

## EL REGRESO DEL SUPERPESO

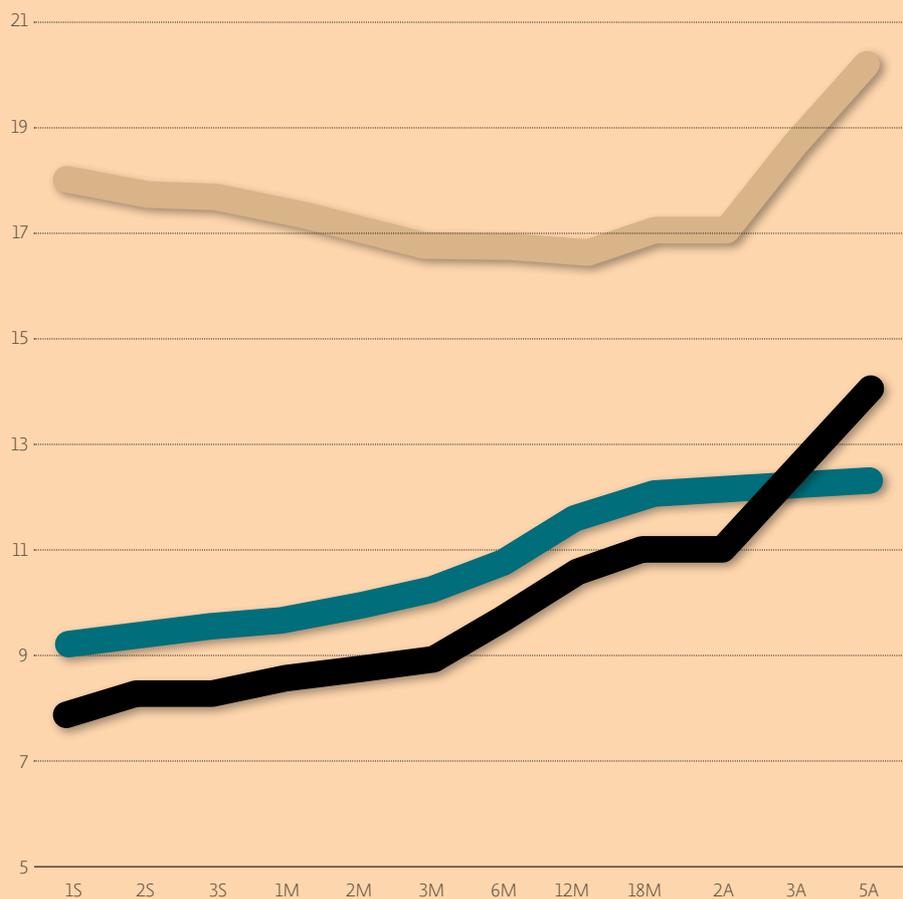
• Manuel Guzmán M. • Especial para El Economista

# CRISIS EN EUROPA Y DÉFICIT EN EU, LOS RIESGOS

**Un peligro adicional** que podría reflejarse en la reversión de capitales es la instrumentación de una política monetaria restrictiva en el mundo; es decir, el incremento en las tasas de interés detonará un fenómeno de relocalización de recursos que migrarán hacia destinos más atractivos

## Volatilidad para diferentes plazos

● 13 MARZO 2013 ● 31 DICIEMBRE 2012 ● 1 JUNIO 2012



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON INFORMACIÓN DE BANCO DE MÉXICO

