

Flujos de Capital hacia México y Economías Emergentes

Extracto del Informe sobre la Inflación Enero – Marzo 2013, Recuadro 2, pp. 35-39, Mayo 2013

Introducción

Después de la crisis financiera internacional que inició en 2008, las condiciones en la mayoría de los países avanzados se han caracterizado por brechas negativas del producto, una situación fiscal frágil y la necesidad de apoyar a la actividad económica. En este contexto, la política monetaria en estos países se ha tornado muy acomodaticia. La abundante liquidez en los mercados internacionales ha contribuido a un incremento importante de flujos de capital hacia las economías emergentes. Si bien dichos flujos proporcionan importantes beneficios a las economías receptoras, ya que permiten complementar el ahorro interno con el externo y financiar proyectos de inversión, también han generado inquietud sobre las implicaciones que puedan tener sobre los tipos de cambio y los precios de los activos y, consecuentemente, sobre la actividad económica. Adicionalmente, existe preocupación sobre la posibilidad de salidas abruptas de capitales una vez que comience el retiro del estímulo monetario en las economías avanzadas, lo cual podría tener consecuencias sobre el equilibrio macroeconómico de las economías emergentes.

Este Recuadro tiene como objetivo analizar la composición y características de los flujos de capitales a las economías emergentes y, en particular, hacia México, resaltándose el destino de estos recursos y los retos que significan para la estabilidad financiera de nuestro país. Los resultados muestran que si bien los flujos de capitales representan un importante incremento en la posición de los no residentes en instrumentos de deuda, éstos son en su mayoría denominados en pesos y de largo plazo. Estas condiciones sientan una base más estable de financiamiento para el país. Adicionalmente, hasta ahora estos flujos no parecen haber propiciado la acumulación de desequilibrios en el sistema financiero. En cualquier caso, los sólidos fundamentos macroeconómicos y el fortalecimiento del marco regulatorio y de supervisión del sistema financiero de México, contribuyen a una correcta intermediación de los flujos de capitales lo cual, a su vez, facilita la instrumentación de la política económica ante un entorno internacional incierto.

El Recuadro se organiza en cuatro secciones. En la primera se describe la dinámica de los flujos de capitales a las economías emergentes en general y a México en particular. En la segunda sección se hace un análisis detallado de la balanza de pagos de México y de los instrumentos en los cuales los no residentes han invertido sus recursos. En la tercera sección se resumen las diferentes medidas que las autoridades financieras del país han implementado para fortalecer los fundamentos macroeconómicos y así disminuir la probabilidad de una reversión repentina de los flujos de capitales. La última sección presenta las consideraciones finales.

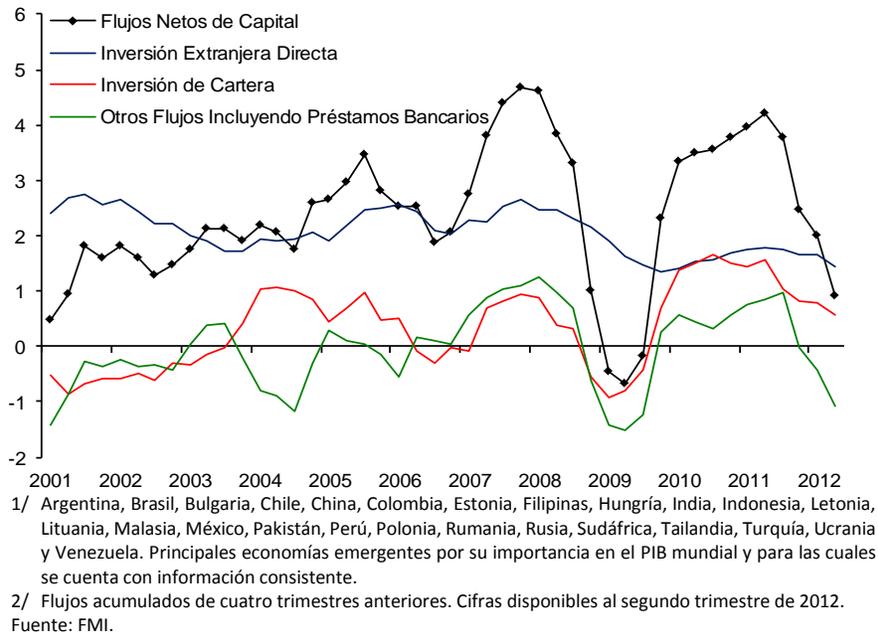
Flujos de Capital hacia Economías Emergentes

