

Alza de tasas. ¿Cómo reducir el impacto?

Equipo de Gestión de Inversiones, FTSAM



Timothy Heyman, CBE
Presidente



Ramsé Gutiérrez, CFA
Gestor de Cartera / VP Deuda



Luis Gonzalí, CFA
Gestor de Cartera, Deuda



Jorge Marmolejo, CFA
Gestor de Cartera, Deuda

Analista: Nadia Montes de Oca

Franklin Templeton Servicios de Asesoría México

- Establecido en 2013.
- Subsidiaria de Franklin Templeton Investments.
- Soluciones de inversión para nuestros clientes, tomando en cuenta sus necesidades, y el entorno global y local.
- Equipo de gestión con más de 20 años de experiencia.
- Pioneros en inversiones mexicanas.

Franklin Templeton: Cultura y Valores

- El interés de los clientes primero.
- Construir relaciones.
- Lograr resultados de calidad.
- Trabajar con integridad.

RESUMEN

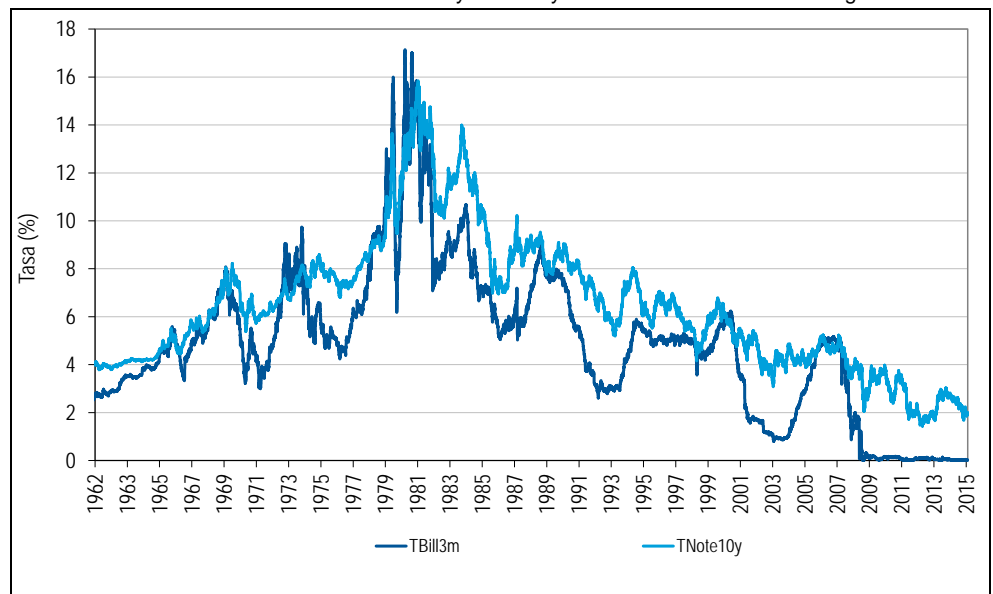
- Después de siete años de niveles históricamente bajos, es más probable que las tasas de interés en EU suban a que bajen, y que esto afecte a los valores de deuda en México.
- Hay tres formas de analizar el riesgo de un valor de deuda: calificaciones crediticias, Credit Default Swaps (CDS) y sobretasas.
- La sobretasa refleja el riesgo adicional de un valor de deuda no gubernamental sobre un valor gubernamental.
- En EU, las sobretasas están ligadas al ciclo económico. En la recuperación, con alza de tasas, la deuda no gubernamental sobredesempeña el gubernamental. En la desaceleración, con baja de tasas, la gubernamental sobredesempeña la no gubernamental.
- En México, por la relación cercana con EU, hay correlaciones similares.
- Conclusión: ante un alza de tasas, aumentar la ponderación de valores no gubernamentales en la cartera de deuda.

“Va contra el principio de algunos pagar el interés, y contra el interés de otros pagar el principal.” – Benjamin Franklin

El ciclo de tasas

Las tasas de interés de EU reflejan el ciclo económico (Gráfica 1). Por la severidad de la crisis económica de 2008, las tasas de corto plazo en EU se han mantenido bajas por el mayor periodo desde que se funda el Federal Reserve System (“Fed”) en 1913. De estos niveles, es más probable que las tasas suban a que bajen, y que esto afecte a los valores de deuda en México.