## Volatilidad para diferentes plazos (cifras en millones de pesos)

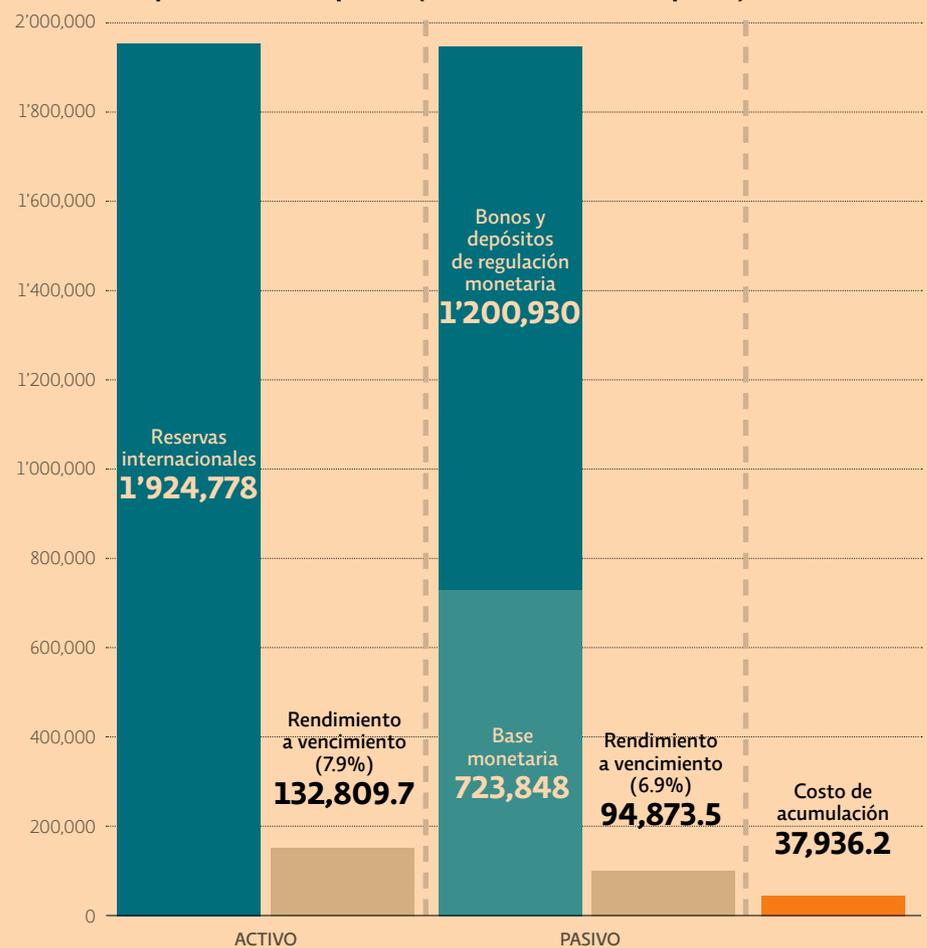


GRÁFICO EE

No hay que perder de vista que, si bien la tendencia del peso es hacia el fortalecimiento, existen elementos de riesgo que se podrían reflejar en un tipo de cambio más débil en algunos momentos del año, pero sin modificar la tendencia de apreciación de mediano y largo plazos. Estos factores son:

1. Crisis de la deuda europea: la situación fiscal de algunos países de la periferia continúa siendo muy complicada y no parece tener una pronta solución. Esto podría ocasionar un contagio a los demás países de la zona, incrementando aún más la volatilidad en los mercados. El reciente caso de Chipre y su impacto en los mercados financieros internacionales evidencia que la situación de Europa aún enfrenta retos colosales.

2. Déficit en Estados Unidos: el debate entre republicanos y demócratas para reducir el déficit fiscal continúa en marcha. La incertidumbre acerca del monto total del recorte y su distribución podrían decepcionar al mercado en términos de la credibilidad del plan o de su impacto sobre el crecimiento de largo plazo en dicho país.

El primer riesgo indicado ha jugado un papel importante no sólo en el mercado cambiario, sino en todos los mercados financieros. Las negociaciones recientes para poner una solución final al problema de la crisis de deuda europea mostraron un avance, disminuyendo la volatilidad; no obstante, la evidencia reciente en la economía española de no poder cumplir su objetivo de déficit fiscal y las dificultades políticas y económicas en países como Chipre e Italia abren la posibilidad

de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales.