De acuerdo a estudios citados por el Fondo Monetario Internacional (FMI), los episodios de mayores aumentos en los flujos netos de capital a las economías emergentes han ocurrido durante periodos caracterizados tanto por bajas tasas de interés globales como por una menor aversión al riesgo.¹ En efecto, aunque los mercados financieros internacionales han enfrentado un prolongado entorno de incertidumbre a raíz de la crisis financiera —que continúa hasta la fecha—, la gran lasitud monetaria que ha prevalecido en las economías avanzadas y la búsqueda de rendimientos por parte de los inversionistas han derivado en importantes flujos netos de capital hacia las economías emergentes en los últimos años.

¹ International Monetary Fund (2011), “International Capital Flows: Reliable or Fickle?” *World Economic Outlook*. Abril, Capítulo 4, pp. 125-163.

Si bien la magnitud de dichos flujos en términos del PIB no es significativamente distinta a la observada en periodos anteriores, una característica relevante del episodio actual es el aumento significativo de los flujos de cartera, mostrando así una mayor participación en los flujos totales. De hecho, en términos del PIB, los recursos provenientes del exterior destinados a este rubro han sido los más elevados, al menos en la última década. Por su parte, los flujos de inversión extranjera directa (IED), tradicionalmente los más importantes, han visto reducida su participación en el total (Gráfica 1).

Gráfica 1
Flujos Netos de Capital hacia Economías Emergentes^{1/ 2/}
 En por ciento del PIB

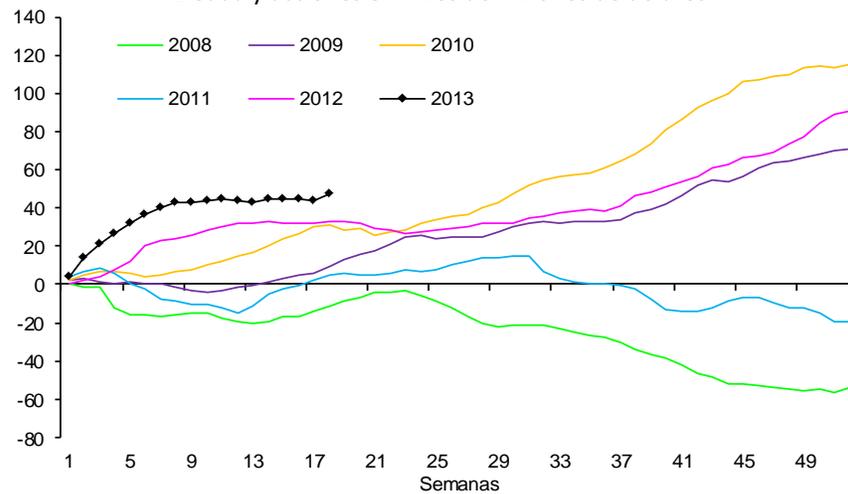


Con objeto de evaluar el comportamiento reciente de los flujos de capital a las economías emergentes, y dado que la información de flujos de inversión de cartera que se obtiene a partir de las estadísticas de balanza de pagos del FMI está disponible hasta el segundo trimestre de 2012, se utiliza la información oportuna que provee “*Emerging Portfolio Fund Research*” (EPFR, por sus siglas en inglés) de flujos semanales en fondos dedicados en acciones y deuda.² Si bien la información que provee EPFR representa un subconjunto de la inversión de cartera hacia las economías emergentes y, por tanto, los montos reportados son menores a los de las estadísticas de balanza de pagos, se le considera un indicador oportuno y confiable de los agregados de cartera de la balanza de pagos.³ Esta información sugiere que los flujos de inversión en cartera se incrementaron significativamente a partir del tercer trimestre de 2012. En particular, se encuentra que el flujo acumulado durante los primeros meses de 2013 ha sido superior al observado en años anteriores (Gráfica 2).

