

Análisis Calificado / Félix Boni

El sector externo y los riesgos para México

La reciente apreciación del peso y la acumulación de bonos del gobierno federal en manos de no residentes provoca, de forma lógica, cierta preocupación en cuanto a la estabilidad del tipo de cambio.

Tras la repentina entrada de grandes cantidades de divisas, surge la interrogante de si México podría experimentar una salida de recursos, y en qué medida ello afectaría la estabilidad financiera y la inflación. Aunque tal peligro siempre existe en un régimen de libre movimiento de capitales, es importante tomar en cuenta las bases sólidas de la economía mexicana.

Asimismo, brota una pregunta acerca del efecto de la apreciación del peso sobre la competitividad de la industria mexicana ante el resto del mundo, cuando el sector exportador ha sido parte fundamental del relativamente rápido crecimiento de la economía luego de la crisis de 2008-2009: ¿Estaría en peligro ese motor de crecimiento?

Tomado como factor aislado, una apreciación sostenida del tipo de cambio podría tener consecuencias negativas en cuanto a la competitividad de las exportaciones mexicanas. Sin embargo, existen otros factores a considerar, uno de ellos: la posibilidad de un debilitamiento de la demanda interna de EU, que representaría un reto importante para la economía mexicana en 2013.

El peso cerró 2012 en 13.01 unidades, una apreciación de 7.5 por ciento respecto del cierre de 13.98 pesos en 2011. En términos reales, la apreciación fue aún mayor considerando la inflación de 3.57 por ciento experimentada por México durante ese periodo y de 1.74 por ciento en EU. Adicionalmente, el 15 de abril el tipo de cambio publicado por el Banco de México (Banxico) —“para solventar obligaciones”— cerró en 12.07 pesos, una apreciación de 7.8 por ciento en menos de cuatro meses.

Este fortalecimiento del peso no parece estar ligado a fuertes flujos de recursos hacia México. En 2012, las reservas internacionales netas del Banxico subieron en 21 miles de millones de dólares (mmd), lo que representó una acumulación relativamente moderada; para el periodo de 12 meses, terminando en enero de 2012, la acumulación alcanzó 28.9 mmd, y a marzo de este año la acumulación en 12 meses fue apenas de 16.7 mmd. Como se ve, en términos netos, los datos no indican que esté cayendo una cascada de divisas extranjeras sobre México.

En contraste, los datos revelan entradas de recursos sobre la inversión de no residentes en el mercado de capitales, específicamente en valores de deuda del gobierno federal. Por ejemplo, el reporte mensual sobre los agregados monetarios publicado por el Banxico muestra que, en los 12 meses terminados en febrero, el valor de títulos del gobierno federal (denominados en pesos) en manos de no residentes había subido en 49 mmd.

Por otro lado, durante la mayoría de 2012, antes de que la acumulación se acelerara en otoño del año pasado, en 12 meses la acumulación había promediado alrededor de 27 mmd. Una salida repentina de estos recursos representaría cierta amenaza a la estabilidad financiera del país; sin embargo, muchos de estos recursos están en instrumentos de largo plazo —de quizás hasta siete años— y su liquidación temprana produciría pérdidas muy importantes para los tenedores, reduciendo el incentivo para hacerlo.

La entrada de recursos para la compra de bonos del gobierno federal, junto con la apreciación del peso, representan, en nuestra opinión, una revaloración de la solidez de los fundamentos económicos de México en un contexto global de incertidumbre, aunado a los bajos rendimientos ofrecidos por bonos gubernamentales en otros países inducidos por políticas monetarias expansionistas que corren el peligro de provocar

inflación y devaluación en sus respectivas economías.

Aunque los flujos son importantes para explicar el movimiento en el tipo de cambio, la causa fundamental es la percepción relativa de riesgo y premio entre diferentes economías. La revaloración de México se debe a una mejor apreciación de sus propios fundamentos, junto con la expectativa de que la administración de Enrique Peña Nieto podrá efectuar las reformas estructurales esperadas desde hace muchos años.

Por otro lado, ha habido señales negativas provenientes de las tres zonas económicas más importantes en cuanto a la participación de sus divisas en los mercados internacionales. Las acciones de la zona euro en Chipre han provocado miedo e inseguridad por parte de inversionistas en esta divisa. En EU se teme que su economía estaría de nuevo entrando en otro periodo de crecimiento moderado e impresión de dinero de forma indefinida para apoyar ese crecimiento, con consecuencias inciertas.

Pero quizás lo más importante ha sido la nueva política monetaria agresiva por parte de las autoridades de Japón para devaluar su divisa.

En contraste, en México el sólido crecimiento experimentado en 2011 y 2012 (2010 fue un rebote respecto a 2009) no se debe a políticas monetarias o fiscales no sustentables con consecuencias inciertas para el futuro. Aunque la inflación es insatisfactoriamente alta en México, no representa una amenaza futura como consecuencia de políticas imprudentes inexistentes.

El sólido desempeño de la economía mexicana llama la atención no sólo por la ausencia de estímulos fiscales y monetarios (la receta de moda hoy en día), sino también por el hecho de que viene en un contexto de reducciones en las exportaciones petroleras. Las exportaciones energéticas netas (incluyendo las importaciones del sector privado) llegaron a 11.9 mmd en 2012, una reducción de 13 por ciento respecto del nivel alcanzado en 2011 y se ubican 32 por ciento por debajo de los 17.6 mmd de 2007.

Estimamos que las exportaciones productivas netas llegaron a 62.4 mmd en 2012, muy superior al balance en el sector energético y 18.4 por ciento por arriba del monto para 2011, y 63 por ciento superior del nivel logrado en 2007. Esta métrica representa las exportaciones no petroleras menos las importaciones de productos intermedios.

En resumen: el profundo cambio en la estructura del comercio exterior mexicano implica un menor nivel de riesgo frente a cambios en los precios de los energéticos. México ahora enfrenta un riesgo por cambios en la demanda, por los productos manufactureros que exporta; los movimientos en el tipo de cambio representan un riesgo que se amortigua por el hecho de que por cada dólar de exportaciones manufactureras, México importa entre 84 y 87 centavos de productos intermedios y, por lo tanto, el principal riesgo proviene de la demanda, principalmente de EU, al cual el mercado mexicano manda 78 por ciento de sus exportaciones no petroleras.

Los datos del primer bimestre de 2013 reflejan cierto debilitamiento que podría indicar dificultades importantes para el resto del año. Sin embargo, si el sector exportador mantiene cierta estabilidad, se puede asumir que el riesgo en cuanto a los flujos de capitales seguirá siendo relativamente manejable. ■

* Chief Credit Officer de HR Ratings, calificador de valores
felix.boni@hrratings.com