Con respecto al segundo riesgo, el debate entre republicanos y demócratas podría llevar más tiempo del necesario para llegar a un acuerdo sobre las reformas que ayudarían a frenar el incremento del déficit fiscal. Esto ha activado los mecanismos automáticos de recortes al gasto, lo que compromete la posibilidad de registrar mayores tasas de crecimiento en EU.

La falta de acuerdos y la disposición de demócratas y republicanos de llevar las negociaciones al límite podrían tener un impacto negativo en la economía de México, ya que, al haber un menor crecimiento en EU, la demanda de bienes importados cae y, con ella, las ventas de manufacturas mexicanas, especialmente de automóviles, que han tenido una fuerte expansión en los últimos años.

Un riesgo adicional que podría reflejarse en la reversión de capitales es la instrumentación de una política monetaria restrictiva en el mundo; es decir, el incremento en las tasas de interés seguramente detonará un fenómeno de relocalización de recursos que migrarán hacia destinos que tengan la mejor combinación de rendimientos con seguridad en términos de solidez macroeconómica.

Aunque no es inminente todavía este momento, no hay que perder de vista que las tasas de interés en el mundo están en un nivel mínimo histórico por la coyuntura de la recesión económica; sin embargo, una vez que se recupere la demanda mundial, las tasas necesariamente tendrán que subir.

### ¿Cuánto cuesta acumular reservas?

Los beneficios de acumular reservas internacionales (RI) se pueden dividir en: los cualitativos, que tienen que ver con el apuntalamiento de la moneda –cualquiera que sea el esquema cambiario– y los cuantitativos o de fortaleza macro. Dentro de los beneficios cualitativos se encuentra la menor exposición a la vulnerabilidad ante choques externos a la economía que puedan afectar el tipo de cambio. Por el lado de los beneficios cuantitativos, un monto importante de RI repercute en una mayor estabilidad económica, ya que brinda soporte a los mercados financieros y proporciona solidez a las principales variables macroeconómicas –inflación, balance externo y finanzas públicas.

Contar con un sólido nivel de RI genera un entorno propicio para el ahorro y la inversión, condiciones que de manera conjunta redundan en una mayor actividad económica y generación de empleos. En el mismo sentido, un fuerte acervo de RI permite tener la capacidad de matizar los movimientos desordenados que se pudieran presentar en el mercado cambiario. A lo largo de la crisis hipotecaria del 2008 y 2009, quedó en evidencia este beneficio.

Cuando la aversión al riesgo se incrementó a raíz de la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre del 2008, y la demanda de dólares por parte de algunos corporativos se intensificó en el primer trimestre del 2009, Banco de México tomó medidas importantes que buscaron dotar de liquidez en dólares al mercado cambiario y contrarrestar las presiones especulativas en contra del peso, lo que fue posible gracias al *stock* de RI con el que se contaba en ese momento.

Un monto robusto de RI se asocia con la posibilidad de lograr un mayor acceso a los mercados internacionales de capital y con la disminución en el costo de financiamiento al mejorar las calificaciones crediticias que otorgan Standard and Poor's, Moody's y Fitch Ratings.

No obstante las ventajas mencionadas, mantener niveles altos de RI acarrea costos de mercado y fiscales.

Por definición, la acumulación de reservas implica mantener una posición larga en dólares y, como cualquier posición financiera, puede presentar ganancias o pérdidas dependiendo de la trayectoria de la cotización de la moneda. Una depreciación de la moneda implicaría una plusvalía y una apreciación, una minusvalía.

Por su parte, el costo fiscal deriva de que, al entrar un dólar al país, dado que éste no es la moneda de curso legal en la economía mexicana, se tiene que cambiar por pesos. Éstos son inyectados por Banco de México de manera directa a la economía, aumentando la base monetaria. Dado que este incremento no necesariamente tiene como contrapartida una demanda real –no responde a una mayor actividad productiva, sino que es resultado de un movimiento estrictamente financiero– el exceso de oferta podría ocasionar un incremento en la demanda de bienes y servicios y, por lo tanto, originar presiones inflacionarias.