Gráfica 1. US: Tbill3M y Tnote10y 1962-2015 Fuente: Bloomberg



Con un alza de tasas, los precios de los valores de deuda bajan por lo general. Pero no todos los valores se comportan de la misma forma. En este Comentario, analizamos la diferencia de comportamiento entre valores gubernamentales y no gubernamentales. Después de una reseña de las técnicas de análisis del riesgo de valores de deuda (calificación crediticia, Credit Default Swaps (CDS), y sobretasas) presentamos nuestra conclusión para valores de deuda mexicanos.

Calificación crediticia

La calificación del riesgo de crédito se hace por medio de agencias calificadoras: en México, Fitch, HR Ratings, Moody's y Standard & Poor's. La definición de una calificación es:

“Expresión de una opinión acerca de la probabilidad y riesgo relativo de la capacidad e intención de un emisor de un instrumento de efectuar su pago precisamente en el plazo acordado”¹.

El nivel de calificación va de AAA (o algún equivalente dependiendo de la calificadora) para una institución con la mayor solidez crediticia posible, hasta D, para un deudor en quiebra o considerado insolvente. Las calificaciones se aplican a deuda gubernamental (“soberana”) y no gubernamental (bancos, empresas, notas estructuradas respaldadas por activos o flujos). Presentamos calificaciones para 10 países de dos calificadoras (Gráfica 2). Los factores que más se ponderan para una calificación (las agencias no están siempre de acuerdo) son: ingreso per cápita, el nivel de la deuda externa, inflación, historia de pago y nivel de desarrollo económico. Este conjunto de factores se resume como “riesgo país”. Entre mayor sea el riesgo país, menor es su calificación.

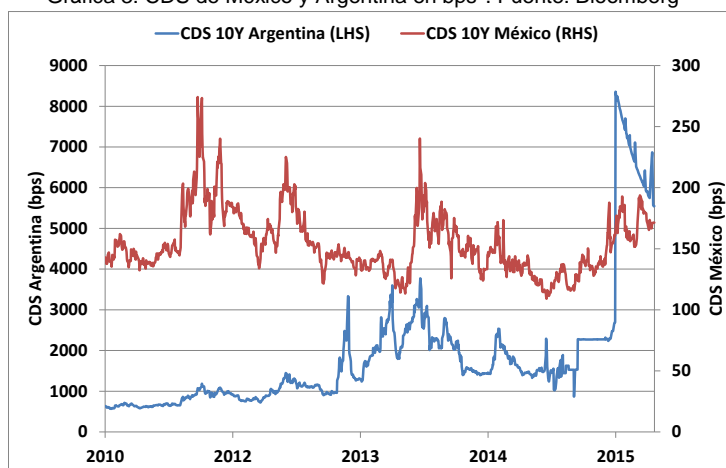
Gráfica 2. Calificaciones crediticias de países seleccionados (orden alfabética). Fuente: Bloomberg

	S&P	Fitch
Alemania	AAA	AAA
Argentina	SD	RD
Australia	AAA	AAA
China	AA-	A+
Egipto	B-	B
Estados Unidos	AA+	AAA
Francia	AA	AA
Grecia	CCC+	CCC
Japón	AA-	A
México	BBB+	BBB+
Nigeria	B+	BB-

Comparación entre países - CDS

Un CDS es un derivado (swap) en donde el comprador paga una prima para protegerse de un evento de incumplimiento (*default*) del emisor. En caso de incumplimiento, el comprador entrega el bono al vendedor de la protección a cambio del valor nominal del bono en efectivo. Así, el comprador no sufre pérdidas por eventos de crédito. Una forma de medir la percepción de riesgo de un valor de deuda es la prima que se debe pagar para contratar la protección. Entre mayor sea la prima, refleja un mayor riesgo de crédito.

