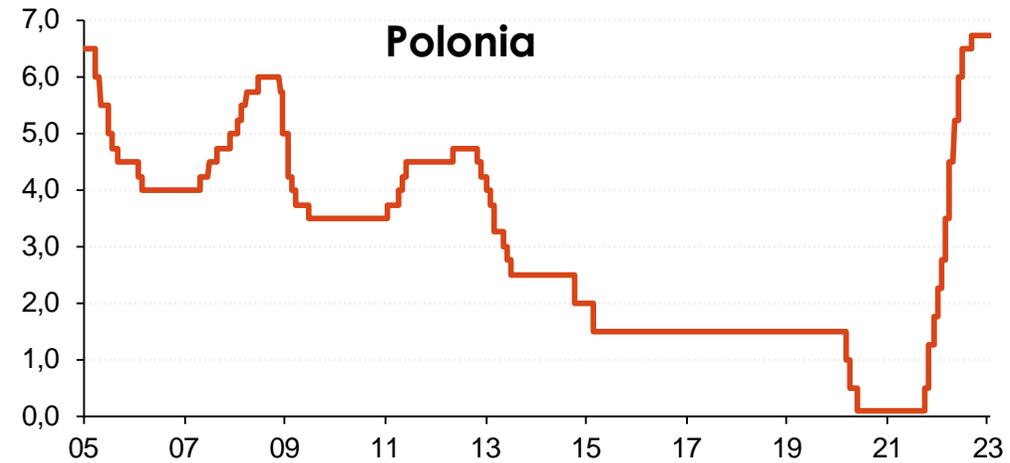
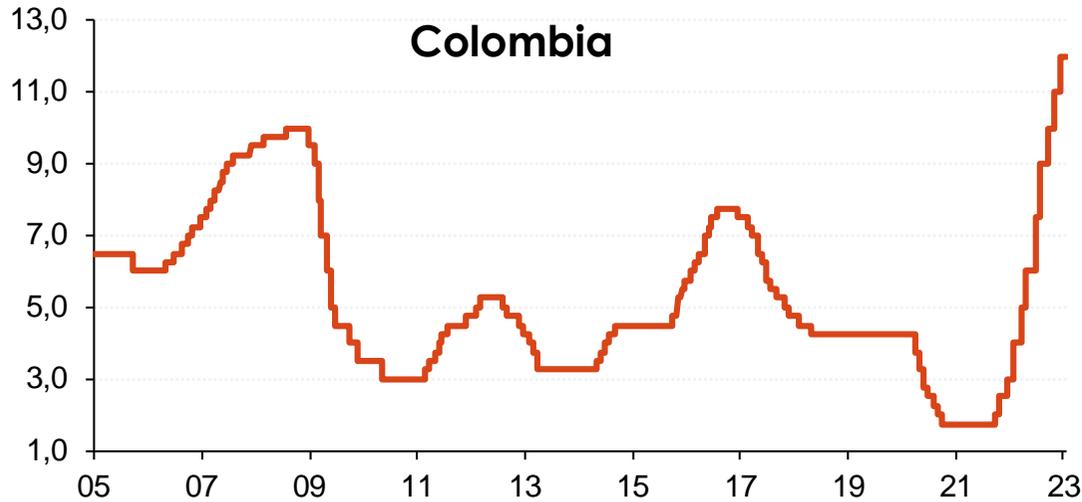
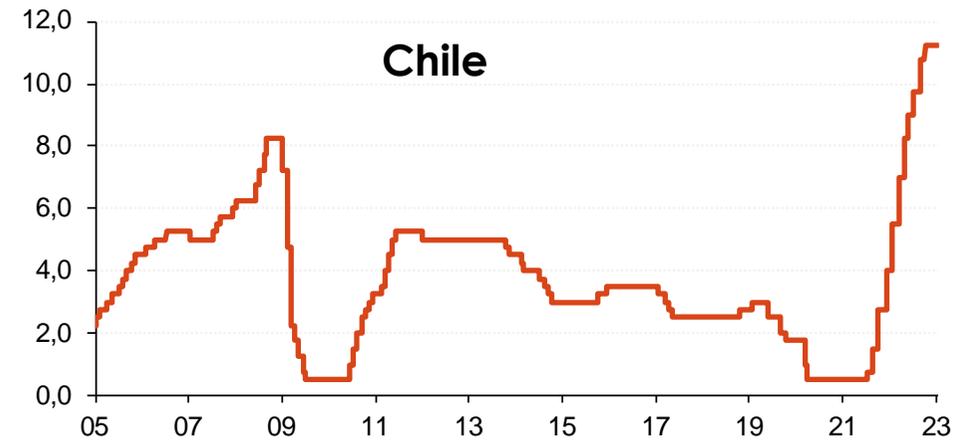
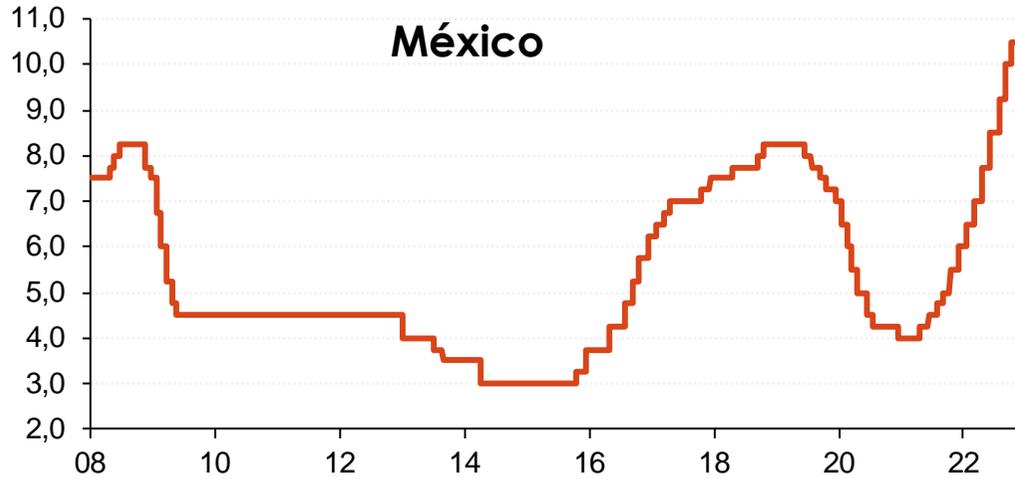
	Último	31/12/2021
Fed	4,50	425
BCE	2,50	250
BoE	3,50	325
Japón	-0,10	0
Suiza	1,00	175
Noruega	2,75	225
Suecia	2,50	250
Canadá	4,25	400
Australia	3,10	300
N.Zelanda	4,25	350
China	3,65	-15
India	6,25	225
Rusia	7,50	-100
Brasil	13,75	450
México	10,50	500
Colombia	12,00	900
Chile	11,25	725
Perú	7,75	525
Corea del Sur	3,50	250
Indonesia	5,75	225
Turquía	9,00	-500
Polonia	6,75	500
Sudáfrica	7,00	325
Israel	3,75	365
Rumanía	7,00	525



... con muy pocas excepciones.

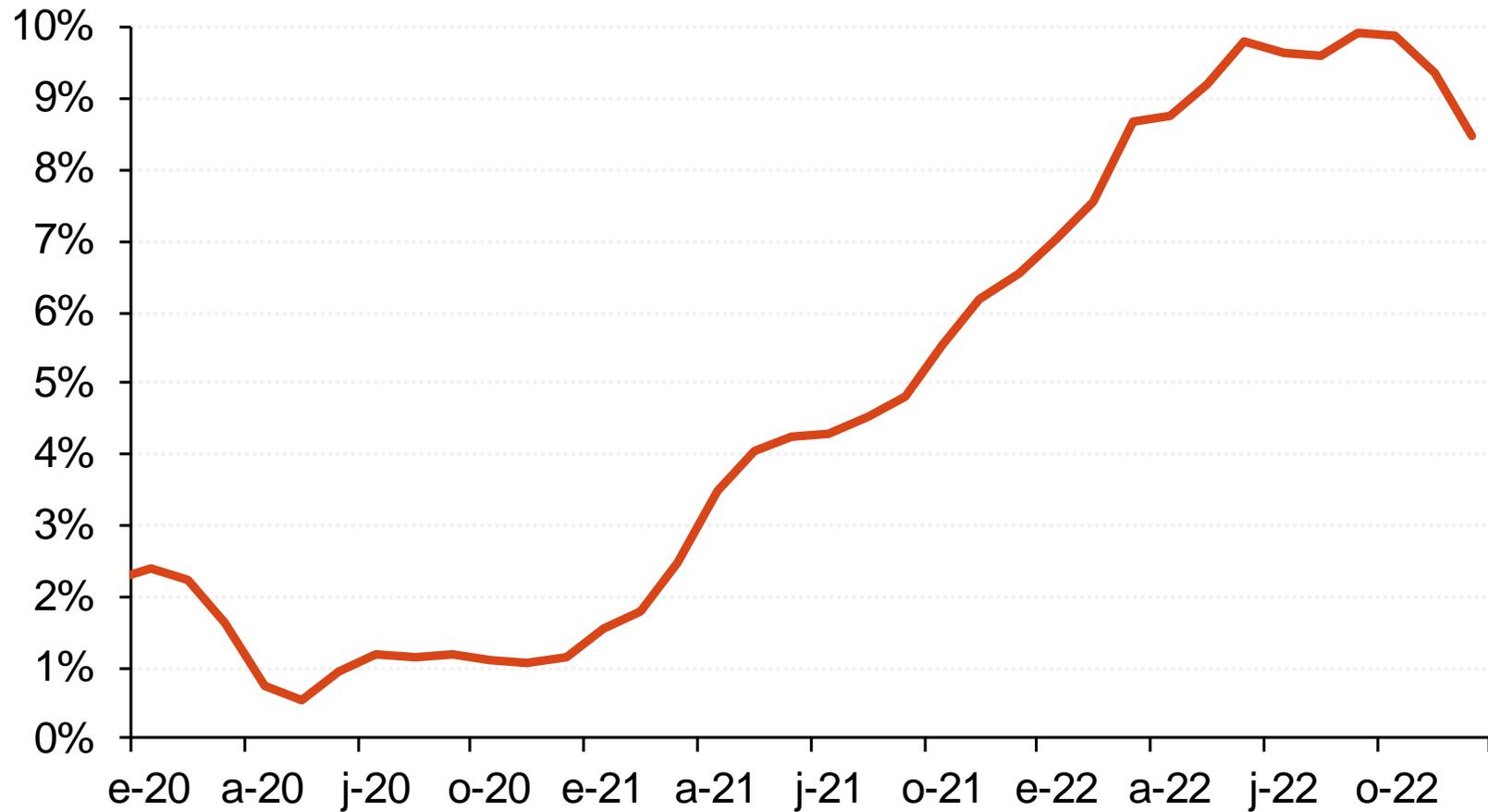


En algunos casos se han superado los máximos de 2008



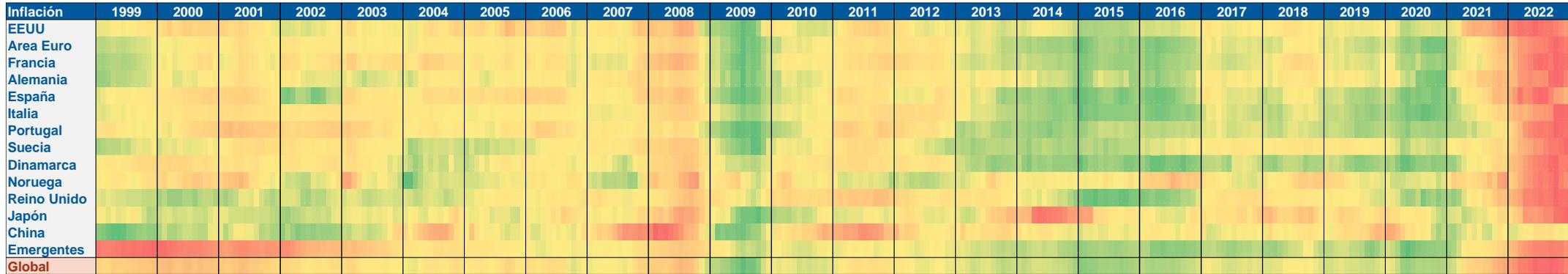
La reacción de los bancos centrales se debió al “estallido” de la inflación...

