

Evolución Reciente de las Tasas de Interés de Largo Plazo en Economías de Mercados Emergentes

Extracto del Informe Trimestral Enero – Marzo 2014, Recuadro 2, pp. 52-54, Mayo 2014

Introducción

En el último año, las economías de mercados emergentes (EMEs) han enfrentado un entorno externo complicado. Las noticias en mayo de 2013 sobre la posibilidad de que la Reserva Federal comenzaría a disminuir su ritmo de compra de activos, generaron un entorno de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales que prevaleció durante el resto de 2013 y principios de 2014. A pesar de que esta volatilidad se ha reducido recientemente, el proceso de normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos ha tenido efectos importantes sobre los precios de activos financieros a través de diversos canales. Entre ellos destaca la descompresión de las primas de riesgo por plazo, que ha generado aumentos en las tasas de interés de largo plazo de dicho país y de otros países avanzados y emergentes.^{1,2} En particular, dichas tasas en las EMEs han registrado incrementos promedio de aproximadamente 170 puntos base a partir de mayo de 2013.³

En este Recuadro se describe brevemente el desempeño de los mercados financieros en las EMEs a partir de 2013. Posteriormente, se analiza la evolución de algunos de los componentes de las tasas de interés de largo plazo para un conjunto de EMEs, como son la tasa de interés de corto plazo observada y sus expectativas, así como diversas primas de riesgo, con el propósito de entender qué componentes contribuyeron al incremento en las tasas de largo plazo. El análisis muestra que, en contraste con lo observado en otras EMEs, el comportamiento de dichas tasas en México se explica principalmente por la evolución de la prima por plazo.

Desempeño Reciente de los Mercados Financieros

En el contexto de elevada volatilidad antes descrito, tuvo lugar un incremento en la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales que los condujo a realizar ajustes importantes en sus portafolios de inversión, reduciendo sus tenencias de activos de EMEs y afectando la valuación de los mismos. Ello generó un aumento significativo en la volatilidad de los mercados cambiarios y de deuda de dichos países.

Si bien dicha evolución de los mercados financieros se dio de forma generalizada en las EMEs, se presentaron diferencias entre las mismas. Los países que habían acumulado desbalances macroeconómicos importantes, como elevados déficits fiscales y de cuenta corriente, así como un importante crecimiento del crédito, se vieron afectados en mayor medida durante estos episodios de volatilidad.⁴ Un ejemplo de lo anterior es el comportamiento del tipo de cambio de las EMEs durante 2013, mismo que presentó mayores depreciaciones en aquellas economías con fundamentos macroeconómicos más débiles.⁵

¹ La prima por plazo es el rendimiento adicional que demandan los inversionistas por mantener un activo de largo plazo en lugar de invertir consecutivamente en activos de corto plazo con las mismas características. Ésta se aproxima mediante la diferencia entre las tasas de interés de bonos gubernamentales de 10 y 2 años. Dado que ambos instrumentos son emitidos por el mismo país y en términos nominales, la diferencia entre sus tasas no se ve afectada por primas por riesgo inflacionario y riesgo soberano.

² Ver Recuadro: "Proceso de Descompresión de Primas de Riesgo y su Efecto sobre las Tasas de Interés de Mayor Plazo en Estados Unidos y en el Resto del Mundo" del Informe sobre la Inflación de Abril-Junio 2013.

³ Las EMEs consideradas son: Brasil, Colombia, India, Indonesia, México, Perú, Polonia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

⁴ El *World Economic Outlook* de abril de 2014 y el Reporte de Política Monetaria de la Reserva Federal de febrero de 2014 presentan estudios sobre las EMEs con mayores vulnerabilidades macroeconómicas.

⁵ Un análisis de los efectos de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales sobre los tipos de cambio de las EMEs con fundamentos macroeconómicos más débiles se presentó en el Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2013.