Gráfica 3: CDS de México y Argentina en bps². Fuente: Bloomberg



¹ Standard & Poor's

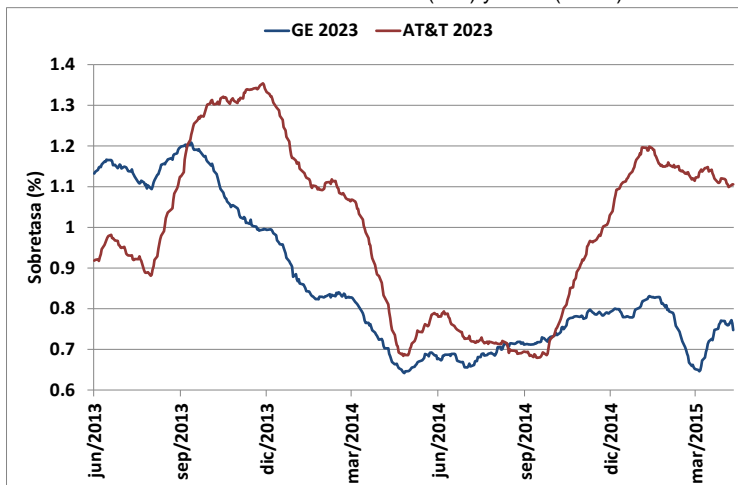
² 1 bps (*basis point* - punto base) = 0.01%

La Gráfica 3 muestra dos países: México (calificación BBB-) y Argentina (SD, *selective default*). La prima por México (1.71% - escala derecha) es menor que la de Argentina (55.5% - izquierda).

Comparación dentro de un país: sobretasa

Dentro de un país, la deuda gubernamental es la más segura y sirve como estándar de comparación para la deuda no gubernamental emitida por emisores del mismo país. La sobretasa es la diferencia entre la tasa de rendimiento de la deuda no gubernamental y gubernamental, para valores de un plazo o duración similar.

Gráfica 4. EU: sobretasas sobre Tnote 2023 de GE (AA-) y AT&T(BBB+). Fuente: Bloomberg

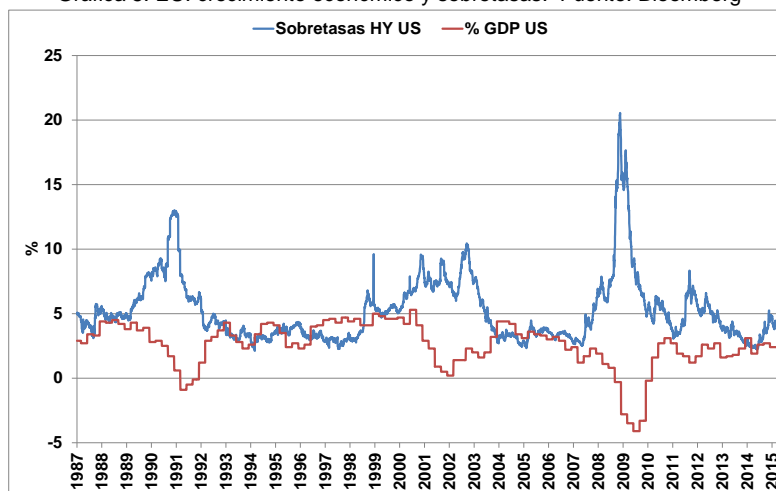


El análisis de crédito de un deudor no gubernamental depende de un análisis minucioso de la fuente de pago, normalmente, sus estados financieros y actividad, que hace tanto la agencia calificadora como el inversionista. Si la sobretasa es baja, implica que tiene un riesgo bajo, como el ejemplo de GE y ATT (véase Gráfica 4). La tarea del inversionista es ver si la sobretasa refleja su propio análisis, y, en su caso, la calificación de las calificadoras. Si la sobretasa es demasiado baja, la deuda es venta, si es demasiado alta, es compra.