Evolución de la inflación global

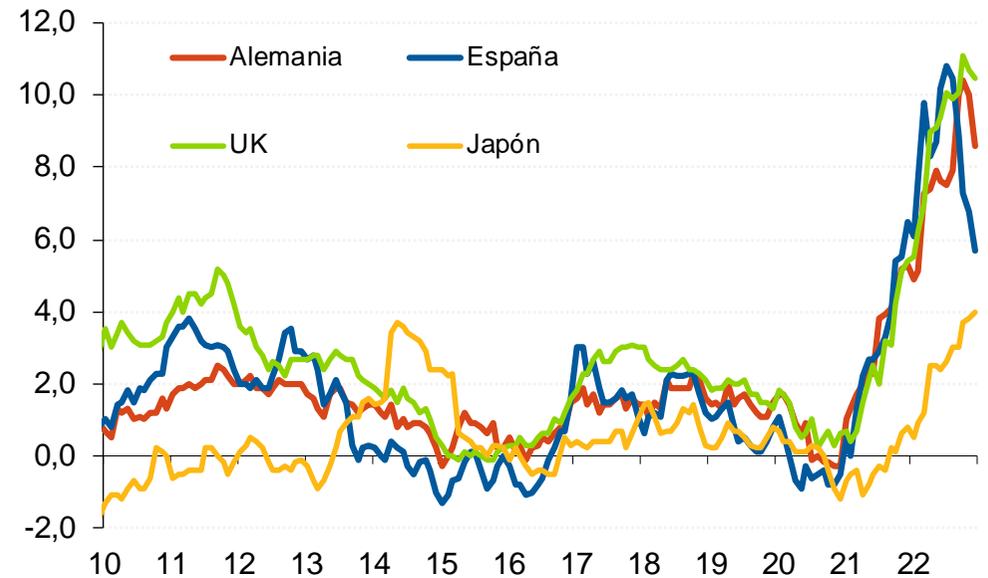
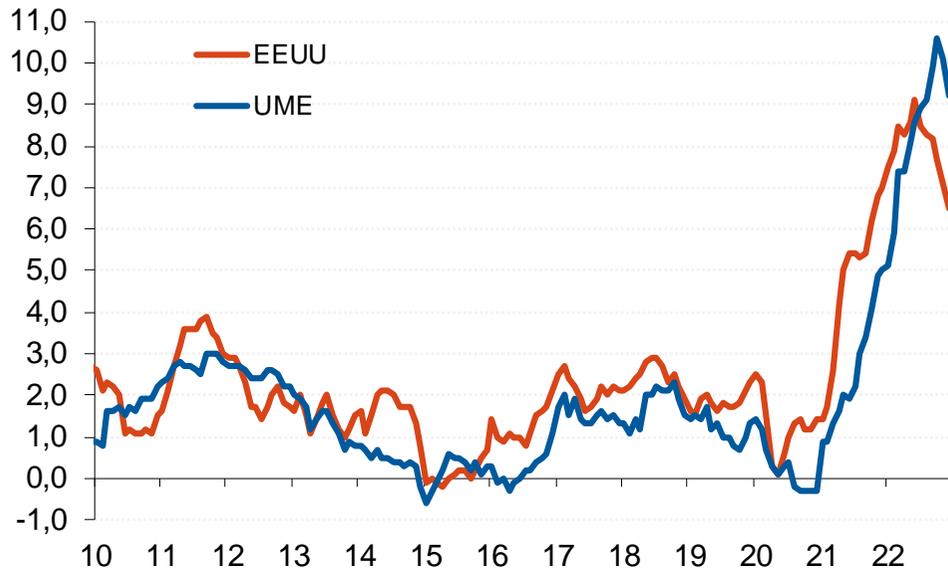


... en todos los países.

Monitor de inflación



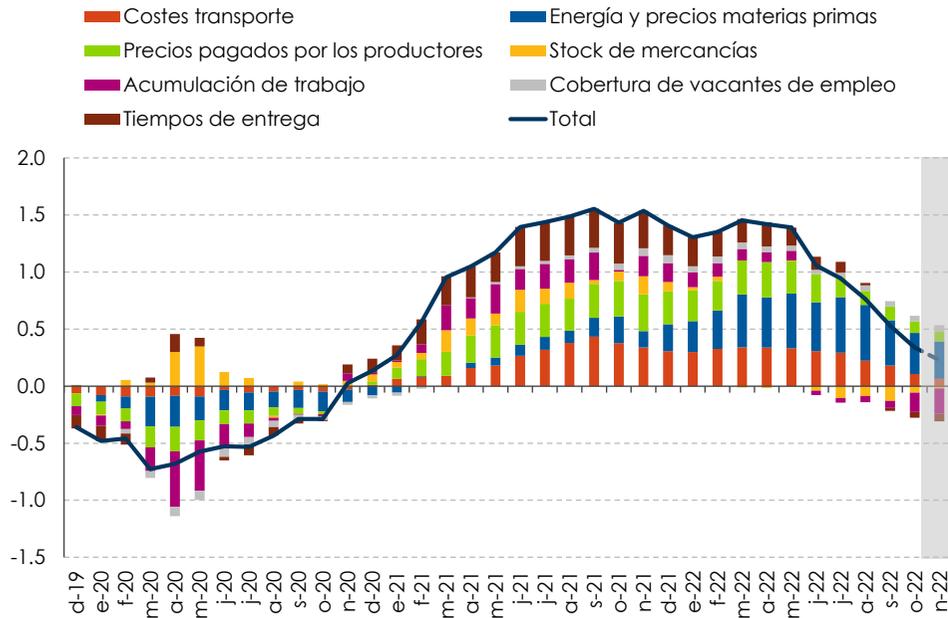
Evolución de la inflación



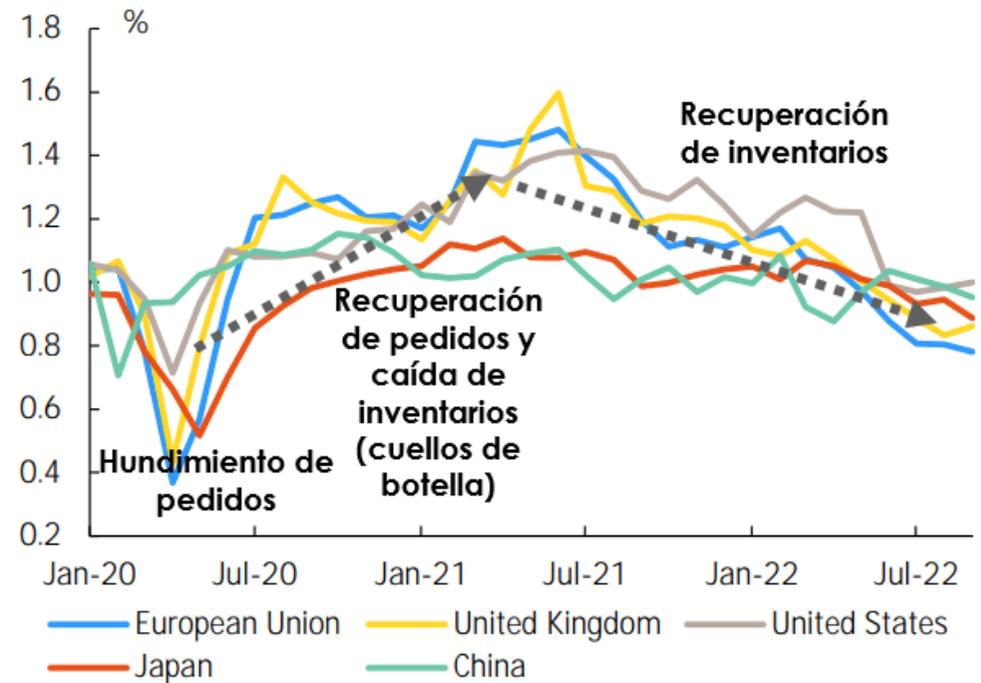
Pero hemos asistido a un punto de inflexión

- Factores de oferta**
- **Cuellos de botella**
 - Encarecimiento materias primas

Índice Afi de cuellos de botella
(desviaciones respecto a la media histórica*)



Pedidos / Inventarios



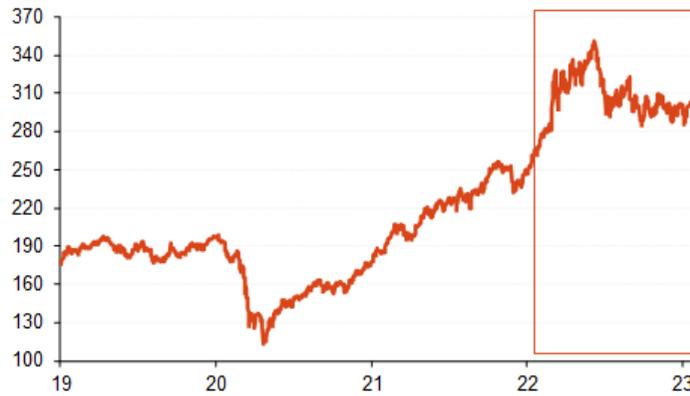
* Valores iguales a 0 corresponden a la media histórica. Valores por encima de la media histórica implica un aumento del tensionamiento en el componente, Por el contrario, valores por debajo de la media histórica reflejan cierta relajación