Por esta razón, Banxico tiene que retirar o “esterilizar” este sobrante de base monetaria de la economía. Ante la última decisión de política monetaria, la esterilización se hacía ofreciendo bonos al público con una tasa de 4.50%, mientras que las RI, en términos generales, se invierten a una tasa de 0.25 por ciento. Así, el diferencial de tasas da origen a un costo que se incrementa en la medida en que crece el monto de RI.

Hasta ahora, Banco de México ha considerado que los beneficios derivados de mantener RI robustas son mayores a los costos fiscales generados por la acumulación de éstas; no obstante, es claro que el proceso de acumulación no será infinito y que eventualmente se detendrá o se instrumentarán medidas para la dismisión de las mismas.

### ¿Qué deben hacer los inversionistas?

Ser prudentes, no especular y ser consistentes con su perfil de inversión. Los altibajos del tipo de cambio pueden representar una oportunidad para tomar posturas con riesgo excesivo y obtener ganancias, pero esta estrategia conlleva un enorme riesgo ya que la probabilidad de perder es alta. Por otro lado, un análisis de largo plazo muestra que la compra de dólares ha sido la peor opción de inversión.

Los movimientos del tipo de cambio, en el corto plazo, pueden ser erráticos y no necesariamente en favor de los inversionistas. Un escenario como el actual, en el que se distinga a México de otras economías emergentes por su capacidad de crecimiento, estabilidad macroeconómica y rendimientos atractivos, favorece mayores flujos de capitales, revaluando al peso. Bajo este escenario y con un estimado de 12.30 pesos por dólar (pd) al final del año, un inversionista que haya decidido comprar dólares en los primeros días de marzo tendría una pérdida de alrededor de 3.5 por ciento.

Desde el punto de vista fundamen-

tal, es decir, atendiendo a la fortaleza de la balanza de pagos, se puede esperar que continúe la tendencia de fortaleza del tipo de cambio de manera sostenida y que los episodios de debilidad sean temporales. A la pregunta concreta de los inversionistas sobre si es conveniente comprar o vender dólares, la respuesta está en para qué quieren hacer dichas operaciones. Si se requieren dólares para viajar y realizar compras en el extranjero, los niveles actuales son apropiados. Si se busca comprar dólares como instrumento de inversión en este momento, la decisión puede no ser acertada. Un inversionista patrimonial que tiene una visión de mediano y largo plazos encontrará que, con una apreciación en los siguientes años, se obtendrían rendimientos negativos o inferiores a los de otras alternativas de inversión.

Por otro lado, si se tienen dólares, lo más acertado sería estar pendientes del mercado, pues nuevos episodios de volatilidad podrían presionar la divisa, ofreciendo una buena oportunidad para vender posiciones por la tendencia de apreciación.

Para aquellos inversionistas que buscan ganar con operaciones de *trading* con el dólar, lo aconsejable es estar al pendiente de las señales del mercado, de manera que se logre anticipar los movimientos especulativos y comprar dólares baratos así como venderlos en los momentos de mayor debilidad. Esta estrategia demanda una alta concentración en el mercado y un proceso que permita tomar las ganancias deseadas y salir de la inversión (*stop losses*) cuando no se presente el movimiento esperado.

Desde el punto de vista corporativo, las opciones son diversas dependiendo del perfil: 1) si se es una empresa con deuda en dólares que busca garantizar el servicio de su deuda, puede aprovechar los momentos de mayor fortaleza de la moneda para disminuir los costos financieros, 2) si se es una empresa filial y sus casas matrices le han impuesto ingresos objetivos, sería deseable fijar el tipo de cambio en los momentos en los que registre cierta debilidad y 3) empresas cuyos productos se venden en dólares y buscan asegurar sus utilidades también deberían esperar a que episodios de volatilidad impacten al peso. En estos casos, los caminos para lograr sus objetivos financieros serían la compra de *forwards* y opciones de compra. Un caso adicional en donde las empresas podrían encontrar atractiva la adquisición de productos derivados es cuando tienen flujos en dólares y gastos en pesos.