Tasas, sobretasas y ciclos económicos

Cuando un valor de deuda no gubernamental refleja un deterioro en las finanzas del emisor, la sobretasa aumenta, y el precio baja. Si el emisor mejora sus finanzas, la sobretasa baja, y el precio sube. En la Gráfica 5, se percibe que, en EU, las sobretasas tienden a subir en épocas recesivas, y a bajar en épocas de crecimiento

Gráfica 5. EU: crecimiento económico y sobretasas. Fuente: Bloomberg

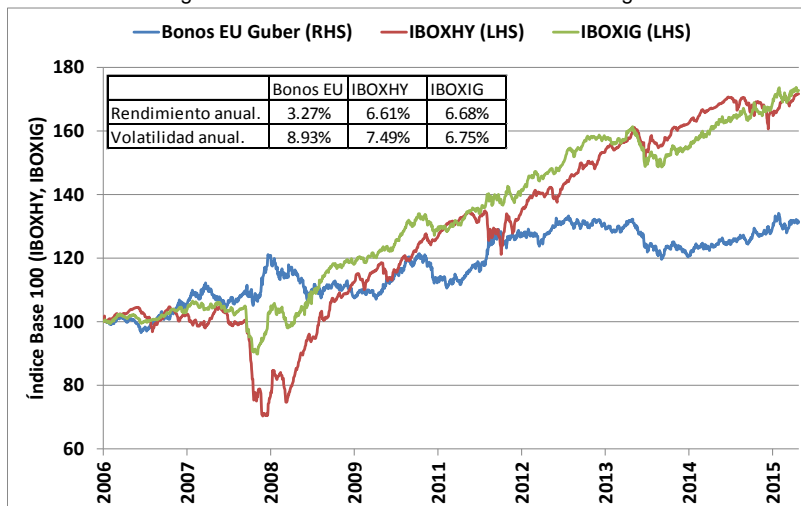


Cuando hay desaceleración, las tasas en general bajan y el precio de la deuda gubernamental sube. Cuando hay recuperación, las tasas en general suben y el de la deuda baja. En una desaceleración, las finanzas de las empresas se deterioran, y sus sobretasas suben, haciendo que el precio de la deuda no gubernamental suba

menos que la deuda gubernamental. Cuando la economía crece, las finanzas de las empresas se fortalecen, y las sobretasas bajan: los precios de los valores no gubernamentales bajan menos que los precios de los valores gubernamentales.

La Gráfica 6 muestra cómo, durante el ciclo, las sobretasas se comportan ante subidas y alzas de tasas (bajas y alzas de precios). Los bonos gubernamentales tienen un rendimiento menor, y una volatilidad mayor que bonos “high yield” (calificación menor a BBB- : IBOXHY), o “investment grade” (mayor o igual a BBB-: IBOXIG).

Gráfica 6. EU: índice de bonos gubernamentales e índices de valores con riesgo de crédito. Fuente: Bloomberg



El caso mexicano y el ciclo económico actual

Aunque se ha reducido la estimación del crecimiento de EU y México para 2015 (comparado con finales de 2014 - Gráfica 7), el crecimiento estimado para ambos países es mayor al del 2014, y es posible que esto resulte en un alza de tasas por parte de la Fed, probablemente en el segundo semestre de 2015.

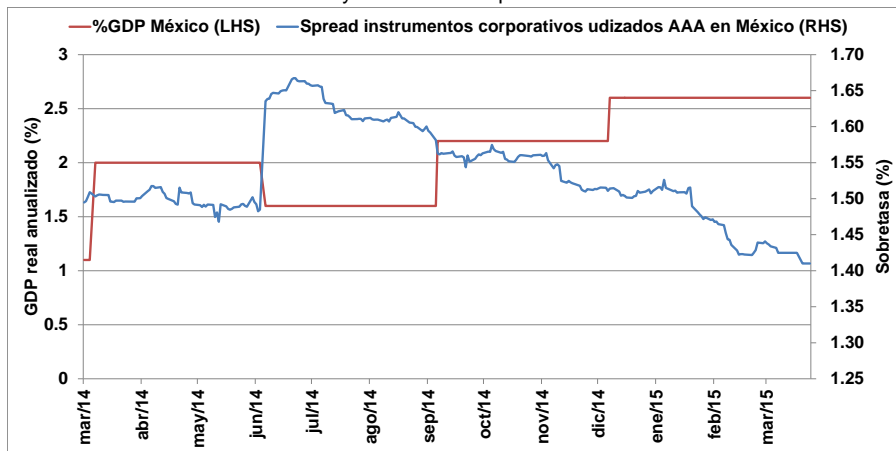
Gráfica 7. Países seleccionados: crecimiento económico observado 2014 y estimado 2015. Fuente: Bloomberg

