

Tasas negativas: crecimiento por políticas monetarias pero persisten riesgos globales

Equipo de Gestión de Inversiones, FTSAM



Timothy Heyman, CBE
Presidente



Ramsé Gutiérrez, CFA
VP / Gestor de Cartera Deuda



Luis Gonzalí, CFA
Gestor de Cartera, Deuda



Jorge Marmolejo, CFA
Gestor de Cartera, Deuda

Analistas: *Nadia Montes de Oca y Maria Rosa Sulser*

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

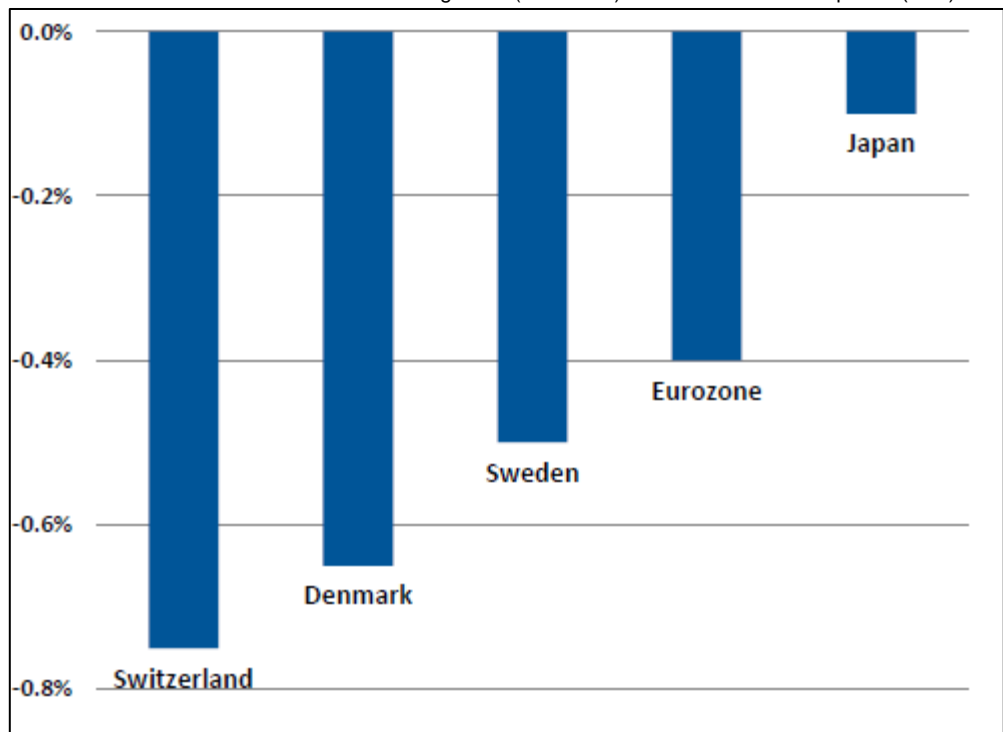
- Por bajo crecimiento, políticas monetarias de algunas economías desarrolladas han llegado a tasas negativas, con la posibilidad de estímulos más agresivos.
- Consecuencias probables son mayor crecimiento, inflación y tasas.
- Economías emergentes, México incluido, no han recurrido a políticas monetarias tan expansivas, por su bajo nivel de deuda en relación al PIB.
- Economías emergentes se beneficiaran del crecimiento global, pero con mayor peligro de alza de inflación y tasas, por menor institucionalización.
- México debe beneficiarse de su liga al crecimiento de EU, y su buena administración económica. Pero, por riesgos globales (Brexit, elecciones EU) no cambiamos los escenarios.

“Lo imposible muchas veces es lo no intentado” – Jim Goodwin

Tasas de interés negativas 2016

En abril de 2016, la eurozona (European Central Bank - ECB), Dinamarca, Suecia, Suiza, y Japón, habían implementado políticas monetarias de tasas negativas (Gráfica 1), políticas con pocos precedentes históricos. En esta Perspectiva, analizamos sus implicaciones para la economía global, mercados emergentes, y México.