² Esta fuente cubre únicamente inversionistas institucionales (fundamentalmente “*Mutual Funds*”, “*ETFs*”, “*Closed-end Funds*” y “*Variable Annuity Funds/Insurance linked Funds*”), y a un número reducido de economías emergentes. Los datos en EPFR equivalen a flujos brutos.

³ De acuerdo a Miao, Y., y M. Pant (2012), “*Coincident Indicators of Capital Flows*”, IMF Working Paper WP/12/55, existe cointegración entre los flujos reportados por EPFR y los provenientes de la balanza de pagos. Es decir, un alza en los flujos reportados por EPFR está asociada positiva y significativamente con un incremento en los flujos de cartera de la balanza de pagos.

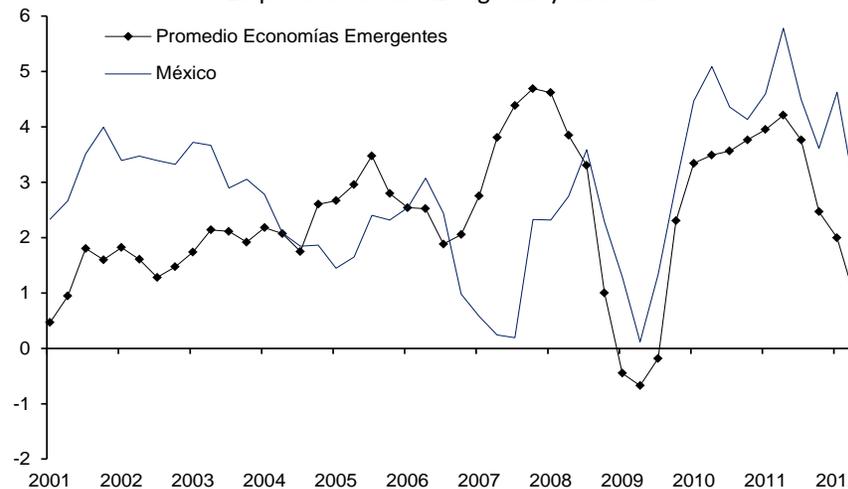
Gráfica 2
Flujos Acumulados de Capital hacia Economías Emergentes
 Deuda y acciones en miles de millones de dólares



Fuente: EPFR.

El comportamiento de los flujos de capital en el caso de México ha seguido en términos generales las mismas tendencias observadas en otras economías emergentes. Sin embargo, el flujo de capitales hacia México se ha mantenido por encima del promedio de las economías emergentes, lo que podría explicarse por el manejo adecuado de la política económica durante la crisis financiera internacional, la fortaleza del marco macroeconómico y el entorno de certidumbre y confianza sobre las perspectivas de la economía mexicana (Gráfica 3). En particular, de acuerdo al indicador de EPFR, la inversión de cartera hacia México en los primeros cuatro meses de 2013 ha registrado niveles superiores a los observados durante el mismo período de 2012. Además, estos flujos han sido, en general, mayores que los recibidos por otras economías emergentes que reporta EPFR (Gráfica 4).