Pero hemos asistido a un punto de inflexión

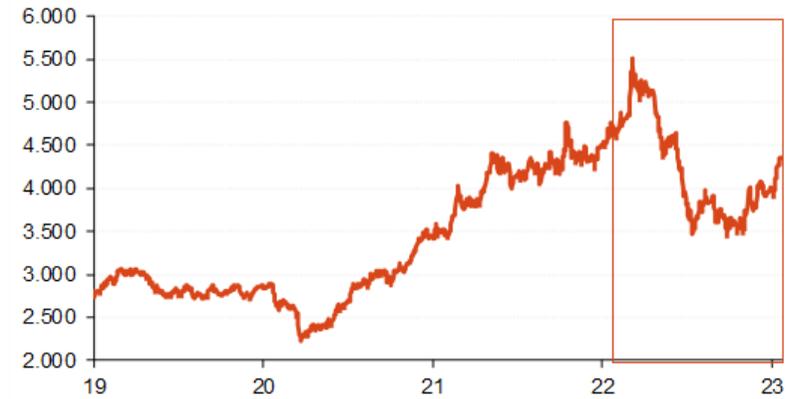
Factores de oferta

- Cuellos de botella
- **Encarecimiento materias primas**

CRB



Metales



S&P GSCI

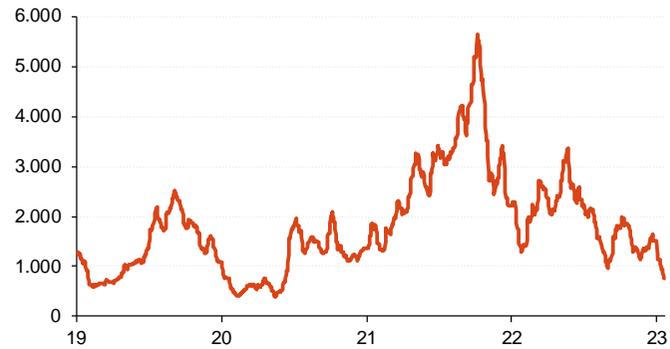


RICI



Cuadro de mando de seguimiento del riesgo de inflación Afi

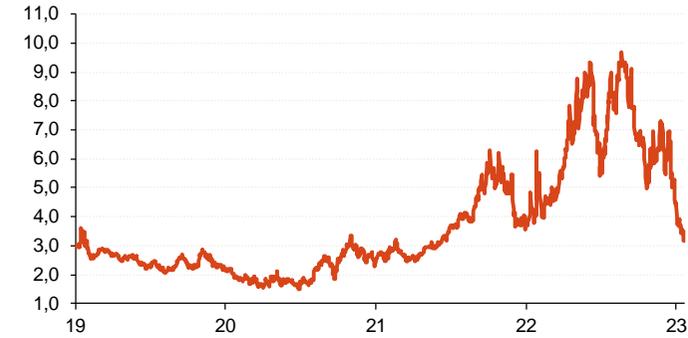
BALTIC DRY INDEX



Petróleo (Brent, USD)



Gas natural



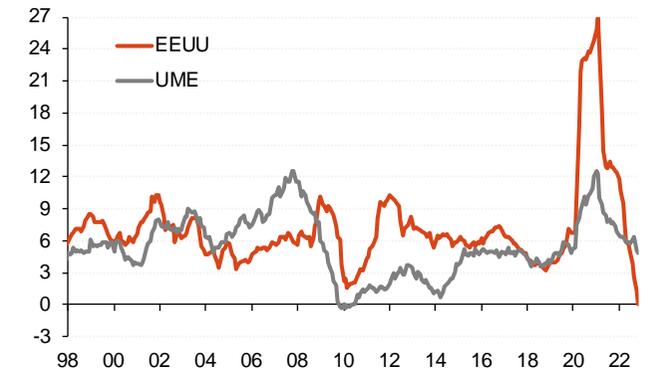
Derechos de emisión de CO2



Metales (LME)



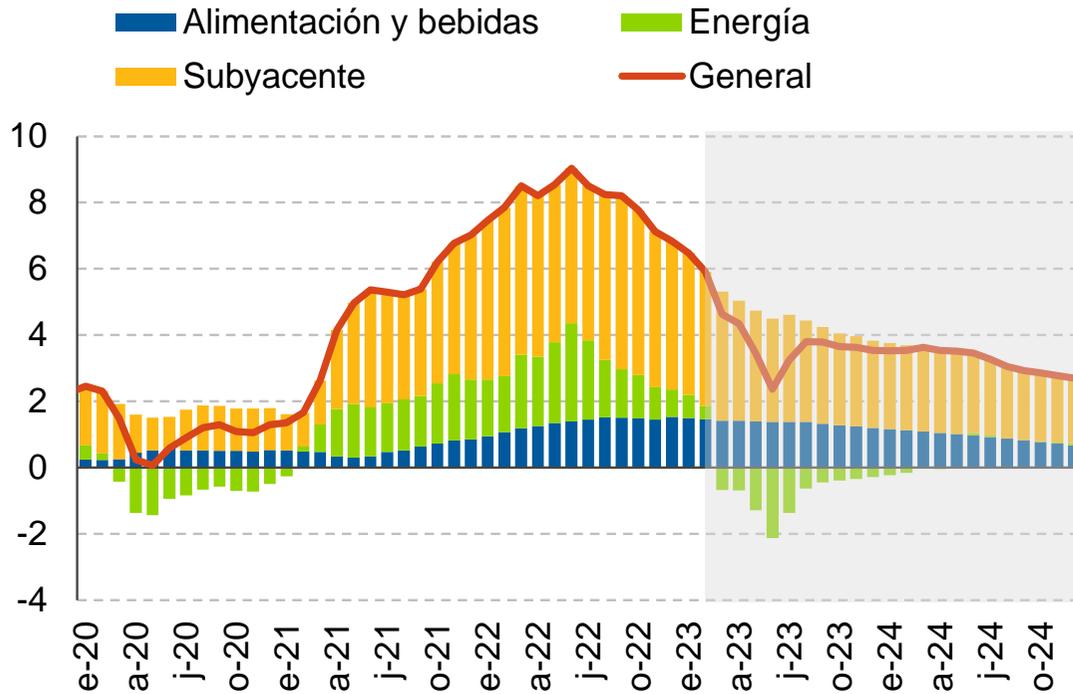
M2 (EEUU) y M3 (UME) Crecimiento interanual



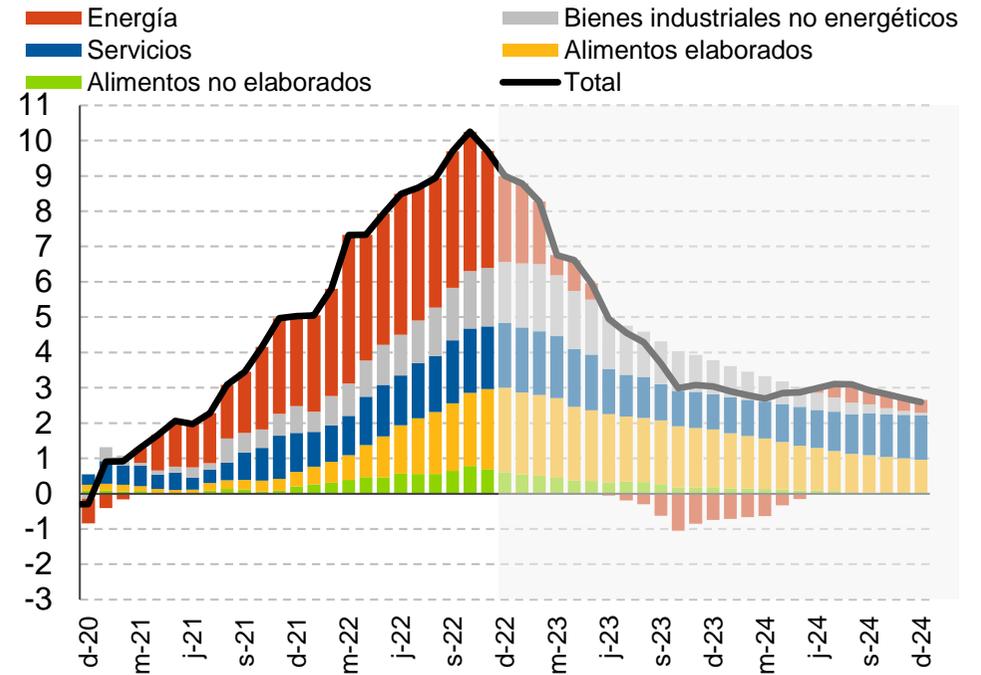
	23/01/2023	31/12/2022	08/06/2022	23/01/2022	31/12/2020	Último	31/12/2022	08/06/2022	23/01/2022	31/12/2020	
RICI	3.855,9	0,7%	-14,3%	13,0%	70,2%	Gas Natural	3,5	-22,6%	-60,2%	-13,4%	36,4%
CRB	302,9	0,5%	-13,6%	14,7%	69,9%	CO2	82,6	1,4%	3,9%	-1,8%	153,5%
Baltic dry	763,0	-49,6%	-68,3%	-46,1%	-44,1%	Brent	87,5	1,8%	-29,2%	-0,5%	68,9%
LME	4.348,9	9,2%	-6,2%	-8,3%	27,4%	Oro	1.923,7	5,3%	3,9%	5,0%	1,5%

Comenzará a notarse, y mucho, el “efecto base”

IPC en EE.UU. (% i.a. y contribuciones)



IPC en área euro (% i.a. y contribuciones)



Se intensifica la cesión de las expectativas de inflación, ahora en Alemania...