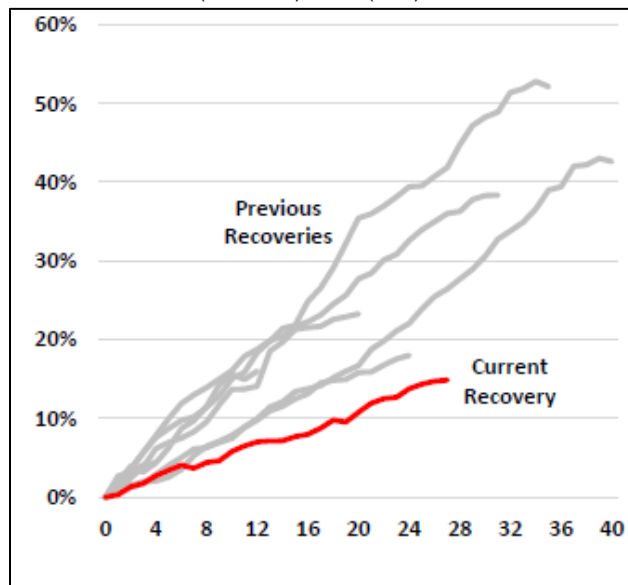
Gráfica 1. Tasas de interés negativas (abril 2016). Fuente: Franklin Templeton (“FT”)



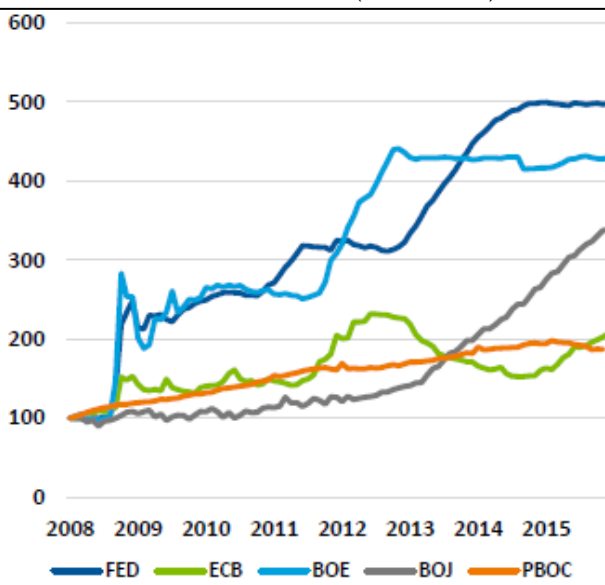
Tasas negativas: antecedentes

La crisis de 2008 fue principalmente financiera, por un exceso de deuda en países desarrollados. La reacción monetaria fue bajar las tasas a cero (*Zero Interest Rate Policy – ZIRP*), pero el efecto fue lento, por el proceso de desalancamiento. Por su pronta implementación de ZIRP, la recuperación en EU fue más rápida que en otros países, pero más lenta que en sus 7 ciclos anteriores (Gráfica 2). En las economías principales (EU, Europa, Reino Unido, Japón, China), bancos centrales recurrieron a tasas bajas o ZIRP, y hasta la compra de activos, principalmente de bonos de largo plazo (*Quantitative Easing – QE*), aumentando sus balances (Gráfica 3).

Gráfica 2. EU: PIB acumulado (mar 2016). 0=fin (mes) de recesión anterior



Gráfica 3. Bancos centrales: activos (moneda local). 100=2008. Fuente: FT¹

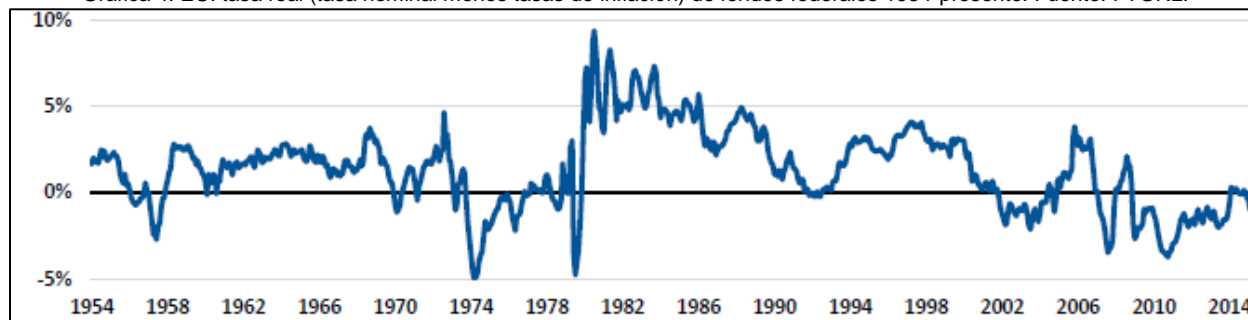


Tasas negativas: implementación y beneficios

Una política de tasas negativas (*Negative Interest Rate Policy – NIRP*) es más expansiva que ZIRP o QE. El banco central cobra a la banca comercial una tasa de interés negativa sobre sus reservas excedentes. Consecuencias positivas pueden incluir:

- *Desaliento del ahorro.* Una tasa negativa sobre el ahorro alienta el consumo y la inversión.
- *Aumento de precio de los activos.* Al aumentar el precio de los activos, los consumidores gastan más.
- *Mayor aceptación del riesgo.* Los inversionistas toman mayor riesgo de deuda (crédito o duración), o compran acciones, que les rinda más que cero.
- *Expectativas de inflación.* La expectativa de una inflación más alta alienta el consumo inmediato.
- *Tipo de cambio.* Con tasas bajas, la moneda se deprecia, estimulando exportaciones y la economía.

Gráfica 4. EU: tasa real (tasa nominal menos tasas de inflación) de fondos federales 1954-presente. Fuente: FTGRL.



Hay una diferencia entre una tasa negativa nominal, y una tasa negativa real (la tasa nominal menos la tasa de inflación). En la historia de EU, no ha habido tasas negativas nominales, pero sí tasas negativas reales, que se han utilizado en etapas de bajo crecimiento (Gráfica 4).

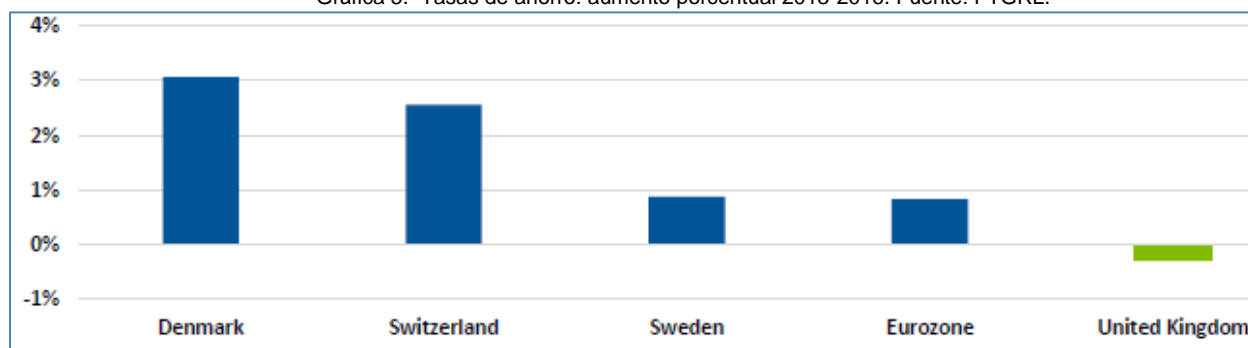
¹ "NIRP Now, Helicopter Money Next?" Justin Colatosti, Miroslava Litwak (Franklin Templeton Global Research Library - FTGRL, May 11, 2016).

Tasas negativas: consecuencias no esperadas

También pueden darse consecuencias negativas no esperadas:

- *Aplazamiento del desaholancamiento.* Por el bajo costo de la deuda, hay menores incentivos de desaholancamiento para individuales, empresas, o países, posponiendo la recuperación.
- *Efecto sobre instituciones financieras.* Tasas negativas sobre activos de corto plazo puede tener un efecto negativo sobre instituciones que tienen obligaciones con tasas más altas a largo plazo, ej. fondos de pensiones o de seguros. También puede ser difícil para los bancos traspasar tasas negativas a sus clientes, reduciendo sus tasas netas positivas.
- *Asignación de capital distorsionada.* Tasas de interés bajas o negativas pueden distorsionar la asignación de capital, alejando los precios de los activos de factores fundamentales económicos.
- *Aumento de la tasa de ahorro.* Mientras que NIRP debe desalentar el ahorro y activar el gasto e inversión, puede actuar al revés. Con tasas bajas, los consumidores ahorran más para cubrir sus gastos a futuro, o posponen su jubilación. Hay evidencia que esto está sucediendo en ciertos países (Gráfica 5).

