

Observatorio Económico

México

28 de Julio de 2011

Análisis Económico

Arnoldo López Marmolejo
arnoldo.lopez@bbva.bancomer.com

Iván Martínez Urquijo
ivan.martinez2@bbva.bancomer.com

El final del QE2 tendrá un limitado impacto al alza sobre las tasas domésticas

- La estrategia de expansión cuantitativa de la FED aumentó la preferencia por activos de economías emergentes como la deuda pública Mexicana.
- Los flujos de extranjeros hacia la deuda pública mexicana se explican principalmente por los niveles de inflación y crecimiento. No obstante, factores extraordinarios como la entrada al WGBI y el QE2 son también relevantes, al igual que la aversión al riesgo.
- El final del QE2 impactará moderadamente al alza en la tasa del bono a 10 años de México, en alrededor de 30 pb. Esto como resultado de un retiro gradual de la liquidez global y de unas condiciones favorables para el crecimiento.

Introducción

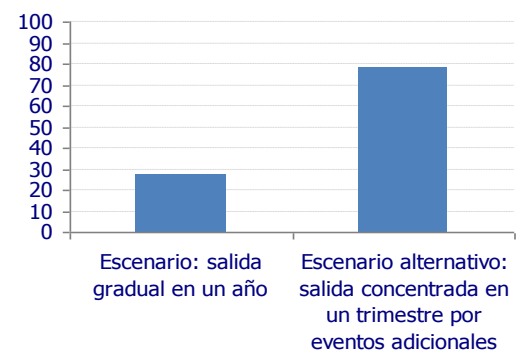
Uno de los factores que han incidido en la evolución de los mercados financieros es la estrategia de expansión cuantitativa de la FED de EEUU (QE2 de aquí en adelante), vigente desde el pasado noviembre de 2010 y hasta junio de 2011. A lo largo de este periodo, la FED aumentó el tamaño de su balance mediante la adquisición de bonos del Tesoro estadounidense con el objetivo de hacer más atractivos para el mercado los activos financieros relacionados con el financiamiento empresarial y por lo tanto, apoyar la inversión y el empleo.¹

Gráfica 1
Tenencia de deuda pública mexicana por parte de extranjeros (% del total)



Fuente: Banxico y BBVA Research

Gráfica 2
Impacto en el rendimiento del Bono a 10 años de la estrategia de salida del QE2 (puntos base)



Fuente: BBVA Research

¹ Detalles de la implementación del programa de la FED se encuentran en: http://www.newyorkfed.org/markets/pomo_landing.html

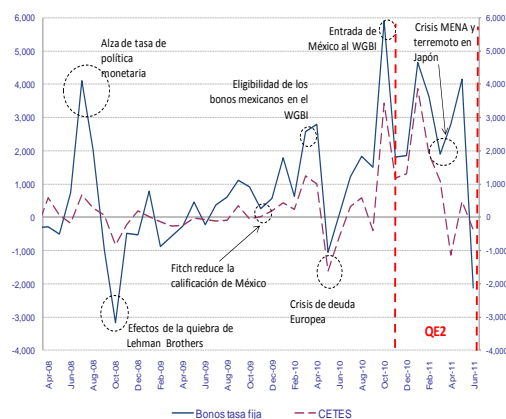
Este incremento en la liquidez ha generado una mayor demanda por activos de economías emergentes, entre ellas la mexicana, que ha visto un aumento de los flujos de entrada a los mercados financieros domésticos. Este factor, aunado a la entrada de México al Índice Global de Bonos Gubernamentales (WGBI por sus siglas en inglés) parece contribuir a un aumento de la tenencia de deuda pública por parte de extranjeros de 25 a 35% del total entre octubre 2010 y junio 2011. Ante el final del QE2 es relevante preguntarse sobre su impacto en los flujos de extranjeros y su efecto en las tasas de interés gubernamentales, las cuales son la referencia para determinar las tasas de financiamiento del resto de los agentes de la economía. Este es el objetivo de este Observatorio Económico.

Determinantes de los flujos foráneos a deuda gubernamental: factores domésticos, contagio global y QE2

Como se observa en la gráfica 1, el peso de la tenencia de extranjeros sobre el valor total de la deuda pública Mexicana ha ido en aumento. Este repunte está relacionado con factores globales, como la aversión al riesgo, así como con factores específicos de la economía doméstica. De acuerdo con el análisis estadístico que se presenta en la columna 1 de la Tabla 1 del Apéndice, el crecimiento económico doméstico (recogido por el IGAE) y el diferencial de tasa de interés de 10 años entre México y EEUU son variables significativas para explicar el flujo de extranjeros al mercado de bonos a tasa fija (Bonos).