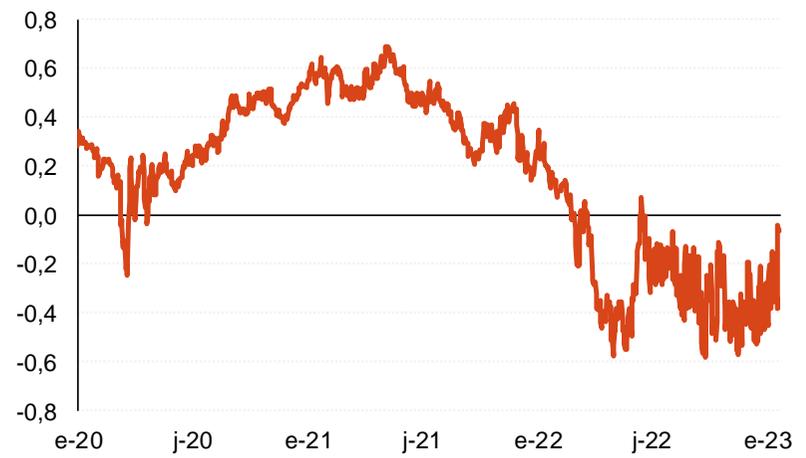
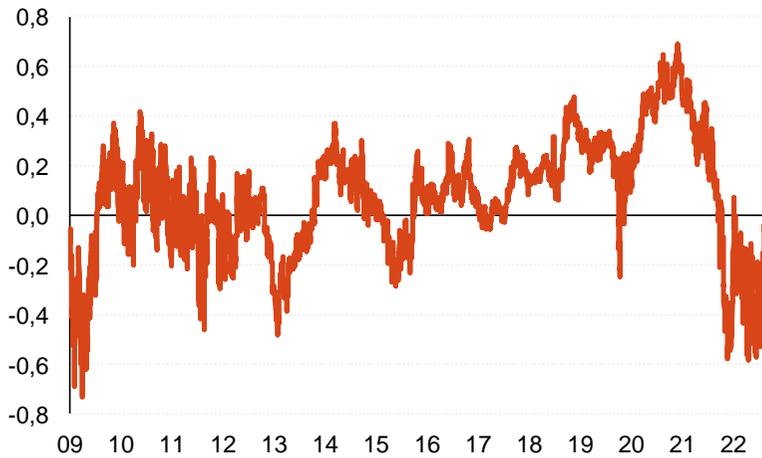
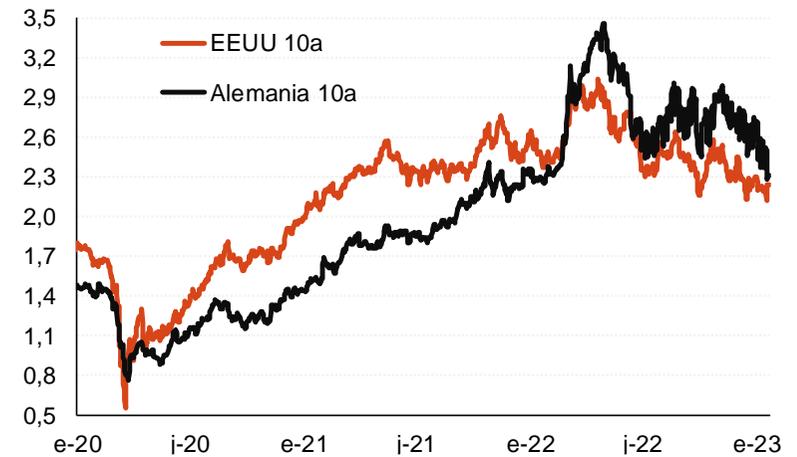
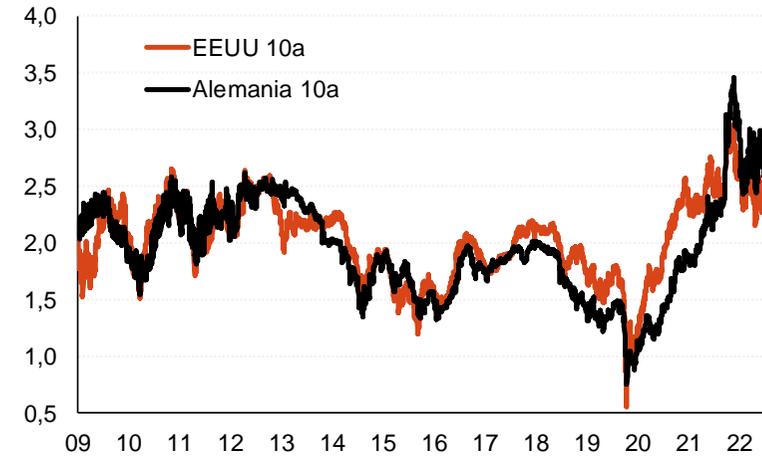
Evolución de las expectativas de inflación a 10 años y diferencial EEUU - UME

EEUU	Último	31/12/2022	Variación
3 años	2,19	2,30	-11
5 años	2,27	2,38	-11
10 años	2,24	2,30	-6

Alemania	Último	31/12/2022	Variación
2 años	2,09	3,55	-146
5 años	2,44	2,69	-25
10 años	2,30	2,58	-27

EEUU	Último	10/06/2022	Variación
3 años	2,19	3,81	-162
5 años	2,27	3,16	-89
10 años	2,24	2,79	-55

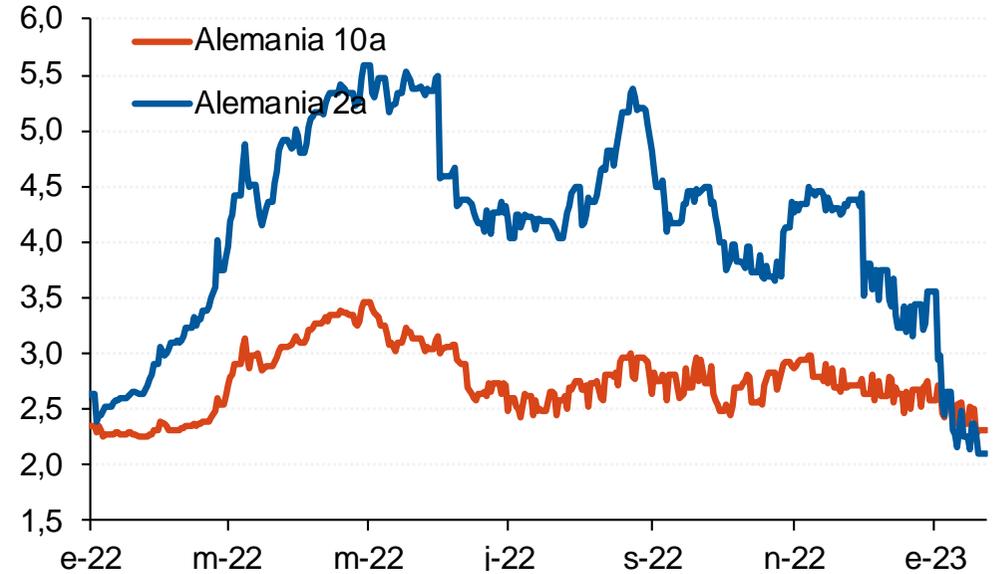
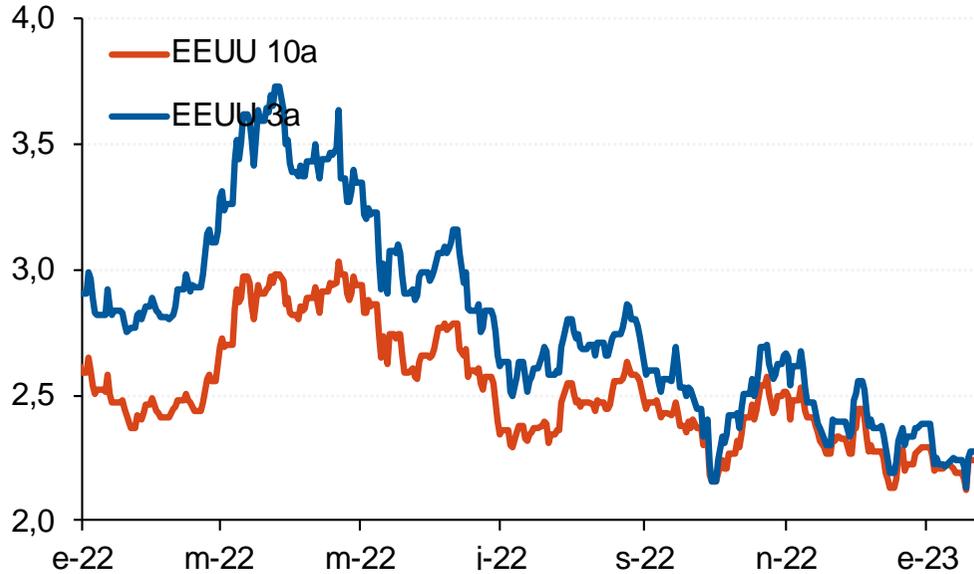
Alemania	Último	10/06/2022	Variación
2 años	2,09	4,39	-229
5 años	2,44	3,30	-87
10 años	2,30	2,90	-60



... que converge hacia el 2%.

Inflación actual y expectativas de inflación en distintos plazos (EEUU y Alemania)

EEUU		Alemania	
Actual	6,5	Actual	8,6
3 años	2,2	2 años	2,1
5 años	2,3	5 años	2,4
10 años	2,2	10 años	2,3



El ciclo económico “resiste”

Previsiones de crecimiento del PIB

% anual	AFI (ene-23)			CE (nov-22)			OCDE (nov-22)			FMI (oct-22)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Mundo	3,4	2,5	3,0	3,1	2,5	3,1	3,1	2,2	2,7	3,2	2,7	3,2
Desarrolladas	2,6	0,8	1,4	-	-	-	-	-	-	2,4	1,1	1,6
EEUU	2,0	0,7	1,3	1,8	0,7	1,7	1,8	0,5	1,0	1,6	1,0	1,2
Área euro	3,5	0,2	1,0	3,2	0,3	1,5	3,3	0,5	1,4	3,1	0,5	1,8
Alemania	2,0	0,2	1,2	1,6	-0,6	1,4	1,8	-0,3	1,5	1,5	-0,3	1,5
Francia	2,5	0,2	1,3	2,6	0,4	1,5	2,6	0,6	1,2	2,5	0,7	1,6
Italia	3,8	0,3	0,8	3,8	0,3	1,1	3,7	0,2	1,0	3,2	-0,2	1,3
España	5,4	1,3	1,5	4,5	1,0	2,0	4,7	1,3	1,7	5,2	1,1	2,4
Japón	1,2	1,2	1,0	1,7	1,6	1,2	1,6	1,8	0,9	1,7	1,6	1,3
Reino Unido	4,1	-0,5	0,9	4,2	-0,9	0,9	4,4	-0,4	0,2	3,6	0,3	0,6
Emergentes	4,0	3,6	4,1	-	-	-	-	-	-	3,7	3,7	4,3
Brasil	3,0	0,8	1,7	2,5	0,8	1,0	2,8	1,2	1,4	2,8	1,0	1,9
México	3,0	1,2	1,9	-	-	-	2,5	1,6	2,1	2,1	1,2	1,8
Rusia	-3,0	-2,8	1,6	-	-	-	-3,9	-5,6	-0,2	-3,4	-2,3	1,5
India	7,5	6,5	6,0	6,9	6,0	6,3	6,6	5,7	6,9	6,8	6,1	6,8
China	3,0	5,0	5,0	3,4	4,5	4,7	3,3	4,6	4,1	3,2	4,4	4,5

¿Cómo deben reaccionar los bancos centrales?