Developed Growth(%)				Emerging Growth(%)			
	2015 est		2014		2015 est		2014
Estimación al	4-may	31-dic-14		Estimación al	4-may	31-dic-14	
US	2.80	3.00	2.40	China	7.00	7.00	7.40
Euro Area	1.40	1.10	0.90	India	7.40	5.50	5.30
Japan	0.90	1.00	(0.03)	Rusia	(4.00)	(1.15)	0.60
Britain	2.60	2.60	2.60	Brasil	(1.00)	0.85	0.18
Australia	2.40	2.60	2.73	México	2.80	3.40	2.10
Canada	1.90	2.50	2.53	Corea del sur	3.15	3.50	3.30
Germany	1.80	1.20	1.60	Indonesia	5.31	5.40	5.03
France	1.00	0.80	0.40	Turquia	3.20	3.50	3.00

Banxico ha dejado entrever que esperará a la Fed para subir sus tasas. Esto podría detonar un ciclo alcista en las tasas de largo plazo. La economía mexicana se está fortaleciendo, y es probable que las tasas de largo plazo empiecen a subir.

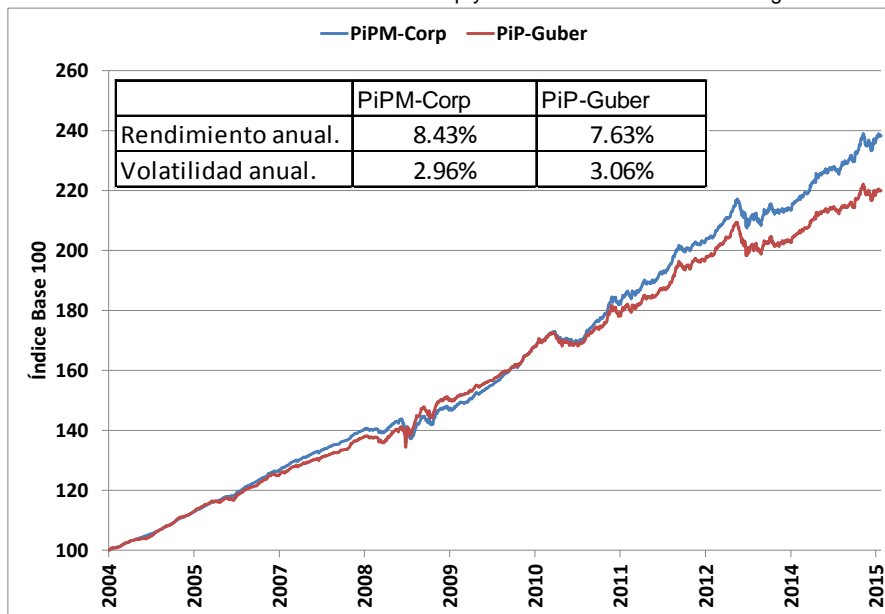
Consideramos que la deuda gubernamental no es atractiva por el bajo nivel de las tasas, pero que hay valores no gubernamentales de largo plazo que podrían ser interesantes por sus sobretasas. En la Gráfica 8, se ve como la relación entre mayor fortalecimiento económico y disminución de sobretasas se comporta como en EU. Aunque actualmente las sobretasas están históricamente bajas, es probable que bajen más conforme avance el ciclo económico.

Gráfica 8. México: crecimiento económico y sobretasas corporativas utilizadas AAA. Fuente: Bloomberg y PiP



En la Gráfica 9 se observa que un índice compuesto (PiPM-Corp) de valores corporativos (que pagan una sobretasa respecto a la deuda gubernamental), demuestra a largo plazo un mayor rendimiento y una menor volatilidad que un índice compuesto de valores gubernamentales. Generalmente, cuando hay un alza de tasas, la reacción del índice corporativo es menos abrupta, y por lo tanto, la volatilidad es menor.