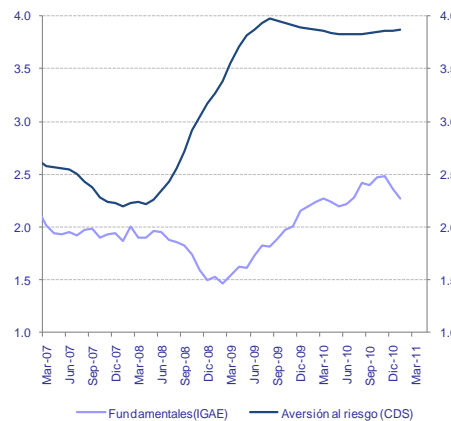
Eventos extraordinarios como la quiebra de Lehman Brothers y la entrada de los bonos mexicanos al índice WGBI resultaron significativos también. Asimismo, el análisis estadístico sugiere que el QE2 es un evento relevante para explicar la entrada de flujos extranjeros (ver apéndice para una explicación más detallada).

Gráfica 3
Flujos extranjeros a Bonos y CETES
(millones de dólares)



Fuente: Banxico y BBVA Research.

Gráfica 4
Dependencia de factores sobre flujos a renta fija



Fuente: BBVA Research

Nota: La medida de dependencia se calculó como el promedio móvil 12 meses del valor absoluto del coeficiente estimado estandarizado.

Por otro lado, de acuerdo con las estimaciones (véase Tabla 2 del apéndice), la entrada de flujos al mercado de CETES presenta algunas diferencias. Esto es, tanto variables fundamentales, eminentemente domésticas (inflación y producción industrial), como de aversión al riesgo (índice VIX)

son significativas. Cabe destacar que en concordancia con la gráfica 3, que muestra la evolución de los flujos externos² a deuda pública mexicana, el QE2 resulta determinante.

En el análisis de los determinantes de los flujos extranjeros a bonos la variable de aversión al riesgo no resultó significativa, sin embargo, al restringir la muestra a periodos recientes se observa un incremento en su significancia. Este hecho se constata mediante un análisis dinámico. Desde el inicio de la crisis de 2008 la magnitud del coeficiente de la aversión al riesgo sobre la entrada de flujos foráneos se ha incrementado, mientras que el peso de los fundamentales domésticos se redujo durante la parte más álgida de la crisis para después incrementarse por encima de los niveles de 2008. Estos resultados coinciden en parte con los obtenidos por ECB (2011), quienes encuentran que, para una muestra de países emergentes, el peso de la aversión al riesgo se incrementó a partir de la quiebra de Lehman Brothers para después reducirse durante 2009 y retomar una tendencia ascendente a partir del segundo trimestre de 2010 como consecuencia de la crisis de deuda en Europa. En el caso de la importancia de los fundamentales los resultados son similares a los que obtenemos para México.

Entrada de flujos foráneos: intensidad y frecuencia afectan al impacto en la tasa

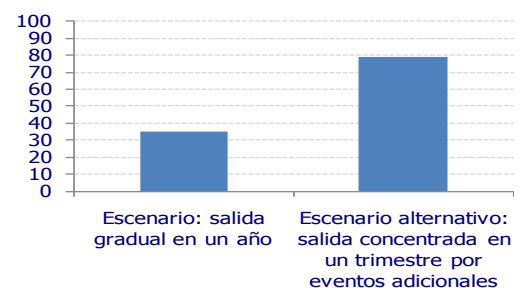
El limitado poder explicativo de las estimaciones nos llevan a considerar el estudio de eventos y el uso de datos de mayor frecuencia para calcular los potenciales impactos alcistas de esta situación sobre las tasas de la deuda. En particular, para estimar el posible efecto del final del QE2 sobre la tasa de interés de 10 años se partió del análisis de los datos semanales de flujos de extranjeros a las emisiones gubernamentales a tasa fija de 10 años, de 2008 a la fecha. Un primer resultado es que a pesar de la relevancia del flujo de los inversionistas extranjeros en el mercado de Bonos, la tasa de interés de largo plazo no necesariamente se incrementa ante su salida. En particular, en el mercado del Bono a 10 años, en promedio, únicamente en 60% de las ocasiones la salida de flujos de extranjeros coincidió con un aumento en la tasa de interés. Además, en estas ocasiones el aumento de la tasa fue moderado, en promedio de 14 puntos base.