Evolución de las Tasas de Interés de Largo Plazo de algunas EMEs y de sus Componentes

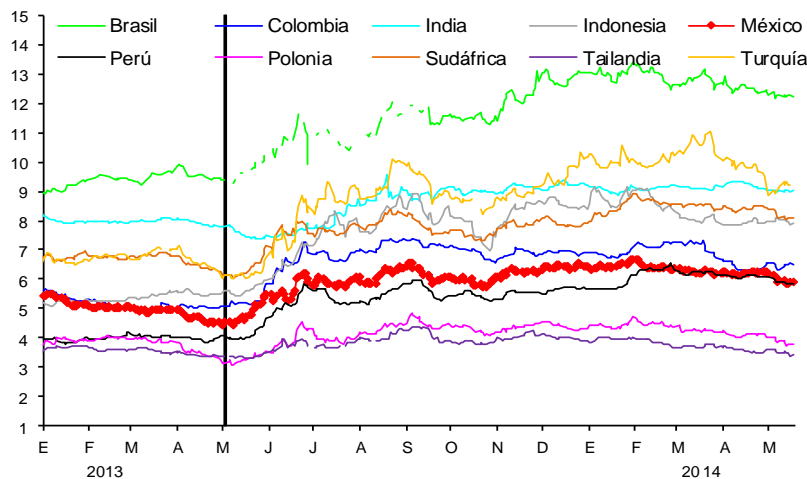
A partir de mayo de 2013 se observó un incremento generalizado en las tasas de interés de largo plazo de la mayoría de las EMEs (Gráfica 1). Cabe destacar que éstas habían presentado un comportamiento estable durante los primeros meses de 2013, e incluso disminuciones, como es el caso de México. Si bien el ajuste inicial fue abrupto y de magnitud considerable en todos los casos, el aumento acumulado total a partir de mayo de 2013 y a la fecha ha sido diferenciado. En particular, destacan los casos de Brasil, Perú, Turquía y Sudáfrica, en los que dichas tasas se incrementaron en más de 200 puntos base.

A continuación se analiza la evolución de los componentes de las tasas de interés de largo plazo para las economías consideradas. En particular, una manera en la que dichas tasas pueden descomponerse está dada por la siguiente expresión:

$$i_t^{LP} \approx i_t^{PM} + E_t i_{t+1}^{PM} + \dots + E_t i_{t+N-1}^{PM} + \rho_t^\pi + \rho_t^{credito} + \rho_t^{plazo} + \rho_t^{otros}$$

en donde la tasa de interés nominal de largo plazo, i_t^{LP} , se aproxima mediante el comportamiento de la tasa de interés de política monetaria, i_t^{PM} , la expectativa en el tiempo t sobre las tasas de interés de política monetaria en el periodo $t + i$ con $i = 1, \dots, N - 1$, donde N es el número de periodos que se mantiene una inversión de largo plazo, $E_t i_{t+i}^{PM}$, y primas por riesgo, entre las que destacan la prima por riesgo inflacionario, ρ_t^π ; la prima por riesgo soberano, $\rho_t^{credito}$; la prima por plazo ρ_t^{plazo} ; y donde ρ_t^{otros} representa otras primas de riesgo (e.g. liquidez).

Gráfica 1
Tasas de Bonos Gubernamentales a 10 Años ^{1/}
Por ciento



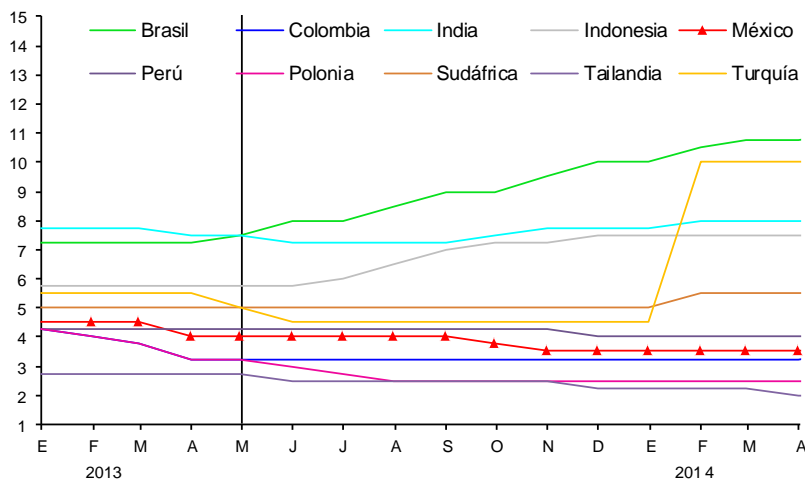
1/ Todas las gráficas muestran una línea vertical el 22 de mayo de 2013, fecha que corresponde al comienzo de la discusión sobre el posible proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos con las declaraciones del Presidente de la Reserva Federal.

Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las tasas de interés de política monetaria (Gráfica 2), éstas se han mantenido estables en la mayoría de las EMEs, salvo en aquéllas con mayores vulnerabilidades. En éstas, los bancos centrales aumentaron sus tasas de referencia con el fin de contrarrestar las salidas de flujos de capitales y la consecuente depreciación de sus monedas, y así contener el posible traspaso a su inflación. Tal es el caso de Brasil, Turquía, Sudáfrica, Indonesia e India. En consecuencia, en estas economías, las tasas de interés de corto plazo esperadas, aproximadas por los swaps de tasas de interés a 2 años, registraron un alza de entre 140 y 420 puntos base de mayo de 2013 y hasta la fecha. No obstante, después de los aumentos mencionados de las tasas de referencia, la expectativa de alzas adicionales en sus tasas de interés de corto plazo se ha moderado (Gráfica 3).

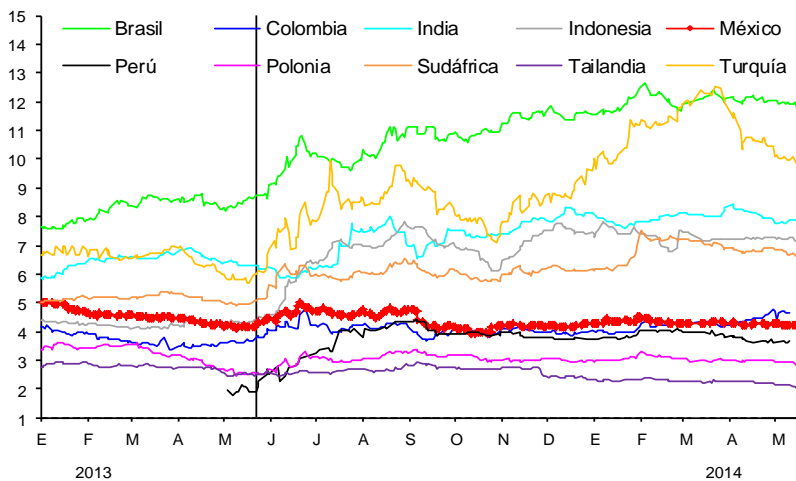
Por su parte, el panorama inflacionario mundial favorable se ha reflejado en expectativas de inflación relativamente estables en términos generales para las EMEs. Sin embargo, en India, Turquía e Indonesia las depreciaciones de sus monedas se tradujeron en incrementos importantes en sus tasas de inflación (Gráfica 4) - alejándolas de sus respectivos objetivos- y en las expectativas de las mismas (Gráfica 5). Asimismo, al analizar una medida aproximada de la prima por riesgo inflacionario, como es la brecha de inflación esperada, ésta se ha mantenido estable pero en niveles positivos en la mayoría de las EMEs y, en el caso de aquellas con fundamentos débiles, se ha estabilizado recientemente después de registrar alzas en los meses previos.

Gráfica 2
Tasas de Interés de Política Monetaria
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 3
Tasa Fija Pactada en los Swaps de
Tasa de Interés a 2 Años ^{1/2/}
Por ciento



1/ Se refiere a la "pata fija" pactada en dicho instrumento para el intercambio de flujos.