Gráfica 9. México: índice PiPM-Corp y PiP-Guber. Fuente: Bloomberg



Conclusión

Con un escenario probable de crecimiento económico mayor en 2015 que en 2014, es probable un alza de tasas de corto y largo plazo. Esto implica una subponderación en valores de deuda de largo plazo. Dentro del porcentaje de una cartera dedicado a valores de deuda de largo plazo, una forma de evitar mayores minusvalías es comprar valores no gubernamentales. Es importante hacer un análisis riguroso del riesgo de crédito de estos valores (además de tomar en cuenta las calificaciones de crédito), con la finalidad de entender si el rendimiento esperado corresponde al riesgo adicional.

5 de mayo de 2015
 Timothy Heyman
 Luis Gonzalí

Principales variables financieras: desempeño al 30 de abril de 2015

Durante abril, en México, el IPC subió 1.96%. Las tasas nominales bajaron en el corto y mediano plazo y subieron en el largo plazo. Las tasas reales subieron en todos los plazos. El US\$ se fortaleció 0.70% contra el peso. En EU, el S&P500, el DJ y el Nasdaq subieron. Las tasas nominales bajaron en el corto plazo y subieron en el mediano y largo plazo. Las tasas reales subieron en el corto y largo plazo, mientras que bajaron en el mediano plazo. El precio de la mezcla subió 26.27% y WTI 25.27%. Según Banxico, el optimismo subió a 61% (47% anterior), la perspectiva sin cambios bajó a 33% (vs. 44%), y el pesimismo bajó a 6% (9% anterior).

México				
Mercado accionario y petróleo				
Variable	30-Apr-15	31-Mar-15	Mes	YTD
IPC	44,582.39	43,724.78	1.96%	3.33%
Tipo de cambio (USD/MXN)	15.37	15.26	0.70%	4.27%
Mezcla petróleo (USD/bl)	57.01	45.15	26.27%	25.43%
Tasas Nominales				
Variable	30-Apr-15	31-Mar-15	Mes	YTD
CETES 28	2.77%	3.04%	-27 bps	13 bps
CETES 360	3.39%	3.66%	-27 bps	11 bps
M5	5.28%	5.35%	-7 bps	7 bps
M10	5.93%	5.91%	2 bps	12 bps
Tasas reales				
Variable	30-Apr-15	31-Mar-15	Mes	YTD
UDIBONO 10	2.97%	2.95%	2 bps	51 bps
UDIBONO 30	3.51%	3.46%	5 bps	30 bps
Commodities				
Variable	30-Apr-15	31-Mar-15	Mes	YTD
Oro	1,184.37	1,183.57	0.07%	-0.31%
WTI (USD/bl)	59.63	47.60	25.27%	11.94%
Nodos UMS Tasas				
Variable	30-Apr-15	31-Mar-15	Mes	YTD
UMS 10 años	3.43%	3.41%	2 bps	-15 bps
UMS 20 años	4.26%	4.23%	3 bps	-13 bps
UMS 30 años	4.46%	4.38%	8 bps	-12 bps
Mercados Accionarios (USD)				
Variable	30-Apr-15	31-Mar-15	Mes	YTD
MSCI Desarrollados	6,694.31	6,537.62	2.40%	4.91%
MSCI Emergentes	2,116.09	1,964.49	7.72%	10.17%
MSCI México	10,249.82	10,155.88	0.93%	-1.03%
MSCI Brasil	5,179.28	4,432.81	16.84%	-0.19%

EU				
Mercado accionario				
Variable	30-Apr-15	31-Mar-15	Mes	YTD
DJ	17,840.52	17,776.12	0.36%	0.10%
S&P	2,085.51	2,067.89	0.85%	1.29%
Nasdaq	4,941.42	4,900.89	0.83%	4.34%
Tasas Nominales				
Variable	30-Apr-15	31-Mar-15	Mes	YTD
Tbill 90	0.01%	0.02%	-1 bps	-3 bps
Tnote 5	1.43%	1.37%	6 bps	-22 bps
Tnote 10	2.05%	1.95%	10 bps	-12 bps
Tbond 30	2.75%	2.54%	21 bps	0 bps
Tasas reales				
Variable	30-Apr-15	31-Mar-15	Mes	YTD
Tip 5	-0.29%	-0.37%	8 bps	-67 bps
Tip 10	0.11%	0.15%	-4 bps	-38 bps
Tip 30	0.72%	0.66%	6 bps	-11 bps