Gráfica 5
BONOS a 10 años: Probabilidad de que una salida de flujos de extranjeros coincida con un aumento en la tasa de interés (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6
BONOS a 10 años: Incremento en la tasa de interés resultado de salidas a consecuencia de la terminación del QE2 (puntos base)



Fuente: BBVA Research

² Los flujos externos se definen como la variación en el total de la tenencia de deuda pública por parte de extranjeros por lo que incorporan el efecto del precio. Con todo, las estimaciones realizadas de flujos netos, corregidos del impacto del cambio de precios, por EPFR Global (institución que provee de datos de flujo de fondos y asignación de activos a instituciones financieras) permite obtener conclusiones similares.

A partir del inicio del QE2 (noviembre 2010) y de la entrada de México al WGBI, México recibió 1.5 veces más flujos extranjeros que los recibidos en promedio entre el año 2008 y octubre 2010. Una proporción de estos flujos sería resultado del QE2. De acuerdo con las estimaciones realizadas, dicha proporción sería de alrededor del 48% del total de los flujos en exceso (véase el final del segundo párrafo del apéndice para una explicación detallada). Diversos análisis consideran que los flujos de entrada resultado del QE2 no se revertirán de manera rápida e intensa, e incluso, que una proporción importante de ellos podría mantenerse en el mediano y largo plazo. Esto debido a que la política de reinversión de la Reserva Federal mantendrá compras de bonos por 300 mil millones de dólares en los próximos 12 meses.³ Esto implica que alrededor de la mitad de las compras de bonos públicos que se realizaron mediante el QE2 (600 mil millones de dólares) se mantendrán. Con base en este hecho, resulta razonable suponer que alrededor de la mitad de los flujos que entraron a México resultado de este fenómeno se mantendrán, y por lo tanto, la salida de flujos sería moderada y gradual a lo largo de un año. Resultado de lo anterior, y dado además el hecho de que sólo en aproximadamente el 60% de los momentos en los que se produjo la salida de flujos foráneos subieron las tasas, se puede calcular que la salida del QE2 podría generar un aumento en la tasa de interés de 10 años de alrededor de 35 puntos base.⁴

No obstante, es necesario tener en cuenta que el efecto de la salida de extranjeros sobre las tasas depende tanto de la magnitud del flujo como del número de periodos simultáneos en que esto ocurra. Así, en un escenario en que la salida se concentra en unos pocos meses, la tasa de interés a 10 años podría aumentar hasta en 80 puntos base (véase gráfica 6). Esta magnitud considera un escenario en el que ocurren eventos simultáneos con la salida de flujos derivada del final del QE2, como por ejemplo un incremento en la tasa de interés de los bonos del Tesoro de EEUU.

En suma, los resultados de un análisis de los flujos extranjeros y su relación con las tasas de interés sugieren que el final del QE2 tendrá efectos moderados sobre las tasas de interés de largo plazo en México.

Apéndice

El análisis de los determinantes de flujos extranjeros a deuda gubernamental se realizó a partir de una regresión lineal con el flujo de extranjeros a bonos de tasa fija en millones de dólares como variable dependiente. La muestra es de frecuencia mensual para el período de enero de 2000 a junio de 2011. Como variables explicativas se consideraron la tasa de crecimiento mensual del IGAE (como indicador de los fundamentales de la economía), la diferencia entre la tasa de los bonos gubernamentales entre México y EEUU y el Derivado de Incumplimiento Crediticio (CDS por sus siglas en inglés) a 5 años de México como un indicador de aversión al riesgo.

Adicionalmente se incluyeron tres variables *dummy*, las cuales se definen como una sucesión de valores 0 ó 1 en el tiempo, tal que el valor 1 indica el fenómeno que se quiere captar. En primer lugar, la variable representativa de la quiebra de *Lehman Brothers* toma valor de 1 en el período de septiembre a diciembre de 2008 y cero en el resto, de tal forma que recogen los efectos sobre los flujos financieros de este evento. En segundo lugar, la *dummy* de entrada de México al WGBI toma un valor de 1 entre de marzo y diciembre 2010. Este periodo busca capturar la entrada de flujos extranjeros al mercado de bonos desde que Citi dio a conocer que los bonos mexicanos eran elegibles para incluirse en dicho índice. Nótese que esta variable sobre la variable de flujos extranjeros implica un incremento continuo en la tenencia bonos por parte de extranjeros en el periodo en cuestión, algo razonable considerando el periodo necesario para que la cartera de los fondos que replican el índice se ajuste a las nuevas ponderaciones. Por último, se consideró otra

³ Kruger y Detrixhe (2011).

⁴ Existen otros análisis que tratan de evaluar el efecto de los flujos sobre las tasas de interés en México. Por ejemplo, Hernandez y Solís (2011) estiman que una entrada o salida de flujos de mil millones de dólares tiene un efecto de 20 pb sobre la curva de bonos gubernamentales

variable para recoger el efecto de la expansión cuantitativa (QE2), la cual toma valor de 1 entre noviembre 2010 y junio 2011. Igual que la variable representativa del impacto del WGBI, ello equivale a considerar que el QE2 ha tenido un impacto creciente a lo largo de su periodo de vigencia, algo que parece razonable.