Gráfica 3
Flujos Netos de Capital hacia Economías Emergentes ^{1/ 2/}
 En por ciento del PIB regional y nacional



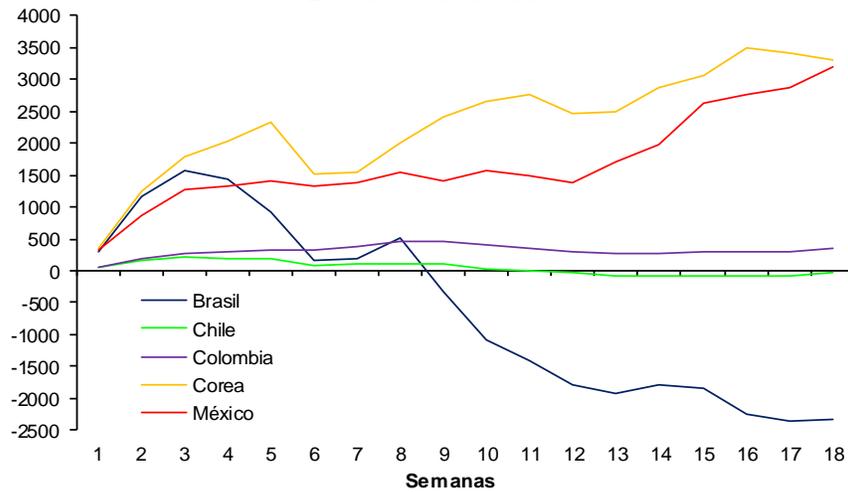
1/Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Estonia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela. Principales economías emergentes por su importancia en el PIB mundial y para las cuales se cuenta con información consistente.

2/Flujos acumulados de cuatro trimestres anteriores. Cifras disponibles al segundo trimestre de 2012.

Fuente: FMI.

Gráfica 4
Diferencia de Flujos Acumulados (Deuda y Acciones) en Economías Emergentes Seleccionadas entre 2012 y 2013

En millones de dólares



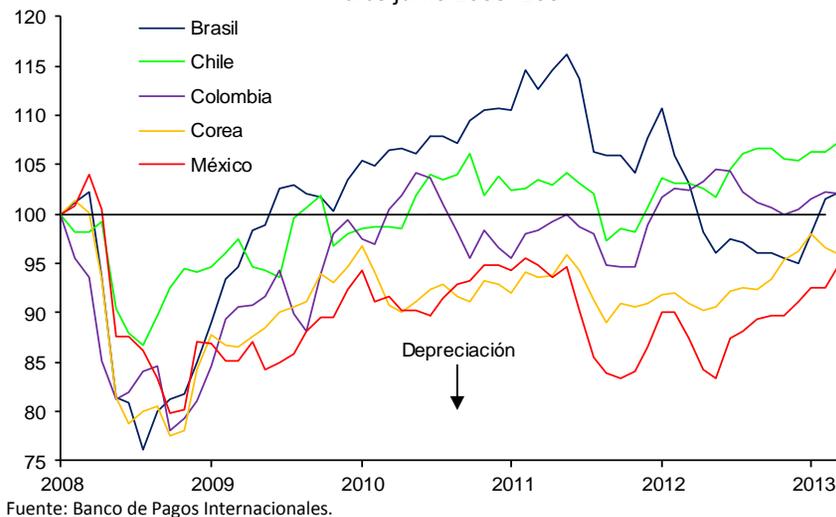
Fuente: EPFR.

Si bien el aumento en los flujos de capital a México ha propiciado una reciente apreciación del tipo de cambio real, hay que señalar que el peso ha logrado mantener por mayor tiempo su depreciación real desde 2008, en buena medida debido a las prudentes políticas fiscal y monetaria que se han seguido (Gráfica 5).

El prolongado periodo de amplia liquidez que se ha observado en las principales economías avanzadas ha provocado preocupaciones de que se estén acumulando diversos riesgos en el sistema financiero global. En efecto, la permanencia de tasas de interés bajas por un periodo largo podría provocar desbalances financieros y aumentos excesivos en precios de los activos con posibles implicaciones sistémicas. Debido a ello, es importante analizar hacia dónde se están dirigiendo estas entradas de capitales en México.