Gráfica 5. Tasas de ahorro: aumento porcentual 2013-2016. Fuente: FTGRL.

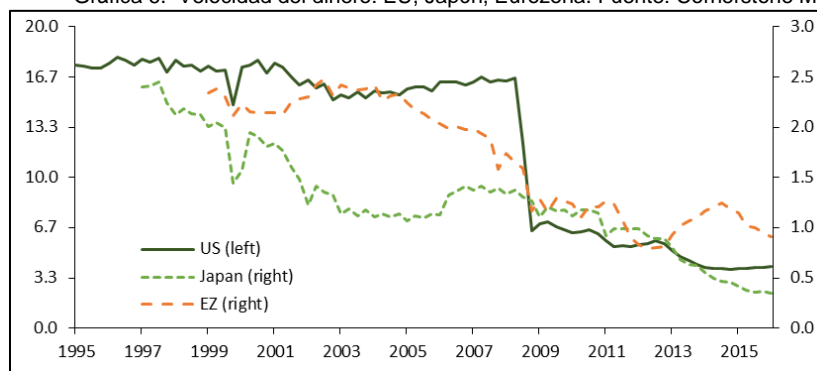


Tasas negativas: ¿próximamente, dinero helicóptero?

Con el efecto reducido de las tres políticas de expansión monetaria efectuadas, se está especulando la posible introducción de un cuarto tipo de política monetaria, dinero helicóptero (*helicopter money*), o sea dinero producido por bancos centrales para financiar gasto público (o reducir impuestos). Consecuencias positivas podrían incluir:

- *Facilita el uso de política fiscal.* Puede ser más efectiva, por directa, que política monetaria.
- *Aumenta la expectativa de inflación.* Un aumento en la inflación esperada baja tasas reales y da mayor estímulo.
- *Aumenta la velocidad del dinero.* A diferencia de QE, tendría un estímulo directo al crecimiento del PIB nominal. La velocidad del dinero ha disminuido significativamente desde el crac de 2008-9 (Gráfica 6).

Gráfica 6. Velocidad del dinero: EU, Japón, Eurozona. Fuente: Cornerstone Macro.



- *No aumenta los impuestos.* A diferencia de una política fiscal apoyada en mayor déficits, no implica necesariamente un aumento en impuestos.

Dinero helicóptero: consecuencias negativas posibles

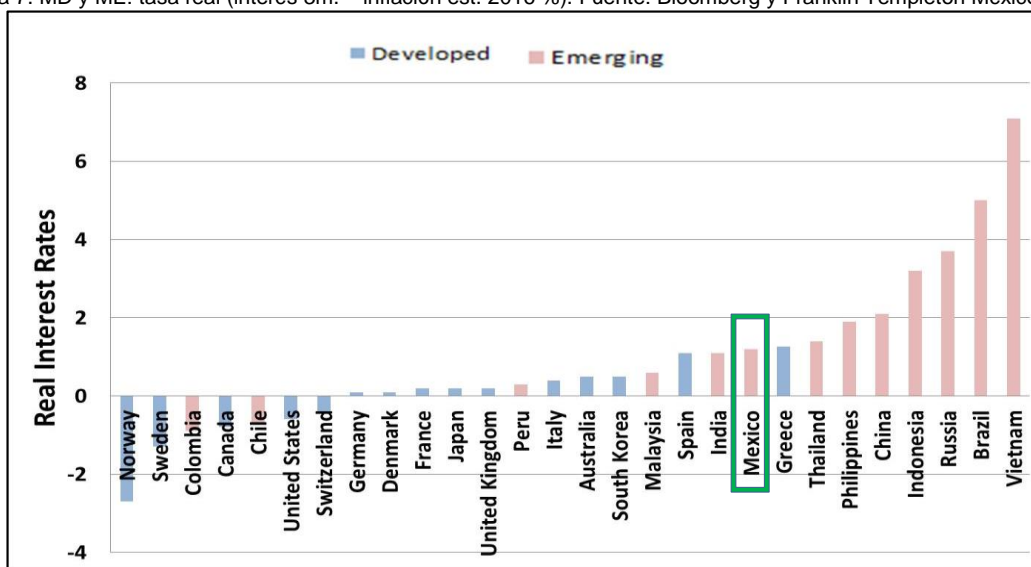
Hay ejemplos históricos de consecuencias negativas de dinero helicóptero (Alemania en los 1920s, EU en los 1970s, Argentina, Bolivia y Brasil en los 1980s) producto de una falta de disciplina del banco central, mala administración económica, o ambas, específicamente:

- *Falta de consenso político y legal.* Problemas de implementación.
- *Perdida de disciplina fiscal.* Podría producir inflación incontrolable.
- *Pérdida de independencia del Banco Central.* Podrían aumentar las expectativas inflacionarias.
- *Aumento de tasas de interés.* Un aumento de tasas podría llegar a un nivel contraproducente.

Tasas negativas: diferencia entre economías desarrolladas (MD) y emergentes (ME)

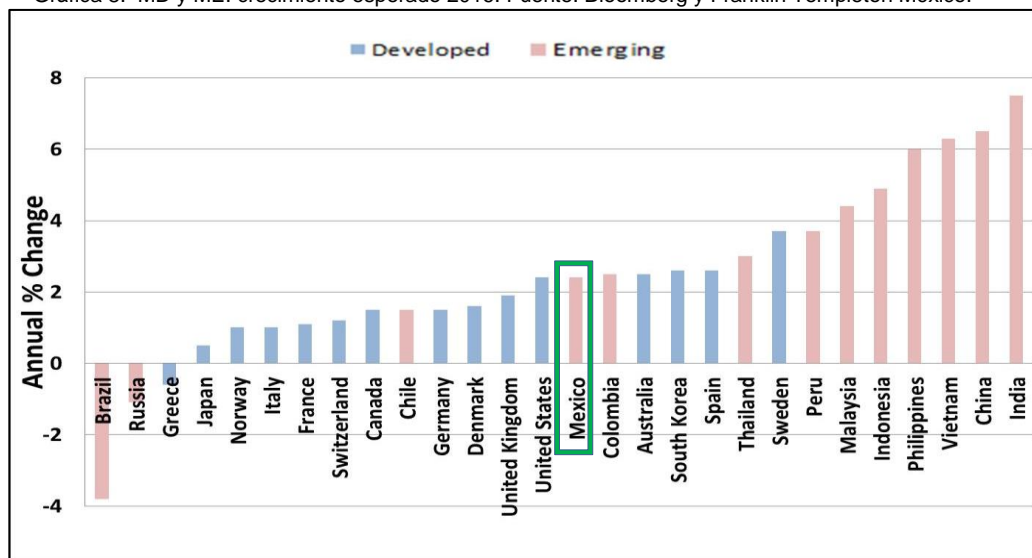
Las tasas reales, negativas y bajas, se concentran más en MD que en ME (Gráfica 7).

Gráfica 7. MD y ME: tasa real (interés 3m. – inflación est. 2016 %). Fuente: Bloomberg y Franklin Templeton México.



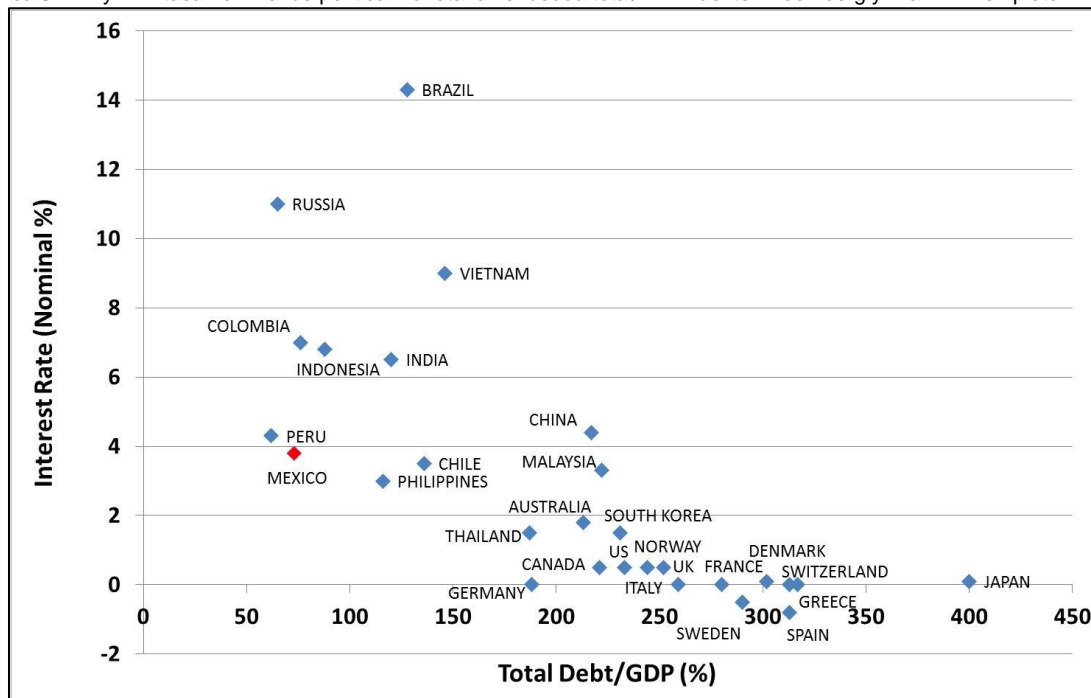
Causas principales son la mayor perspectiva de crecimiento de los ME que los MD y, en ciertos casos, mayor riesgo (ej. Brasil, Rusia y Grecia - Gráfica 8). Las estimaciones de crecimiento concuerdan con las del FMI publicados en abril de 2016 (véase Perspectiva Mensual mayo 2016).