Los resultados se muestran en la tabla 1. En la primera columna se observa que todas las variables, salvo el CDS son significativas y tienen los signos esperados. Nótese que la variable WGBI resulta significativa y con un coeficiente positivo, lo cual indica la importancia de este evento en la entrada de flujos. Adicionalmente, se añadió como variable explicativa al QE2 con la finalidad de probar su significancia junto con el WGBI en la entrada de flujos. Como se observa en la columna dos de la tabla 1, la variable QE2 resulta estadísticamente significativa y su inclusión resta significancia a la variable IGAE, lo que sugiere que la expansión cuantitativa sí es relevante para explicar los flujos al mercado de bonos de tasa fija. Debido a que el coeficiente de la *dummy* del QE2 es alrededor del 48% del efecto de los eventos extraordinarios (QE2 y WGBI) que motivaron en parte los flujos recientes, se determinó usar esta proporción como base para calcular el efecto del final del QE2 sobre las tasas de interés.

En el caso de los CETEs se consideraron como variables explicativas la inflación mensual y el crecimiento de la producción industrial como indicadores de los fundamentales de la economía. Mientras que el índice VIX busca recoger la aversión al riesgo.⁵ Al igual que en el caso de los bonos a tasa fija se probó la significancia de eventos extraordinarios. En la tabla 2 se puede observar que para la entrada de flujos extranjeros a CETES la quiebra de Lehman Brothers no resultó significativa, mientras que el QE2 sí lo fue. Cabe señalar que en este caso no se incluyó la variable WGBI dado que la deuda de corto plazo no es elegible para la conformación de este índice.

En el análisis de los determinantes de los flujos extranjeros a bonos la variable de aversión al riesgo no resultó significativa, sin embargo, al restringir la muestra a periodos recientes se observa un incremento en su significancia. Motivado por lo anterior, como un segundo ejercicio se estimó la especificación de la tabla 1 mediante un modelo de regresión con coeficientes variables con la finalidad de constatar el peso de cada uno de las variables explicativas a lo largo del tiempo. Como se observa en la gráfica 4, el valor absoluto estandarizado del coeficiente de regresión de la aversión al riesgo se ha incrementado después de la crisis, mientras que en el caso de los fundamentales no ha habido un cambio significativo.

Tabla 1

Determinantes de flujos foráneos a Bonos tasa fija

Entrada flujos extranjeros a bonos (USD millones)	(1)	(2)
Crecimiento mensual IGAE	-37.31*	-33.49
	(22.20)	(21.91)
Diferencial tasas 10Y (MX-US)	160.19***	152.31***
	(40.81)	(42.38)
CDS 5Y	-2.20	-2.18
	(1.40)	(1.37)
Dummy Lehman	-1386.57***	-1347.01***
	(483.61)	(475.81)
Dummy WGBI	932.21***	801.48***
	(291.14)	(293.18)
Dummy QE2		760.18**
		(369.49)
R2	0.36	0.38
Observaciones	98	98

*Significativo al 10%, **Significativo al 5%, ***Significativo al 1%.
muestra: 2000:1-2011:6 mensual
Errores estándar en paréntesis

Fuente: BBVA Research

⁵ El índice de volatilidad VIX es utilizado comúnmente como un indicador de aversión al riesgo, pues recoge la volatilidad implícita de los contratos de opciones del índice accionario S&P 500.

Tabla 2

Determinantes de flujos foráneos a CETES

<i>Entrada flujos extranjeros a CETES (USD millones)</i>	
Inflación mensual	460.92*** (158.85)
Crecimiento mensual Producción Industrial	36.90*** (11.33)
VIX	-6.60** (3.39)
Dummy QE2	1348.05*** 250.98
R2	0.26
Observaciones	135

*Significativo al 10%, **Significativo al 5%, ***Significativo al 1%.

muestra: 2000:1-2011:6 mensual

Errores estándar en paréntesis

Fuente: BBVA Research

Referencias

European Central Bank (2011), "Financial Stability Review", pp. 127-133.

Hernandez y Solís (2011), "Pausa Monetaria prolongada vs aversión al riesgo global", Panorama Renta Fija, 15 de julio de 2011.

Kruger y Detrixhe (2011), "Debt seen purchasing \$300 billion in Treasuries after QE2", Bloomberg.

Aviso legal

Este documento ha sido preparado por BBVA Research 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.