Gráfica 5
Tipo de Cambio Efectivo Real Multilateral

Índice junio 2008=100



Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

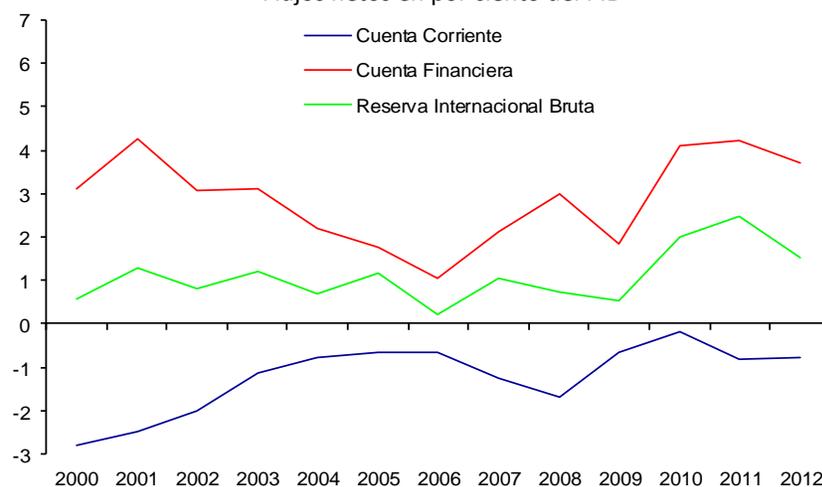
Flujos de Capital hacia México

La balanza de pagos registra las transacciones económicas entre un país y el resto del mundo durante un periodo determinado. La identificación del tipo de transacciones que se realizan y de los sectores de la economía a donde se canalizan y de donde provienen los recursos financieros implícitos en estas transacciones, puede servir de

indicador de posibles vulnerabilidades de la economía hacia adelante. Así, dados los flujos netos que ha recibido el país en los últimos años, en esta Sección se analiza la evolución reciente de los diferentes componentes de la balanza de pagos y del destino de los recursos provenientes del exterior.

Históricamente, México ha sido un receptor neto de recursos del exterior, lo cual se refleja en un superávit en la cuenta financiera de la balanza de pagos. A partir de 2010, en el entorno ya mencionado de abundante liquidez, se ha venido registrando una mayor entrada neta de divisas. Ello ha conducido a un incremento en el superávit de la cuenta financiera, mismo que ha promediado 4 por ciento del PIB en los últimos tres años (Gráfica 6). A pesar de dicho incremento, los superávits más recientes no parecen tan distintos de los que se han observado previamente, como los registrados en los primeros tres años de la década pasada. No obstante, una diferencia importante entre ambos periodos estriba en el destino que se dio al superávit de la cuenta financiera. Mientras que en décadas anteriores los recursos se canalizaron a financiar un relativamente amplio déficit en la cuenta corriente y a una escasa acumulación de reservas internacionales, en los últimos tres años el superávit de la cuenta financiera se canalizó a una mayor acumulación de reservas internacionales y a financiar moderados déficits de la cuenta corriente. Esto último muestra una posición de mayor solidez de la economía mexicana.

Gráfica 6
Balanza de Pagos de México
Flujos netos en por ciento del PIB

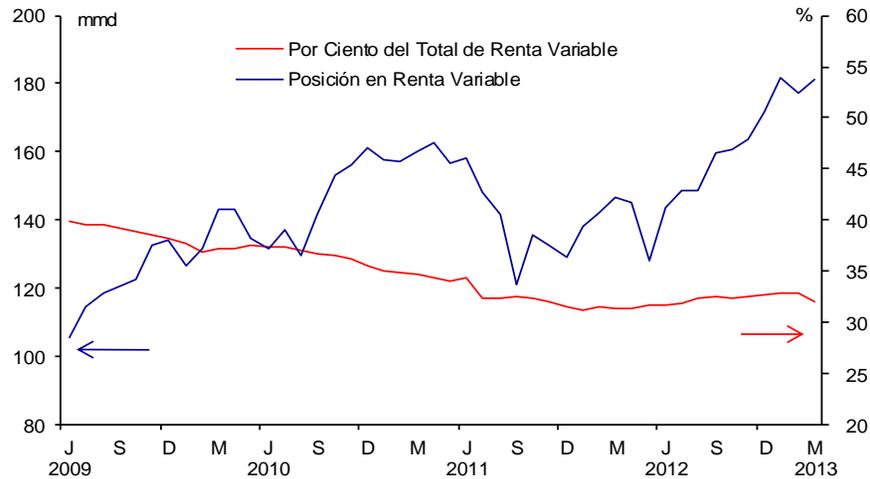


Fuente: Banco de México.