Consenso Banxico		
Variable	2015	2015 anterior
PIB	2.88%	2.95%
Inflación	3.07%	3.11%
Cetes 28	3.53%	3.61%
Tipo cambio	14.97	14.79
Expectativas		
Variable	30-Apr-15	31-Mar-15
Mejor	61%	47%
Igual	33%	44%
Peor	6%	9%

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE

El presente material ha sido elaborado por Franklin Templeton Servicios de Asesoría México, S. de R.L. de C.V. (la "FTSAM" o la "Compañía" o la "Sociedad") exclusivamente para el uso en éste documento. El contenido de éste documento tiene fines estrictamente informativos. Los rendimientos históricos no garantizan resultados futuros.

Éste documento puede contener información recabada de distintas fuentes, y si bien puede considerarse como confiable, la Sociedad no otorga garantía o declaración alguna sobre su fidelidad, precisión, alcance o cobertura, ya que la Sociedad no ha verificado, validado o auditado en forma independiente dicha información. La información es parcial y, por lo tanto, no puede calificarse de completa. Usted acuerda mantener el contenido de este documento de forma estrictamente privada y confidencial y no deberá ser divulgado, copiado, reproducido o redistribuido (total o parcialmente) a persona alguna, sin el consentimiento previo y por escrito de la Sociedad.

El presente documento puede contener "declaraciones a futuro" y resultados que pueden variar de aquellos que expresa o implícitamente se incluyen en el presente documento. Tales declaraciones a futuro pueden ser identificadas, entre otros vocablos, por el uso de terminología como "esperamos", "anticipamos", "creemos", "continuamos", "podríamos", "estimamos", "pronosticamos", "intentamos", "planeamos", "predecimos", "debería" o cualquier otra terminología prospectiva, o bien, por la forma negativa de dichos vocablos o por terminología similar, incluyendo sin limitar la forma plural de dichos vocablos. Todas las declaraciones a futuro se refieren a la expectativa actual de la Sociedad sobre eventos futuros y están sujetos a un número de factores que podrían causar que los resultados difieran sustancialmente respecto de aquellos a que se refieren las declaraciones a futuro. Se debe ser cauteloso con respecto a tales declaraciones y no se deberá depositar confianza indebida en ninguna de las declaraciones a futuro.

Ésta documento no incluye declaración o garantía alguna (expresa o implícita) por lo que no se deberá de apoyar, en la exactitud, imparcialidad o integridad de la información presentada o contenida en éste documento. Ni la Compañía ni ninguna de sus afiliadas, empleados, asesores o representantes, acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida o daño causado por la información presentada o contenida en éste documento.

La información presentada o contenida en este documento está actualizada a la fecha indicada y está sujeta a cambios sin previo aviso y su exactitud no está garantizada. La información contenida en el presente documento así como las opiniones, de haberlas, en él expresadas se emiten en la fecha de la presente y, por lo tanto, están condicionadas y/o sujetas a probables modificaciones por causa de cambios en la legislación aplicable, así como en las condiciones y circunstancias que pueden o no estar previstas en éste documento, además de por el transcurso del tiempo y otras situaciones similares. Ni la Sociedad, ni sus afiliadas, representantes, empleados o asesores asumimos responsabilidad u obligación alguna de informar a ustedes o a cualquier otra persona respecto de cualesquiera cambios en la información u opiniones expresadas en el presente documento que resulten de cuestiones, circunstancias o eventos que pudieran surgir en el futuro o que pudieran ser traídos a nuestra atención con fecha posterior a la de la presente. Ésta documento no debe interpretarse como asesoría legal, fiscal, de inversión o de ningún otro tipo.

Este documento no constituye una oferta o invitación para adquirir o suscribir acciones u otros valores y ninguna parte de este documento ni ninguna información, opinión o declaración contenida en la misma debe ser la base de, o ser referida en relación con cualquier contrato o compromiso. Cualquier decisión de adquisición de valores en cualquier oferta de valores debe hacerse únicamente sobre la base de la información contenida en el documento de oferta de los valores respectivos. Al participar en este documento, usted acepta que quedará sujeto a las limitaciones anteriores.

Copyright © 2015. Franklin Templeton Investments. Todos los derechos reservados. Documento únicamente válido en los EU Mexicanos.