2022

Dilema para los bancos centrales

¿Crecimiento o inflación?
Inflación

¿La inflación sólo se corrige con una recesión? Podría ser, aunque cada vez parece menos necesario

¿Estarían dispuestos a provocarla?
Sí, sin duda

2023

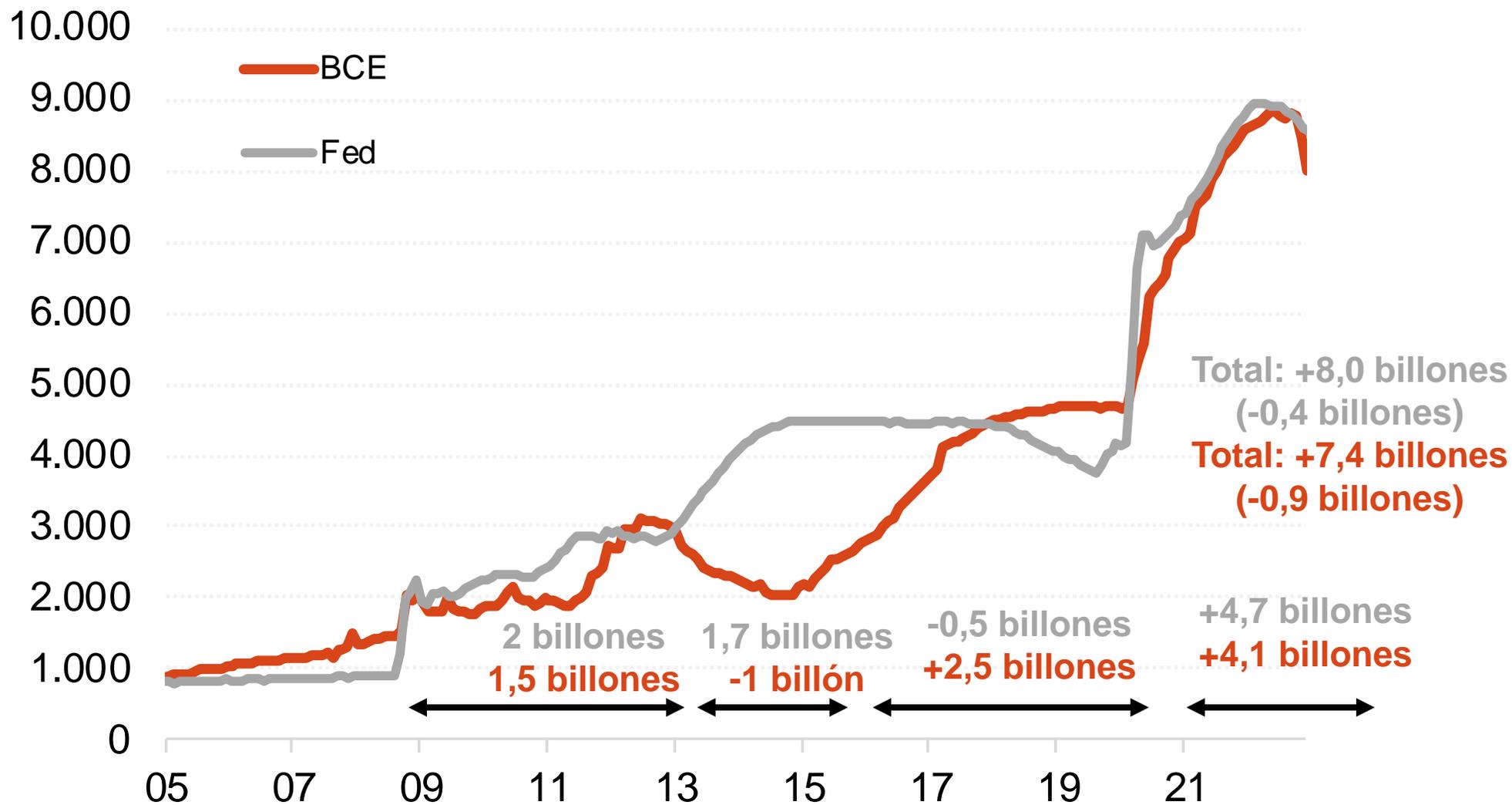
Dilema para los bancos centrales

¿Bajarían los tipos de interés si se modera la inflación? Podría ser, pero solo a partir de 2024

Del Forward guidance al Data dependent

Casi 14 años, 8 billones

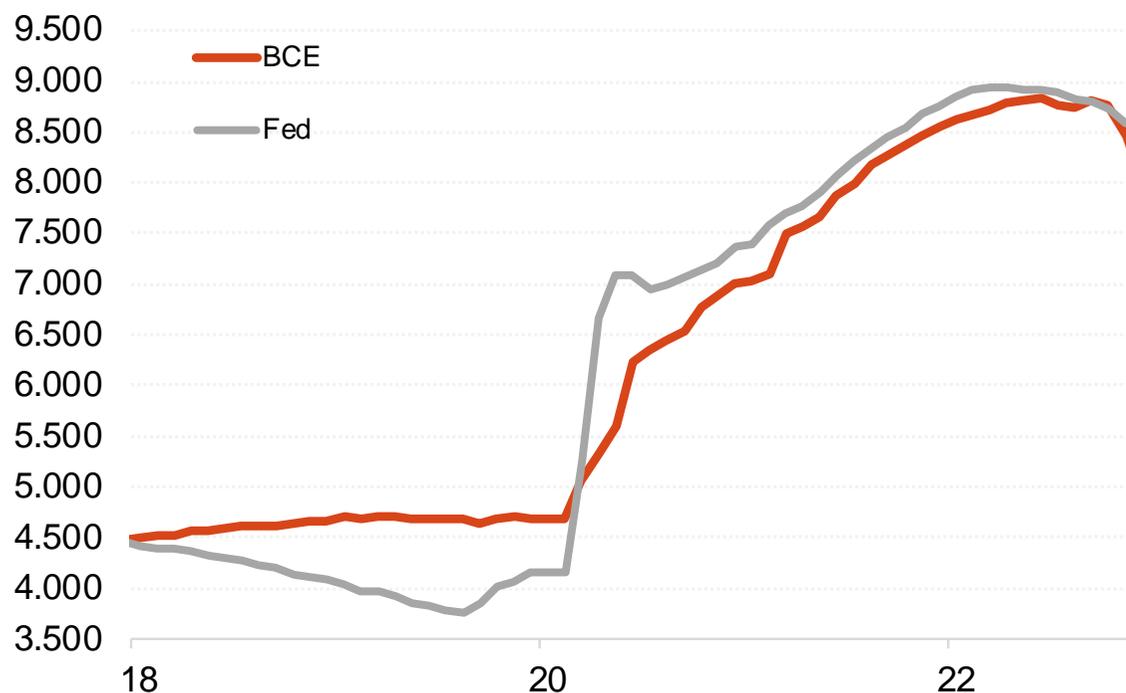
Evolución del tamaño del balance de la Reserva Federal de EEUU (en miles de millones de USD y EUR)



COVID: algo más de 2 años, entre 4 y 4,7 billones

	Fed	BCE
agosto-08	911	1.449
junio-11	2.865	1.972
Aumento QE1 y QE2	1.955	523
septiembre-12	2.805	3.082
octubre-14	4.487	2.052
Aumento QE3	1.682	- 1.030
marzo-14	4.227	2.152
agosto-19	3.760	4.684
Variación	- 467	2.532
febrero-20	4.159	4.692
junio-22	8.914	8.836
Variación COVID	4.755	4.144
agosto-08	911	1.449
junio-22	8.914	8.836
Variación TOTAL	8.003	7.387
diciembre-22	8.551	7.986
Variación desde máx.	- 362	- 850

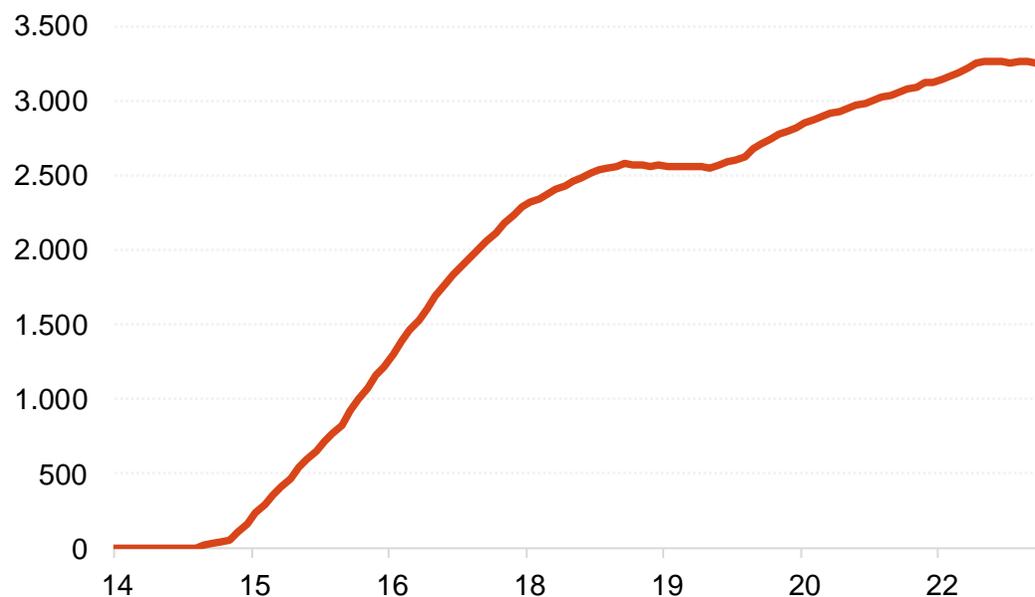
Evolución del tamaño del balance de la Reserva Federal de EEUU (en miles de millones de USD y EUR)



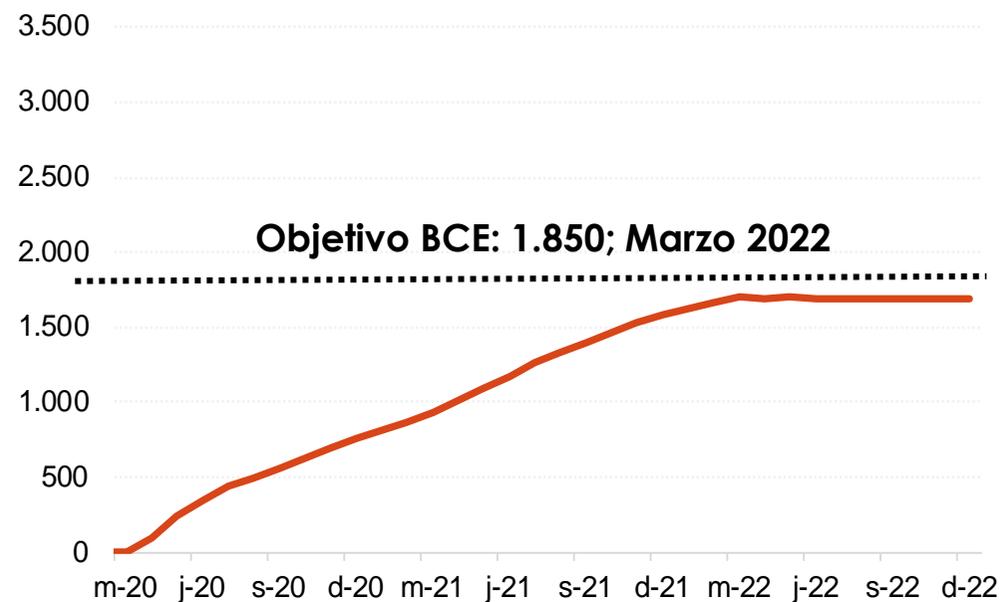
El BCE anuncia la reducción del tamaño del balance

- A partir de marzo de 2023 el BCE reducirá en 15.000 millones de EUR mensuales el APP.
- Buena parte se concentrará en el PSPP (saldo vivo de 2,6 billones de EUR), programa que atesora la deuda pública y supranacional, y cuyos vencimientos en 2023 ascienden a 261.000 millones de EUR.
- Se continuará con las reinversiones del PEPP hasta 2024.