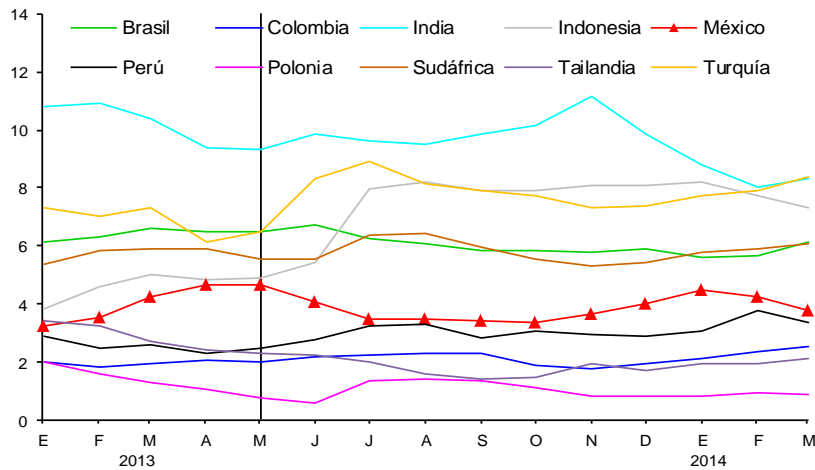
2/ Para Indonesia y Perú se utilizó la tasa de interés de instrumentos de dos años.

Fuente: Bloomberg.

Por otro lado, las primas por riesgo soberano aumentaron de manera generalizada en las EMEs después de mayo de 2013. Esto se puede observar en la evolución de los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano (Gráfica 6). Cabe destacar que en el caso de México, éstos han venido disminuyendo en los últimos meses e inclusive se ubican en niveles similares a los observados a principios de 2013. Como se ha señalado, ello es reflejo de los sólidos fundamentos macroeconómicos del país y de una perspectiva favorable respecto del

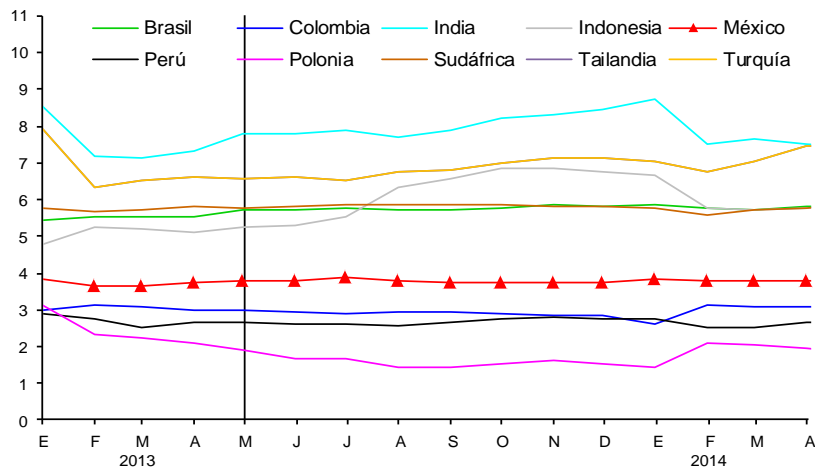
posible impacto del avance de las reformas estructurales, que se vio reflejada en una mejora en la calificación de la deuda soberana por dos agencias calificadoras, en diciembre de 2013 y febrero de 2014.

Gráfica 4
Inflación Observada
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 5
Inflación Esperada ^{1/}
Por ciento

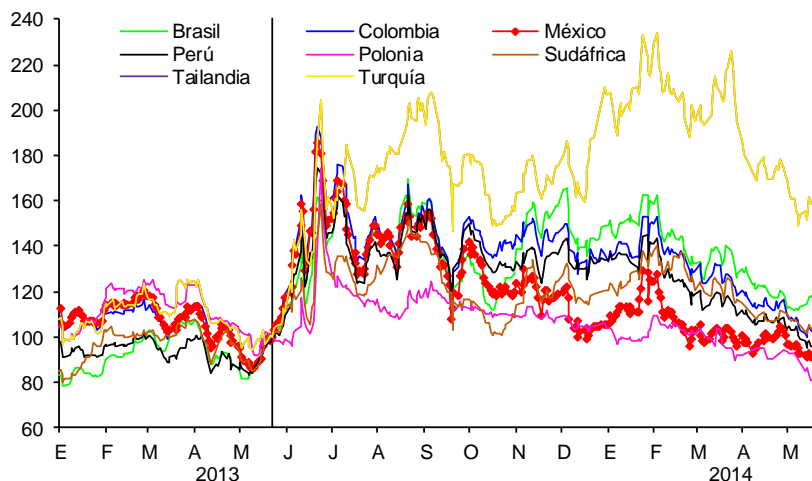


1/ Para cada país se construye un aproximado de inflación esperada para los siguientes 12 meses como el promedio de las expectativas de inflación al cierre del año corriente y al cierre del siguiente año.
Fuente: Consensus Forecasts.