Adicionalmente, se ha observado una recomposición de los rubros que integran la cuenta financiera. Ello ha reflejado no solo las condiciones de liquidez imperantes en el resto del mundo, sino también, por un lado, el fortalecimiento del marco macroeconómico de México y, por otro, las oportunidades de inversión que el sector privado doméstico ha aprovechado en el exterior. En efecto, al interior de la cuenta financiera, la entrada de recursos que se reflejó en un incremento de la inversión en cartera por parte de no residentes se ha visto acompañada de una mayor inversión de residentes en activos en el exterior, principalmente en la forma de inversión extranjera directa y otras inversiones. Ello ha sido muestra de la capacidad de expansión y adaptación de las empresas mexicanas a la economía global.

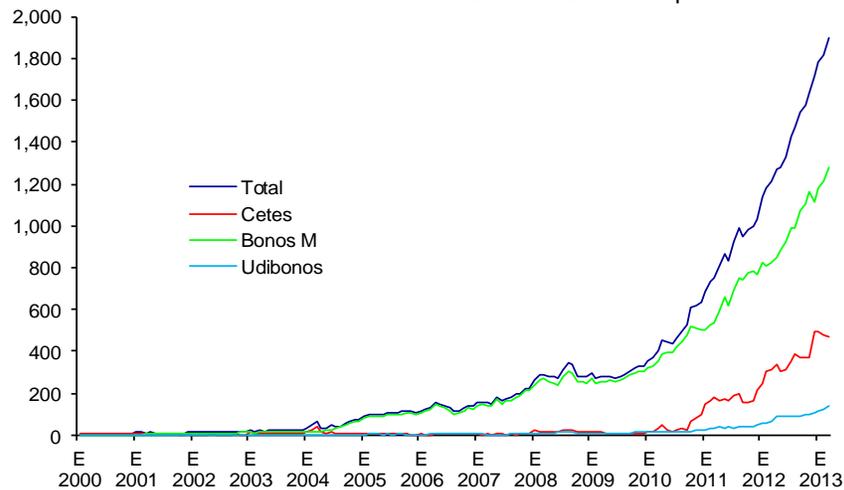
El incremento en los flujos de divisas que ha recibido el país en inversiones de cartera se ha destinado, principalmente, a la inversión de no residentes en valores públicos —en especial aquéllos emitidos en el mercado interno, en pesos, y a mediano y largo plazos— y en el mercado accionario (Gráfica 7 y Gráfica 8). A su vez, este incremento reciente en la tenencia de valores gubernamentales denominados en moneda nacional por parte de no residentes se explica, en gran medida, por: (i) la ya mencionada búsqueda de rendimientos de inversionistas externos en un contexto internacional de amplia liquidez; (ii) el desarrollo del mercado mexicano de valores internos, destacando una oferta de valores públicos más diversificada, con un mayor número de instrumentos y una variedad de plazos que han permitido atraer a inversionistas con diferentes preferencias de cartera; y, (iii) los sólidos fundamentos del marco macroeconómico de México, mismos que se reflejaron en la inclusión de los bonos de largo plazo (Bonos M) del Gobierno Federal en el índice WGBI (*World Government Bond Index*).

Gráfica 7
Tenencia de Títulos de Renta Variable de No Residentes
 Miles de millones de dólares y por ciento del total



Fuente: Banco de México, Indeval, CNBV y BMV.