APP (miles de millones de EUR)



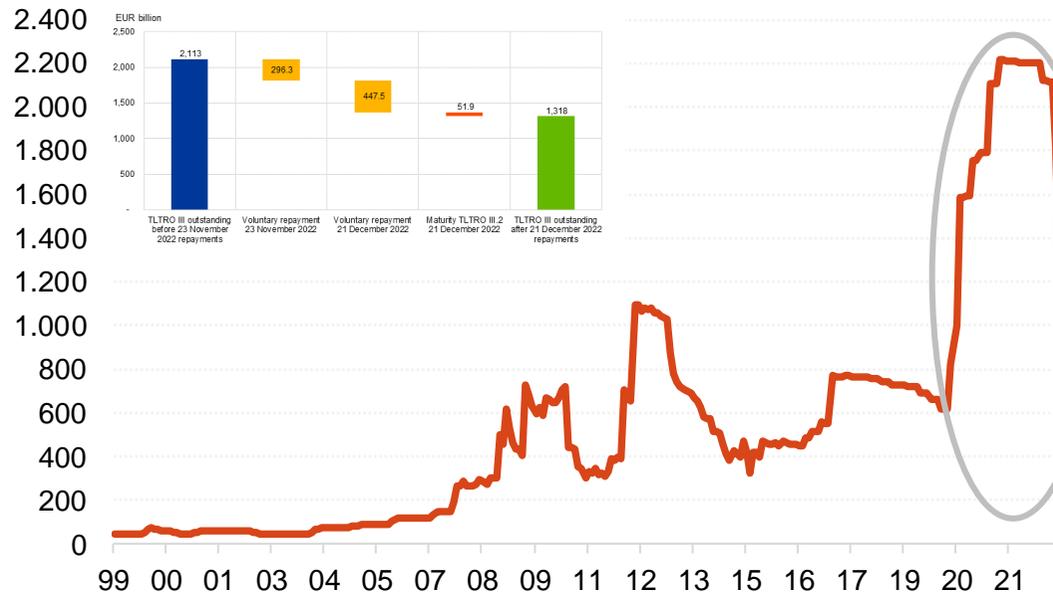
PEPP (miles de millones de EUR)



Política monetaria no convencional (creación de base monetaria) 4,1 billones de EUR (desde FEB20)

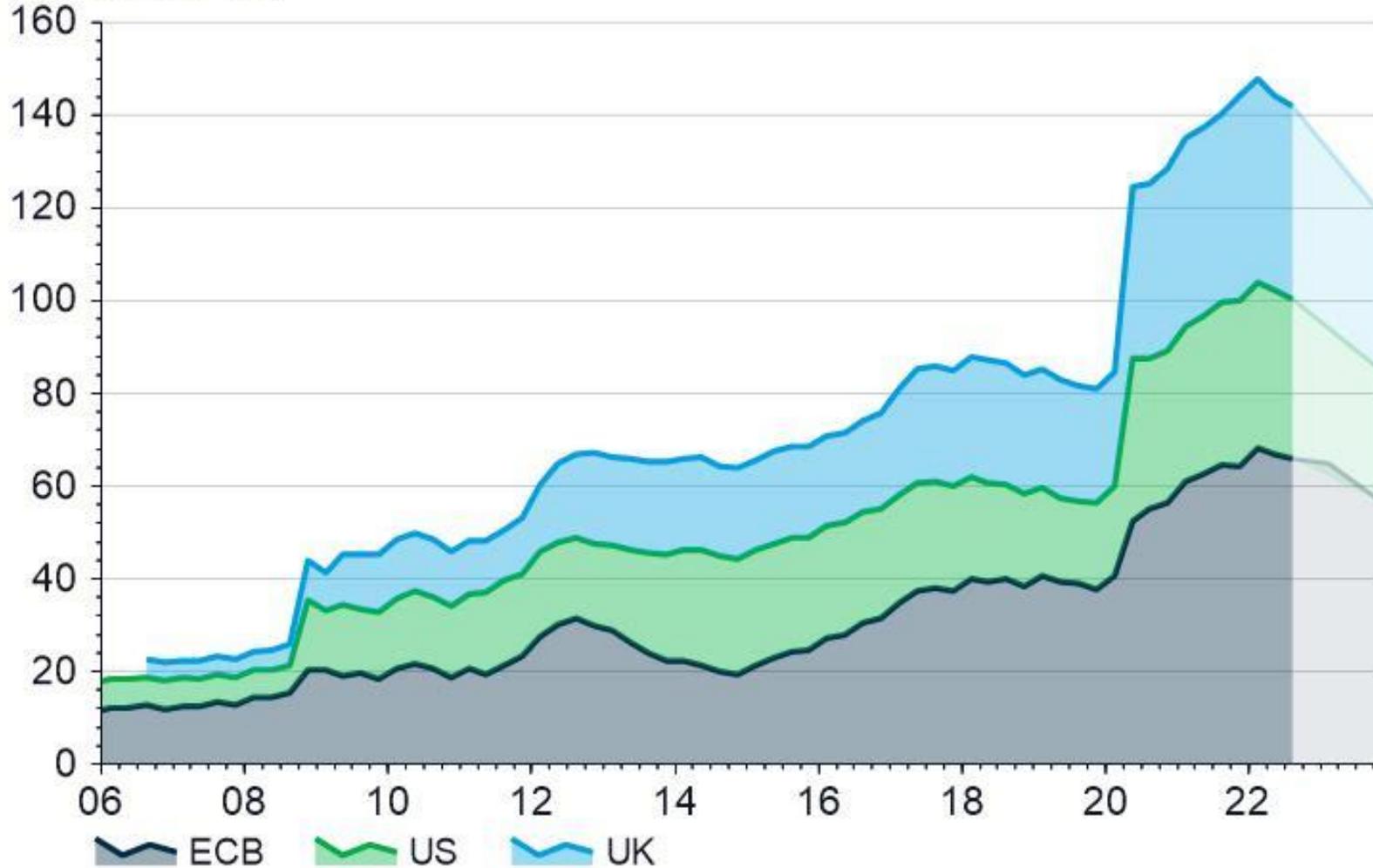
Inyección de liquidez a las entidades crediticias
1,5 billones de EUR

Compra a vencimiento de activos de renta fija (QE)
2,6 billones de EUR



Central bank assets

Per cent of GDP



*Forecasts are based on announced QT plans by each central bank and IMF WEO forecasts for nominal GDP

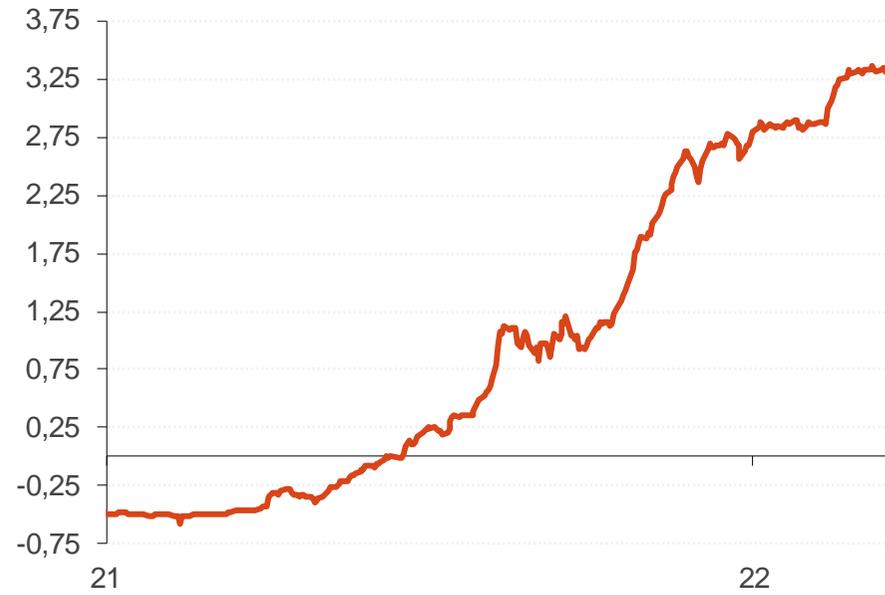
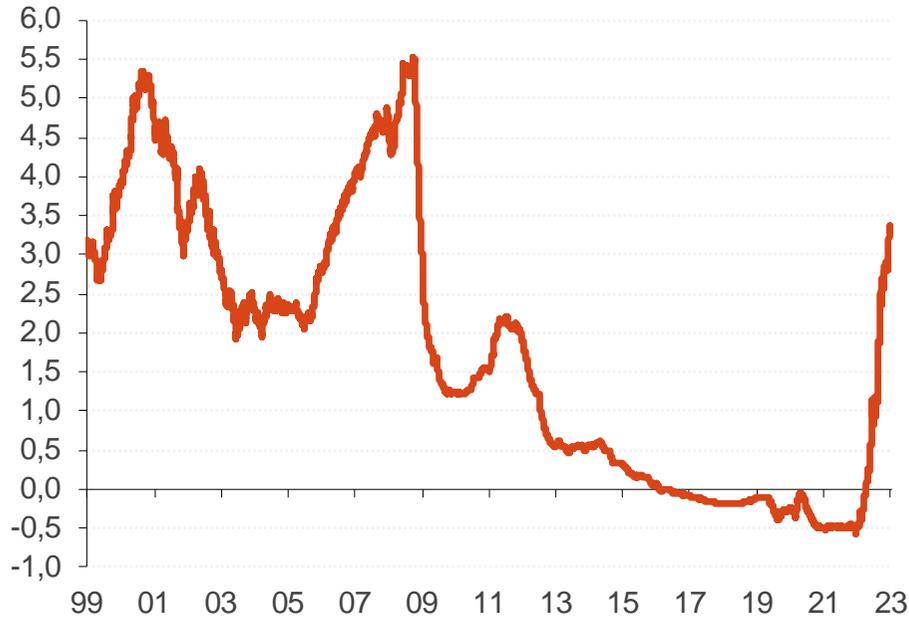
Source: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting

Previsiones de tipos de interés del EUR.

