

Observatorio Económico México

Espacio de acumulación de reservas ante la fortaleza cambiaria

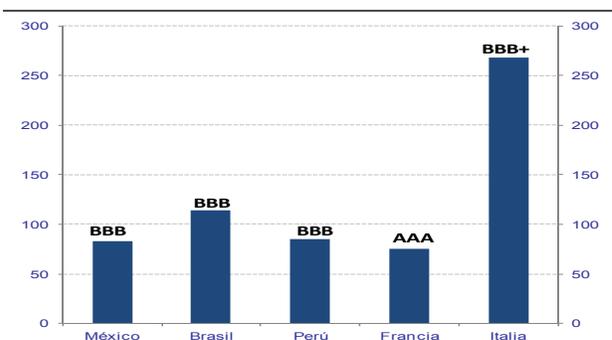
- Un rendimiento ajustado por riesgo favorable, el aumento de la liquidez global y la expectativa de reformas domésticas han contribuido a la reciente entrada de flujos extranjeros al país y a la apreciación cambiaria
- Ante la expectativa de fortaleza del peso, México podría promover un aumento en las reservas internacionales para situarse más cerca del nivel que mantienen los países emergentes con monedas tan liquidas como el peso

En el más reciente comunicado de política monetaria Banxico se refirió al endurecimiento innecesario de las condiciones monetarias, resultado de la importante entrada de flujos de capital, como un elemento adicional para sustentar el recorte de la tasa de fondeo. No obstante, de la última reunión de política monetaria (8 de marzo) al 16 de abril el peso se ha apreciado 3.97% lo que resulta contrario a lo esperado con la reducción de la tasa. En este contexto en los mercados se ha planteado la posibilidad de alguna intervención por parte de las autoridades en el mercado cambiario para así evitar el mencionado endurecimiento de las condiciones monetarias. Con la finalidad de evaluar una posible intervención resulta relevante analizar la naturaleza de la reciente apreciación y las acciones que en materia cambiaria han tomado las autoridades en el pasado reciente.

La entrada de flujos extranjeros y la apreciación del tipo de cambio después del recorte de la tasa de fondeo pueden tener su explicación en los rendimientos ajustados por riesgo de los instrumentos de deuda mexicana. En un contexto de abundancia de liquidez y búsqueda de rentabilidad, las perspectivas de aprobación de reformas económicas en México generan un incremento en las expectativas de crecimiento en los próximos años, lo que a su vez se refleja en expectativas de apreciación del tipo de cambio. Estas expectativas de apreciación se traducen en mayores rendimientos esperados para los inversionistas extranjeros, lo cual aunado a la mención de Banxico de que el reciente recorte no es el inicio de un ciclo restrictivo, mantiene los rendimientos en dólares de la deuda mexicana en niveles atractivos respecto a otros países, en particular en la parte larga de la curva. En lo que respecta al riesgo, una eventual aprobación de las reformas fiscal y energética también está ligada a un posible incremento en la calificación de deuda soberana del país. Incluso en el último año, la prima por riesgo que pagan los derivados por incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés) de México se ha reducido de alrededor de 130 a 86 puntos base e incluso cotiza por debajo de la de países con mejores calificaciones de deuda soberana (ver gráfica 1). De esta manera, no sólo las expectativas de rendimientos en dólares son competitivas, sino que el riesgo de estos instrumentos para los inversionistas extranjeros también ha disminuido. Como ejemplo, en la gráfica 2 se muestran los rendimientos esperados en dólares por cada punto porcentual de prima de riesgo crediticio para diversos países, a partir de la cual se puede observar que la deuda mexicana, aun con el recorte reciente en la tasa monetaria, y dada la perspectiva de apreciación cambiaria, se compara favorablemente respecto a varios países.

Gráfica 1

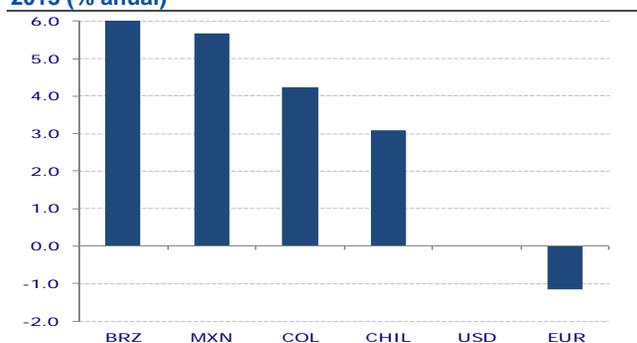
Prima de riesgo de los derivados de incumplimiento crediticio (puntos base), al 15 de abril 2013



Fuente: BBVA Research y Bloomberg. La calificación soberana se refiere a la de la deuda de largo plazo en moneda extranjera de Fitch Ratings

Gráfica 2

Rendimiento esperado en USD por cada punto porcentual de prima de riesgo en los CDS soberanos al 15 de abril 2013 (% anual)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg.