Gráfica 8. MD y ME: crecimiento esperado 2016. Fuente: Bloomberg y Franklin Templeton México.



Una causa más profunda es la poca penetración de la deuda en ME (Gráfica 9). Cuanto menor la penetración de la deuda como porcentaje del PIB, que es una indicador de desarrollo financiero, menos afecta la economía un cambio en la tasa de interés.

Gráfica 9. MD y ME: tasa nominal de política monetaria vs. deuda total/PIB. Fuente: Bloomberg y Franklin Templeton México.



México

México se encuentra en la segunda mitad de los ME, tanto en términos de tasas reales y de crecimiento esperado (Gráficas 7 y 8). Pero se encuentra en un nivel bajo de penetración de deuda (Gráfica 9). Es posible que se vaya aumentando la penetración de la deuda por las reformas financieras. También, al grado que vayan teniendo efecto las reformas estructurales (sobre todo las de energía y de telecomunicaciones), y si se mantienen los niveles actuales de los precios de los commodities (sobre todo el precio del petróleo), existe la posibilidad de sorpresas positivas en relación a las estimaciones de crecimiento para 2016.

Riesgos

No se deben descartar los riesgos previsible, Brexit (salida del Reino Unido de la Unión Europea) y la elección de Trump en EU. Brexit tendría un efecto negativo sobre las economías y mercados europeos con consecuencias para México. Si Trump se eligiera en EU, y cumpliera con sus promesas sobre migración y comercio con México, sería severamente dañino. Para Brexit (el voto en Reino Unido se llevará a cabo el 23 de junio), el promedio más reciente de las encuestas da 46% de los votos para quedar, 43% para salir. Para las elecciones de EU, da 44% Clinton, y 42.5% Trump. En los dos casos, estas cifras se consideran como empate técnico.

Conclusión y escenarios

Nuestro análisis de las políticas monetarias globales es positivo porque implica una continuación del crecimiento global. Sin embargo, en relación a México, y particularmente a las elecciones de EU, que nos podrían dejar en suspenso hasta noviembre, dejamos sin cambio nuestros escenarios, con sus consecuencias para inversión en el peso, deuda, fibras y acciones: positivo 20%, negativo 40%, medio 40%.

Timothy Heyman
Junio 2, 2016

Principales variables financieras: desempeño al 31 de mayo de 2016

Durante mayo, en México, el IPC bajó 0.71%. Las tasas nominales y las reales subieron en todos los plazos. El US\$ se fortaleció 7.19% contra el peso. En EU, el DJ, el S&P500 y Nasdaq subieron. Las tasas nominales subieron en el corto y mediano plazo, mientras que bajaron en el largo plazo. Las tasas reales subieron en todos los plazos. El precio de la mezcla subió 7.13% y WTI 6.93%. En las respuestas relativas al clima de negocios según Banxico, el optimismo bajó a 19% (26% anterior), la perspectiva sin cambios bajó a 65% (71%), y el pesimismo subió a 16% (3%).