Es importante destacar que las decisiones basadas en el miedo o el pánico pocas veces concluyen en algo bueno. La información económica y financiera es indispensable para diseñar una estrategia de inversión ganadora. La disciplina será siempre la mejor aliada del inversionista.

(\*) Director Ejecutivo de Administración de Portafolios y Análisis y Estrategia Económica de Grupo Financiero Ve por Más.

## SIN FRONTERAS

Joaquín López-Dóriga Ostolaza

joaquinld@eleconomista.com.mx

## Consecuencias chipriotas

Es el primer caso en el que los ahorradores rescatan a un país

Después de varios días de negociaciones, el gobierno chipriota y el eurogrupo (compuesto por el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo y la Unión Europea) han llegado a un acuerdo para rescatar a Chipre y su sistema bancario. Tanto la participación de Chipre en el PIB de la eurozona como el paquete de rescate son mínimos. Chipre es una de las economías más pequeñas de la eurozona, con un PIB de tan sólo 22,000 millones de dólares, equivalente a 0.2% del PIB de la eurozona, y el paquete de rescate asciende apenas a 14,000 millones de dólares; sin embargo, las medidas implementadas dentro de dicho paquete son inéditas y altamente controversiales, sentando un peligroso e inconsistente precedente de cómo implementar un rescate.

La medida más controversial del paquete es la confiscación de depósitos de los ahorradores mediante la implementación de un impuesto especial a las cuentas con más de 100,000 euros de saldo. Como habíamos anticipado en este espacio, la medida fue suavizada un poco al eliminar el impuesto a las cuentas con saldos menores a 100,000 euros para proteger a los pequeños ahorradores; no obstante, resulta realmente extraordinario que la totalidad del costo del paquete de rescate se está endosando a los ahorradores sin ninguna participación de los acreedores de Chipre. A diferencia del caso griego, el rescate no contempla ninguna quita o cambio en condiciones en la deuda soberana de Chipre.

Éste es sin duda el primer caso en Europa en el que los ahorradores están rescatando a los acreedores de un país. Parece que el eurogrupo entiende que estas condiciones tan extraordinarias son factibles precisamente por la minúscula importancia de Chipre en el mapa económico. A este columnista le queda claro que una medida similar en una economía más grande (como España o Italia) provocaría un caos descomunal en el sistema financiero europeo. Parte de la decisión de cargarle el muerto a los ahorradores parece provenir del creciente papel que estaba jugando el sistema bancario chipriota como paraíso fiscal a grandes inversionistas rusos; sin embargo, esta característica no es única al sistema bancario chipriota, ya que existen otros países europeos, como Andorra y Luxemburgo, que juegan un papel más preponderante como refugio fiscal. Para los líderes del eurogrupo, el rescate será principalmente pagado por inversionistas extranjeros, principalmente rusos, que estaban tomando ventaja del sistema bancario chipriota como paraíso fiscal. La decisión de exentar del rescate a los ahorradores con saldos menores a 100,000 euros en sus cuentas es una decisión que claramente busca aliviar la imagen de un rescate a los grandes tenedores de deuda soberana y bancaria de Chipre fondeado por pequeños ahorradores.

Las medidas adoptadas en Chipre no van a desestabilizar la eurozona por sí solas; sin embargo, lo más preocupante es la creciente percepción de que el eurogrupo y sus líderes están actuando de manera inconsistente y poco predecible –para los más críticos, incluso de manera errática– a la hora de la toma de decisiones para implementar planes de apoyo para mantener la integridad de la eurozona.