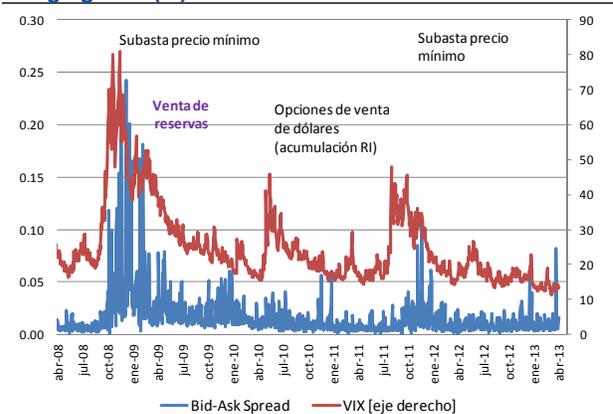
Nota: Rendimiento de la inversión en instrumentos de corto plazo (1 año) en moneda local, ajustado por la depreciación/apreciación esperada al final del primer trimestre de 2014 de acuerdo con la mediana de las expectativas de Bloomberg

Por otro lado, las intervenciones de los últimos cinco años de la Comisión de Cambios en el mercado cambiario se han enfocado en restablecer la liquidez ante episodios de alta volatilidad en los mercados financieros (ver gráfica 3). Como se muestra en la gráfica 4, en los últimos cinco años, se han utilizado tres mecanismos de subastas de dólares, además de la venta de opciones de compra de dólares para acumular reservas.¹ En términos de monto las mayores intervenciones se dieron durante octubre 2008 cuando se vendieron USD 11 mil millones mediante subastas extraordinarias luego de que la diferencia entre el precio de compra y precio de venta del dólar alcanzara su máximo nivel en los últimos años. La más reciente intervención se dio en noviembre de 2011 cuando se reactivó el mecanismo de subastas con precio mínimo como medida preventiva para proveer liquidez al mercado cambiario ante la volatilidad global prevaleciente. En abril de este año, la Comisión de Cambios suspendió dichas subastas al considerar que las condiciones en los mercados financieros indican que la volatilidad del tipo de cambio se ha reducido.

Es de tomar en cuenta que en episodios de apreciación cambiaria recientes no ha habido intervenciones extraordinarias en el mercado. Incluso en 2008 cuando el tipo de cambio tocó niveles por debajo de 10 pesos por dólar, la única medida fue aumentar el ritmo de acumulación de reservas internacionales luego de que el gobierno federal adquiriera USD 8 mil millones para cubrir anticipadamente necesidades operativas de divisas.

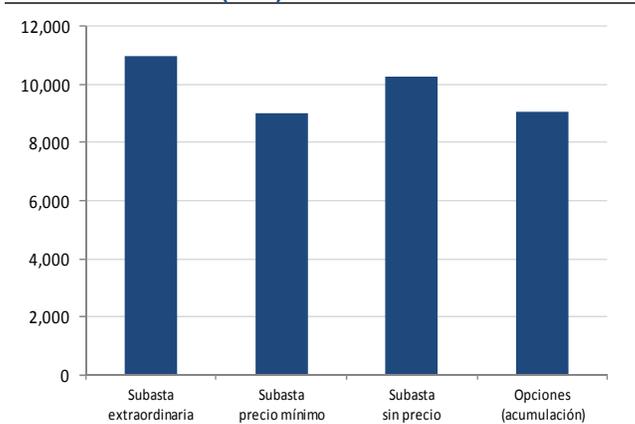
De esta manera si bien no se puede descartar una intervención, la acumulación de reservas se encuentra entre las alternativas más viables en las condiciones actuales. Por una parte, las reservas internacionales de México se ubican en alrededor de 16% del PIB, nivel inferior al de varios países emergentes, sobre todo, si se consideran a los países con las monedas emergentes más líquidas como Corea del Sur y Singapur (ver gráfica 5). El peso es la tercera moneda más líquida entre los países emergentes con operaciones de intercambio diario de alrededor de 50 mil millones de dólares.² Adicionalmente México cuenta con una línea de crédito flexible por parte del FMI de hasta USD 73 mil millones que le permite acceder a los recursos sin restricciones a un bajo costo. Por otra parte, la tenencia de bonos de renta fija mexicana por parte de extranjeros como porcentaje de las reservas internacionales se ha incrementado de 30% a 72% en tan sólo 3 años (ver gráfica 6). Finalmente, se prevé que la disponibilidad de recursos denominados en moneda extranjera continúe ante la perspectiva de aumentos de liquidez global y fortaleza de la economía mexicana, apreciando al tipo de cambio. Estos datos sugieren que existe un ambiente propicio y se mantiene el espacio para la acumulación de reservas internacionales, las cuales contribuyen a minimizar los riesgos ante eventos de volatilidad que pudieran generar una salida de flujos, al mismo tiempo que fortalecen la perspectiva de solvencia de país.