Previsiones Afi

%	MRO, FD y EURIBOR			Alemania (TIR)			España (TIR)			Italia (TIR)			Italia vs ESP			España vs ALE		
	BCE	FD	12 m	2a	5 a	10 a	2a	5a	10a	2a	5a	10a	2a	5a	10a	2a	5a	10a
ene.-23	2,50	2,00	3,30	2,56	2,20	2,15	2,68	2,75	3,13	3,00	3,40	3,94	31	65	80	12	55	98
mar-23	3,50	3,00	3,40	2,60	2,40	2,30	2,90	3,10	3,50	3,35	4,05	4,70	45	95	120	30	70	120
jun-23	4,00	3,50	3,55	2,70	2,50	2,40	2,95	3,15	3,55	3,40	4,10	4,70	45	95	115	25	65	115
sep-23	4,00	3,50	3,50	2,60	2,35	2,30	2,85	3,00	3,40	3,30	3,95	4,50	45	95	110	25	65	110
dic-23	4,00	3,50	3,20	2,45	2,25	2,20	2,65	2,85	3,20	3,10	3,80	4,30	45	95	110	20	60	100
mar-24	3,75	3,25	2,80	2,20	2,10	2,10	2,40	2,70	3,00	2,85	3,50	4,00	45	80	100	20	60	90
jun-24	3,25	2,75	2,40	1,90	1,90	2,05	2,10	2,50	2,95	2,50	3,20	3,85	40	70	90	20	60	90

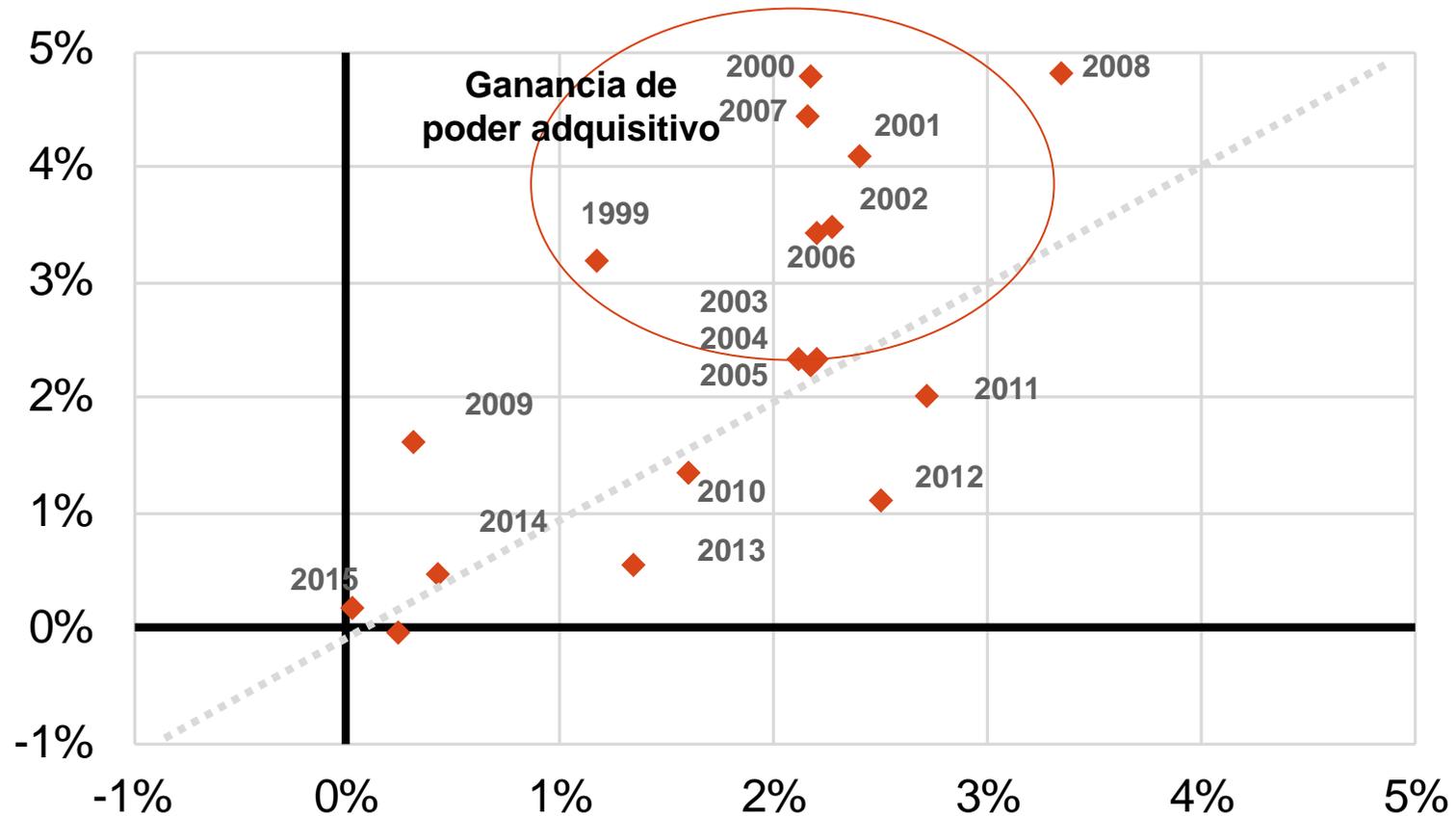
Evolución del Euribor 12m



La política monetaria ha sido, tradicionalmente, aliada del ahorrador.

Inflación en la UME y Euribor 12m

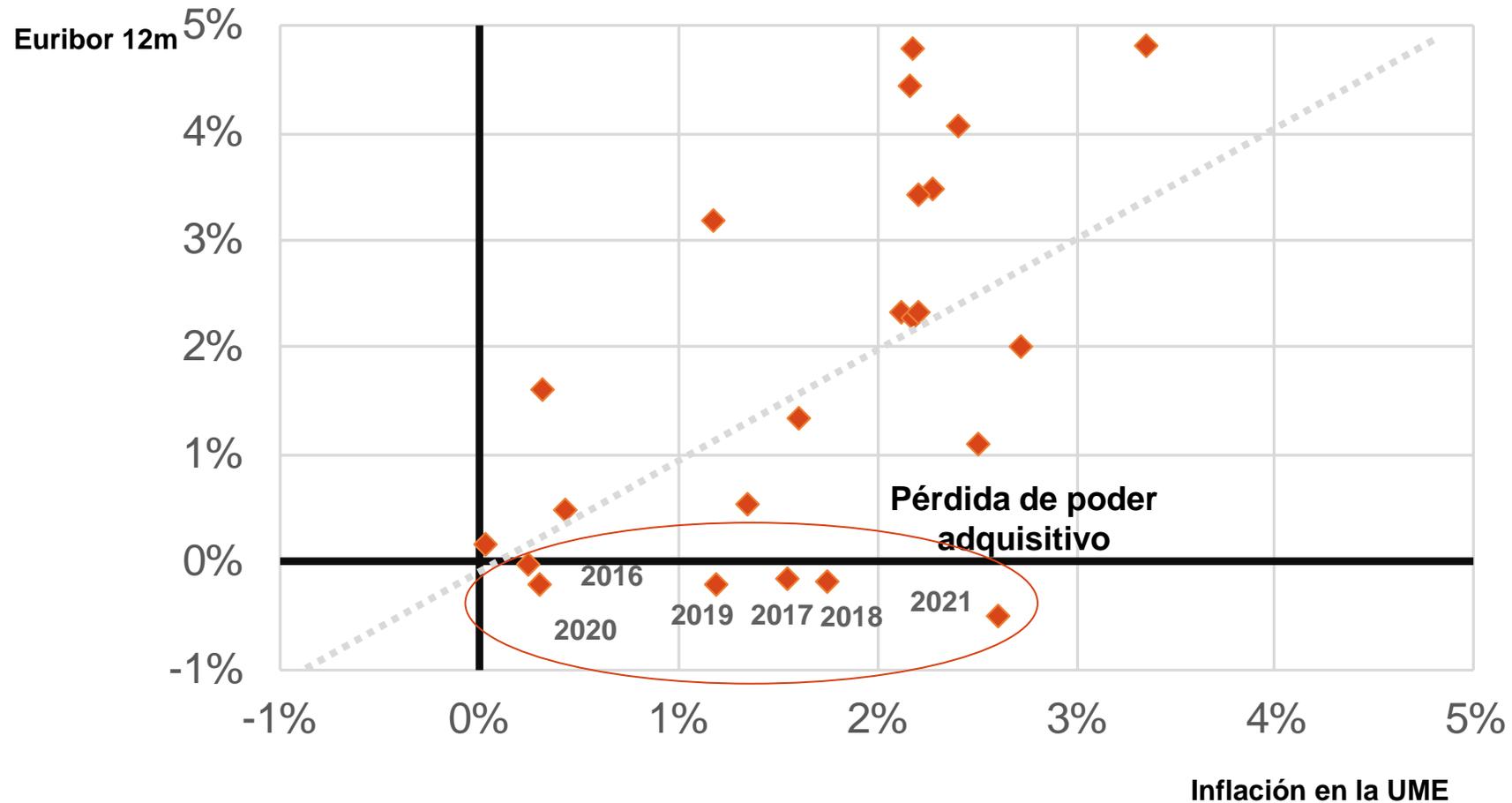
Euribor 12m



Inflación en la UME

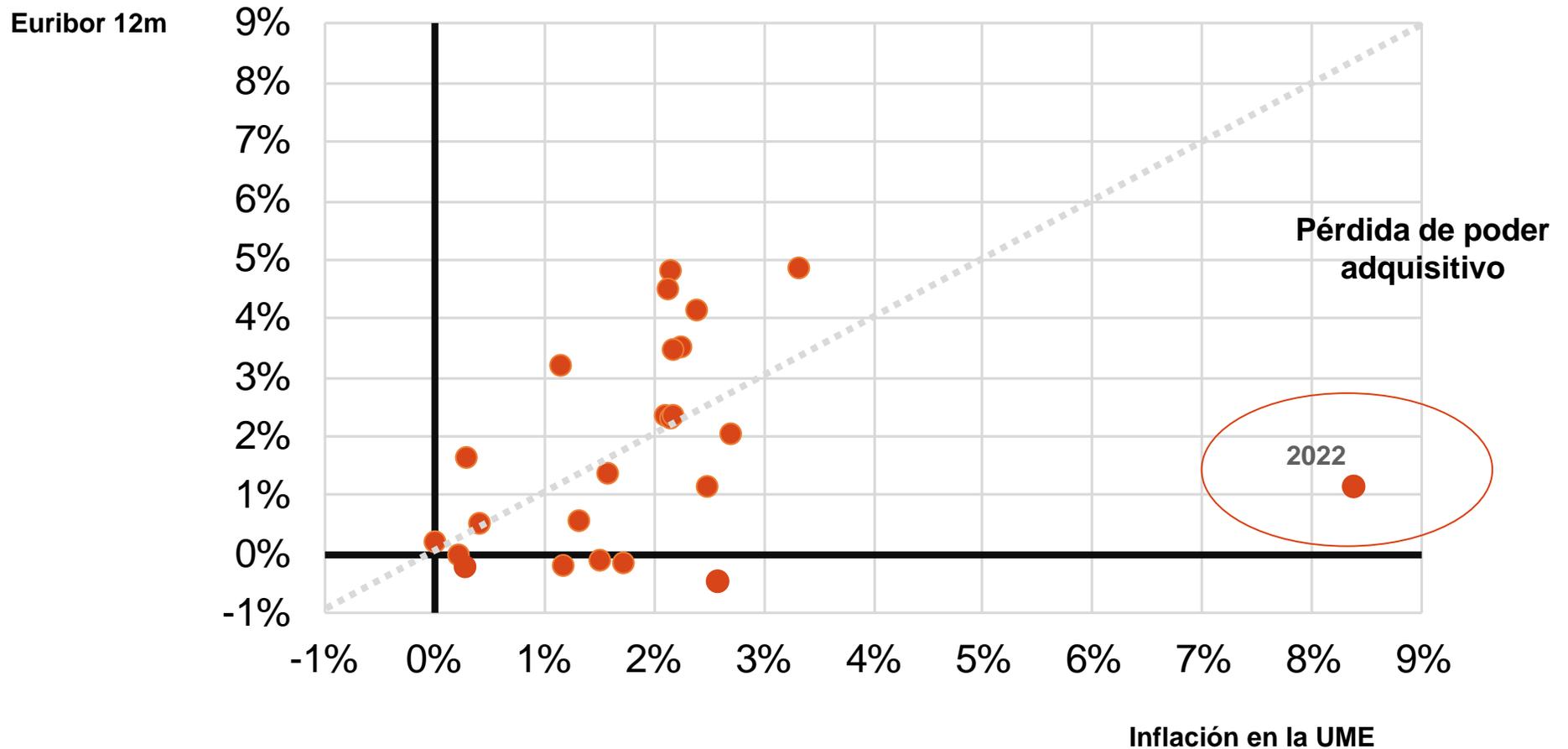
Pero la situación cambió entre 2016 y 2021, con tipos de interés reales negativos.