México					
Mercado accionario y petróleo					
Variable	31-May-16	29-Apr-16	31-Dec-15	Mes	Año
IPC	45,459.45	45,784.77	42,977.50	-0.71%	5.77%
Tipo de cambio (USD/MXN)	18.41	17.18	17.25	7.19%	6.74%
Mezcla petroleo (USD/bi)	40.26	37.58	27.37	7.13%	47.10%
Tasas Nominales					
Variable	31-May-16	29-Apr-16	31-Dec-15	Mes	Año
CETES 28	3.80%	3.77%	3.05%	3 bps	75 bps
CETES 360	4.40%	4.08%	3.66%	32 bps	74 bps
M5	5.61%	5.23%	5.55%	38 bps	6 bps
M10	6.16%	5.86%	6.23%	30 bps	-7 bps
M30	6.90%	6.51%	6.95%	39 bps	-5 bps
Tasas reales					
Variable	31-May-16	29-Apr-16	31-Dec-15	Mes	Año
UDIBONO 10	3.21%	3.00%	3.34%	21 bps	-13 bps
UDIBONO 30	3.78%	3.56%	3.91%	22 bps	-13 bps
Commodities					
Variable	31-May-16	29-Apr-16	31-Dec-15	Mes	Año
Oro	1,215.32	1,293.53	1,061.10	-6.05%	14.53%
WTI (USD/bi)	49.10	45.92	37.04	6.93%	32.56%
Nodos UMS Tasas					
Variable	31-May-16	29-Apr-16	31-Dec-15	Mes	Año
UMS 10 años	3.31%	3.32%	3.87%	-1 bps	-56 bps
UMS 20 años	4.59%	4.42%	5.30%	17 bps	-71 bps
UMS 30 años	4.72%	4.61%	5.29%	11 bps	-57 bps
Mercados Accionarios (USD)					
Variable	31-May-16	29-Apr-16	31-Dec-15	Mes	Año
MSCI Desarrollados	6,494.94	6,452.78	6,360.57	0.65%	2.11%
MSCI Emergentes	1,679.74	1,744.47	1,640.30	-3.71%	2.40%
MSCI México	8,865.95	9,618.51	8,882.27	-7.82%	-0.18%
MSCI Brasil	3,741.56	4,332.53	3,051.99	-13.64%	22.59%
EU					
Mercado accionario					
Variable	31-May-16	29-Apr-16	31-Dec-15	Mes	Año
DJ	17,787.20	17,773.64	17,425.03	0.08%	2.08%
S&P	2,096.95	2,065.30	2,043.94	1.53%	2.59%
Nasdaq	4,948.05	4,775.36	5,007.41	3.62%	-1.19%
Tasas Nominales					
Variable	31-May-16	29-Apr-16	31-Dec-15	Mes	Año
Tbill 90	0.34%	0.22%	0.16%	12 bps	18 bps
Tnote 5	1.37%	1.28%	1.76%	9 bps	-39 bps
Tnote 10	1.84%	1.83%	2.27%	1 bps	-43 bps
Tbond 30	2.64%	2.66%	3.01%	-2 bps	-37 bps
Tasas reales					
Variable	31-May-16	29-Apr-16	31-Dec-15	Mes	Año
Tip 5	-0.10%	-0.32%	0.45%	22 bps	-55 bps
Tip 10	0.30%	0.12%	0.73%	18 bps	-43 bps
Tip 30	0.91%	0.82%	1.28%	9 bps	-37 bps
Consenso Banxico					
Variable	2016	2016 anterior			
PIB	2.44%	2.41%			
Inflación	3.11%	3.19%			
Cetes 28	4.21%	4.14%			
Tipo cambio	17.92	17.61			
Expectativas					
Variable	31-May-16	29-Apr-16			
Mejor	19%	26%			
Igual	65%	71%			
Peor	16%	3%			

Fuente: Bloomberg, Banco de México

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") que tiene el número de folio de inscripción 486834-1 en el Registro Público de Asesores en Inversiones asignado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en términos de la Ley del Mercado de Valores. El registro no implica el apego a las disposiciones aplicables de los servicios prestados, ni la exactitud o veracidad de la información proporcionada. Este material es 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 © 2016. Franklin Templeton Investments. Todos los derechos reservados. Documento únicamente válido en los EU Mexicanos.