Gráfica 3
Diferencia entre el precio de compra y venta del dólar y riesgo global (%)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg. La calificación soberana se refiere a la de la deuda de largo plazo en moneda extranjera de Fitch

Gráfica 4
Monto asignado por mecanismo de intervención en el mercado cambiario (mdd)



Fuente: BBVA Research y Banxico

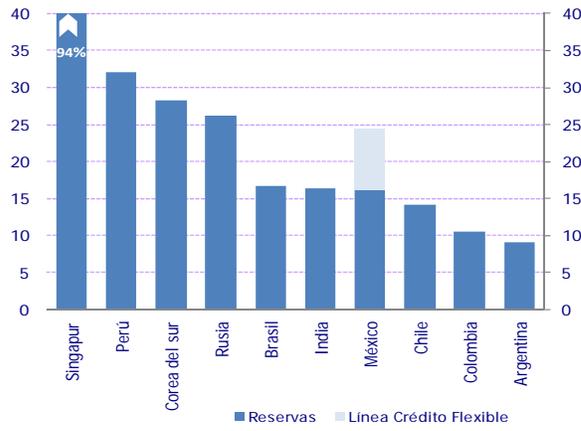
En suma, la ausencia de señales de falta de liquidez en el mercado cambiario y la historia reciente señalan que la acumulación de reservas internacionales se muestra como la primera opción en caso de que se decida actuar en el mercado cambiario. Respecto a la entrada de flujos y la apreciación cambiaria de las últimas semanas, éstas parecen estar influidas por las expectativas de rendimientos ajustados por riesgo de los activos mexicanos y la liquidez global. A pesar de la estabilidad de la economía, es necesario estar atentos a las perspectivas generadas por las reformas, ya que en caso que no resulten de la profundidad esperada o no se implementen de manera adecuada, un periodo de volatilidad no podría descartarse.

¹ Las subastas con precio mínimo ofrecen diariamente una cantidad preestablecida de dólares a un tipo de cambio mínimo de 2% superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior. Las subastas sin precio mínimo se refieren a la venta diaria de USD 100 millones de reservas internacionales que se instrumentó de marzo a septiembre de 2009. Las subastas extraordinarias corresponden a la venta de un monto no preestablecido de dólares sin un precio mínimo ocurrida durante octubre de 2008. La acumulación de reservas mediante el mecanismo de opciones se refiere a la subasta mensual de USD 600 millones de opciones de venta de dólares al Banco de México establecida en 2010.

² Triennial central bank survey of foreign Exchange and derivatives market activity in 2010. BIS.

Gráfica 5

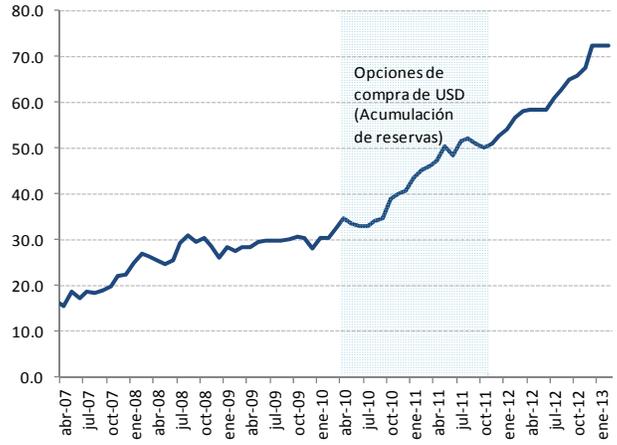
Reservas internacionales (%PIB)



Fuente: BBVA Research, Banxico y Bloomberg.

Gráfica 6

Tenencia de extranjeros de bonos nominales a tasa fija (% reservas internacionales)



Fuente: BBVA Research y Banxico

Arnoldo López Marmolejo
arnoldo.lopez@bbva.com

Iván Martínez Urquijo
ivan.martinez.2@bbva.com

Av. Universidad 1200, Col. Xoco, México 03339 D.F. | researchmexico@bbva.bancomer.com | www.bbva.com | [Siguenos en Twitter](#)

Aviso legal

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) y del BBVA Bancomer S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer en su propio nombre y se facilita exclusivamente a efectos informativos. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetos a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento están basadas en la información disponible al público obtenida a partir de fuentes consideradas fiables. No obstante, dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA Bancomer, por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa ni implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.