Inflación en la UME y Euribor 12m

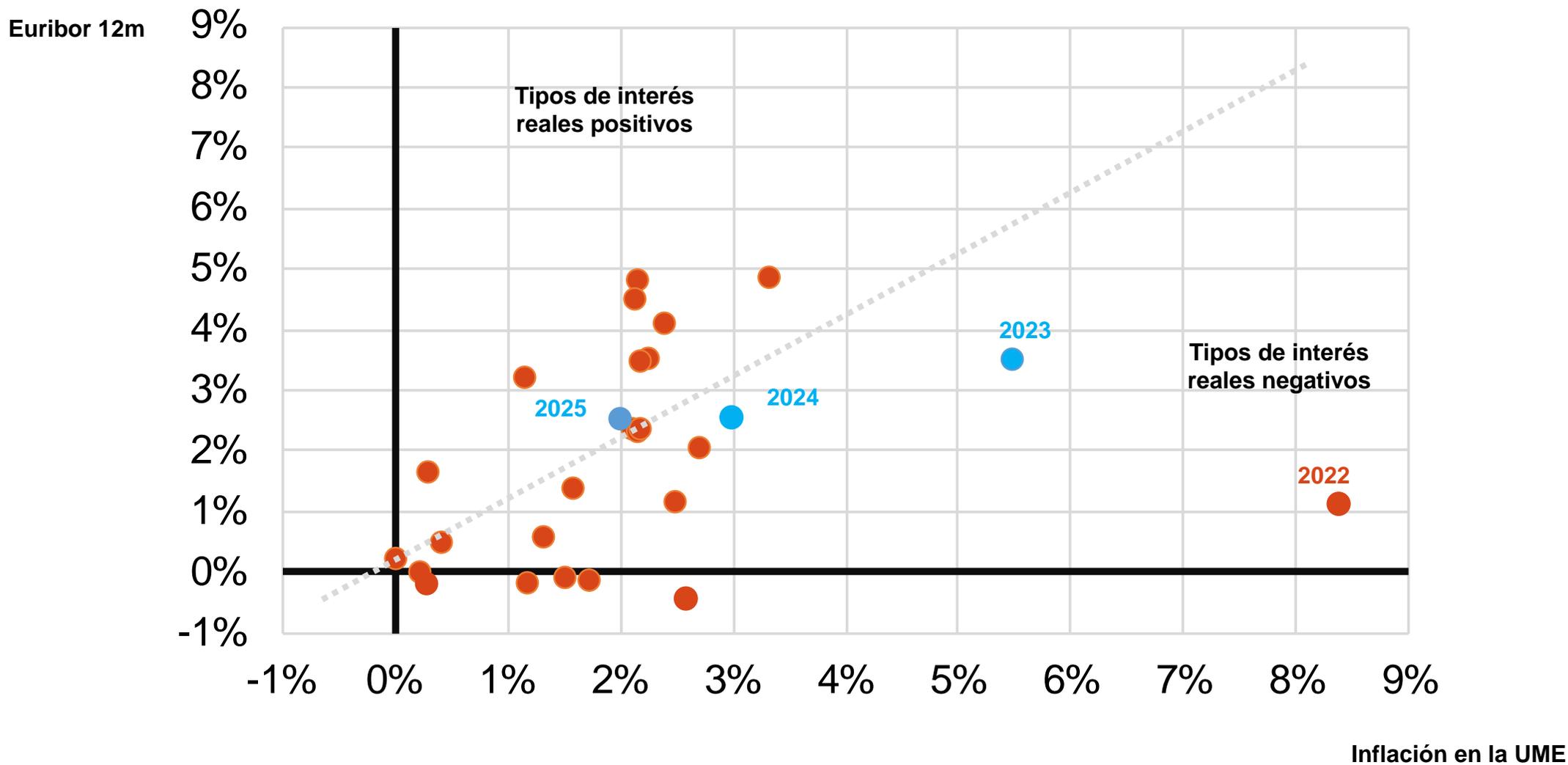


2022: el año “fuera de muestra”, con tipos de interés reales muy negativos (aunque por aumento de la inflación)

Inflación en la UME y Euribor 12m



Volveremos, aunque de forma gradual, a un tipo de interés real 0%.



¿Qué descuenta el mercado? BCE

3 Month FRAs			6 Month FRAs				
	Bid	Ask	Time		Bid	Ask	Time
1) 1X4	2.7930	2.8430	11:45	13) 1X7	3.1460	3.1960	11:52
2) 2X5	3.0300	3.0800	11:52	14) 2X8	3.2990	3.3490	11:52
3) 3X6	3.1890	3.2390	11:52	15) 3X9	3.3900	3.4400	11:52
4) 4X7	3.3310	3.3810	11:52	16) 4X10	3.4690	3.5190	11:53
5) 5X8	3.4110	3.4610	11:52	17) 5X11	3.5060	3.5560	11:53
6) 6X9	3.4290	3.4790	11:53	18) 6X12	3.5030	3.5530	11:53
7) 7X10	3.4440	3.4940	11:54	19) 7X13	3.4890	3.5390	11:54
8) 8X11	3.4360	3.4860	11:53	20) 8X14	3.4620	3.5120	11:54
9) 9X12	3.4070	3.4570	11:53	21) 9X15	3.4160	3.4660	11:54
10) 10X13	3.3630	3.4130	11:54	22) 10X16	3.3620	3.4120	11:54
11) 11X14	3.3150	3.3650	11:54	23) 11X17	3.3060	3.3560	11:54
12) 12X15	3.2530	3.3030	11:54	24) 12X18	3.2400	3.2900	11:54
Page will be closed from 15th April until 19th April				25) 18X24	2.8570	2.9070	11:55
				1 Year			
				26) 12X24	3.1120	3.1620	11:53

Descuenta
alzas hasta el
3,25%/3,5%
en los
próximos 6
meses y un
inicio de
recortes
dentro de 12
meses

Money Rates	Interbank	EURIBOR Fix	ESTR Swaps	Euro Swaps	OBL/BUNDS
O/N DEPO 2.000	O/N 1.94500	1M 1.9990	1M 2.18880	1Y 3.2854 3.3106	1Y 2.76 +0.04
O/N LEND 2.750	T/N 1.89000	3M 2.4170	2M 2.32300	2Y 3.2073 3.2347	2Y 2.59 +0.01
1 Week 2.500	1M 2.26500	6M 2.8950	3M 2.49150	3Y 3.0208 3.0392	3Y 2.32 +0.01
3M Repo 0.000	3M 2.58000	1Y 3.3270	6M 2.83030	4Y 2.9054 2.9181	4Y 2.26 +0.02
Govt Bonds	6M 2.98000		1Y 3.11150	5Y 2.8390 2.8471	5Y 2.23 +0.02
2Y 2.590	9M 3.19000		2Y 2.98730	6Y 2.7984 2.8096	6Y 2.16 +0.02
5Y 2.229	1Y 3.32500	Effective O/N		7Y 2.7737 2.7863	7Y 2.18 +0.02
10Y 2.199	Euro FRAs	EURONIA 1.8834 -0.0022		8Y 2.7661 2.7769	8Y 2.11 +0.02
30Y 2.167	1x4 2.7880	€STR 1.9030 +0.0010		9Y 2.7668 2.7792	9Y 2.14 +0.02
Spot FOREX	3x6 3.2080			10Y 2.7746 2.7874	10Y 2.20 +0.02
€/GBP 0.8811	6x9 3.4680	Futures		20Y 2.5989 2.6111	20Y 2.26 +0.03
€/USD 1.0899	9x12 3.3700	BUND EUX 137.95 -0.32		30Y 2.2578 2.2702	30Y 2.17 +0.03
€/JPY 141.7800	1x7 3.1730	BUXL EUX 146.34 -0.92			
BuBills	3x9 3.4210	BOBL EUX 117.70 -0.10		Stock Indices	
1st 2.205 +0.018	6x12 3.5310	SCHATZ EUX 105.83 -0.02		DAX 15043.84 +10.28	
2nd 2.506 +0.035	12x18 3.2570	EURIBOR 96.57 -0.02		HDAX 8225.75 +12.07	
	18x24 2.9200	3M EUX 96.67 -0.08		DAX FUT 15098.00 +17.00	

Evolución del FRA 12,15



Evolución del FRA 18,24



¿Qué descuenta el mercado? Fed

USD EUR DKK CZK PLN ZAR

ICAP USD FRAS

MSG Contributor 11:54:59
Zoom - + 125%

ICAP Global Menu -> ICAP EMEA -> Country -> UK, London -> FRAs -> USD

Object	Ask	Bid	Time	Object	Ask	Bid	Time
1) 1 X 2	4.71800	4.66800	11:51	11) 1 X 4	5.00200	4.95200	11:43
2) 2 X 3	4.89900	4.84900	11:52	12) 2 X 5	5.08200	5.03200	11:52
3) 4 X 5	5.03700	4.98700	11:42	13) 3 X 6	5.10500	5.05500	11:52
4) 5 X 6	5.04300	4.99300	11:53	14) 1 X 7	5.21100	5.16100	11:43
5) 6 X 7	4.98900	4.93900	11:52	15) 2 X 8	5.24500	5.19500	11:50
6) 7 X 8	4.97700	4.92700	11:53	16) 3 X 9	5.24200	5.19200	11:52
7) 8 X 9	4.89700	4.84700	11:54	17) 4 X 10	5.22800	5.17800	11:51
8) 9 X 10	4.79400	4.74400	11:54	18) 5 X 11	5.18900	5.13900	11:53
9) 10X11	4.67600	4.62600	11:54	19) 6 X 12	5.18500	5.13500	11:54
10) 11X12	4.56500	4.51500	11:54				

Tipos de interés del USD

	Fed	2a	5 a	10 a	30 a
23/01/2023	4,500	4,22	3,59	3,49	3,65
mar-23	5,000	4,55	4,00	3,90	4,00
jun-23	5,000	4,60	4,15	4,05	4,15
sep-23	5,000	4,45	4,05	3,95	4,05
dic-23	5,000	4,30	3,95	3,85	4,00
mar-24	5,000	4,00	3,75	3,70	3,85
jun-24	5,000	3,70	3,55	3,55	3,70
sep-24	4,500	3,35	3,35	3,40	3,55

Muchas gracias



© 2023 Afi. Todos los derechos reservados.