Finalmente, como resultado del elevado grado de liquidez en los mercados financieros internacionales, las primas por plazo de este grupo de economías, medidas como la diferencia entre las tasas de interés de 10 y 2 años de bonos gubernamentales, se encontraban cerca de sus niveles mínimos históricos a principios de 2013 (Gráfica 7). Sin embargo, a partir de mayo de 2013, el proceso de descompresión de dicha prima en Estados Unidos, dio lugar a un aumento en estas primas para otras economías, incluyendo las emergentes. Al respecto, es notable el importante incremento que registró la prima por plazo de México.

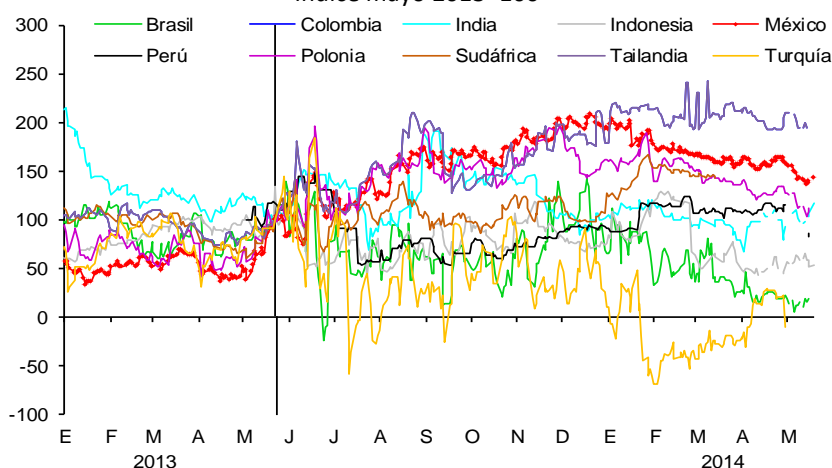
Así, del análisis de los componentes de las tasas de interés de largo plazo, destaca que el aumento correspondiente para México ha sido resultado en gran medida del proceso de descompresión de la prima por plazo en Estados Unidos, dado que la evolución del resto de los componentes de dicha tasa se ha mantenido relativamente estable en el período de referencia.

Gráfica 6
Indicadores de Mercado que Miden
el Riesgo de Crédito Soberano ^{1/}
 Índice mayo 2013 = 100



^{1/} Credit Default Swap a 5 años.
 Fuente: Bloomberg.

Gráfica 7
Prima por Plazo (10a – 2a)
 Índice mayo 2013=100



Fuente: Bloomberg.

Consideraciones Finales

En el actual entorno económico global, las EMEs se han enfrentado a desafíos importantes. El proceso de normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos ha generado volatilidad en los mercados financieros internacionales, principalmente en los de las EMEs, así como un alza generalizada de las tasas de interés de mediano y largo plazo. En este contexto, la heterogeneidad de las EMEs se ha hecho evidente, principalmente a la luz de las vulnerabilidades macroeconómicas de algunas de ellas.

El análisis de este Recuadro sobre la evolución de los componentes de las tasas de interés de largo plazo para un conjunto de EMEs muestra que el aumento en sus tasas de largo plazo refleja incrementos en sus distintos componentes. En contraste, se encuentra que para el caso de México, los movimientos de las tasas de interés de largo plazo se explican, principalmente, por la evolución de la prima por plazo, toda vez que los otros componentes, tales como las tasas de interés de corto plazo y sus expectativas, así como las primas por riesgo inflacionario, han permanecido estables.