Gráfica 8
Tenencia de Valores Gubernamentales de No Residentes
 Saldos a valor de mercado en miles de millones de pesos

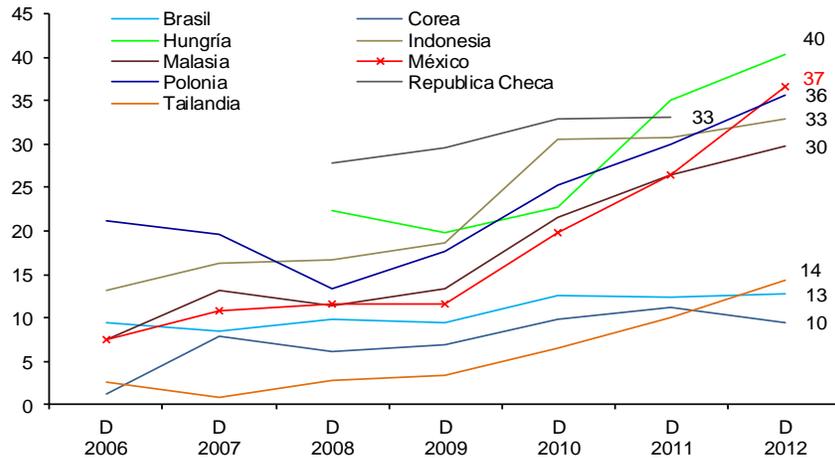


Fuente: Banco de México.

La mayor adquisición de valores gubernamentales mexicanos por parte de no residentes se ha traducido en un incremento de su participación en la tenencia de este tipo de activos. Así, al cierre de 2012, la proporción de títulos públicos mexicanos en manos de no residentes se ubicó en 37 por ciento, nivel similar al observado en otras economías emergentes como Hungría (40%), Indonesia (33%) y Polonia (36%), y por encima de las cifras correspondientes para países como Brasil (13%), Corea (10%) y Tailandia (14%) (Gráfica 9).

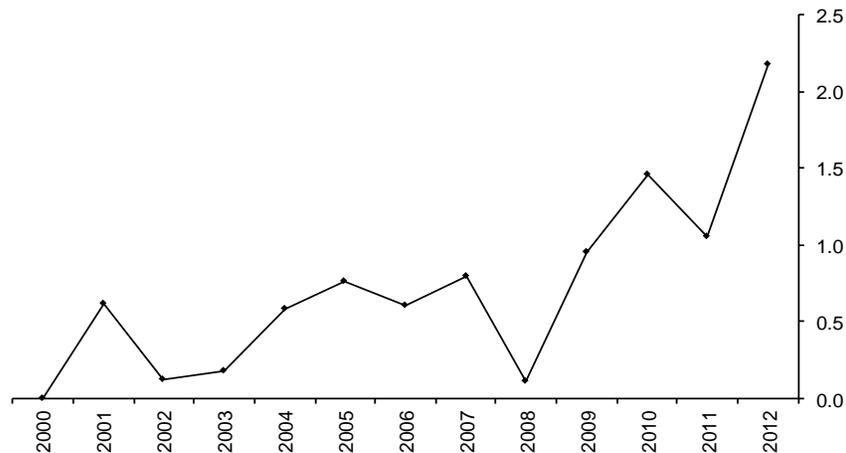
De un análisis detallado se desprende que los recursos del exterior no se han acumulado en los balances de los intermediarios financieros del país, por lo que han sido absorbidos principalmente por el sector privado. Como se comentó previamente, la evidencia apunta a que estos recursos están siendo utilizados para financiar la adquisición de activos fuera del país. En particular, en los últimos cuatro años, se ha observado un incremento significativo en los flujos de inversión directa de mexicanos en el exterior (Gráfica 10). Además, es pertinente señalar que los recursos del exterior han facilitado la acumulación de reservas internacionales.

Gráfica 9
Tenencias de Valores Gubernamentales en Poder de No Residentes
 Por ciento del total



Fuente: Banco de México y páginas web de bancos centrales y ministerios de finanzas.

Gráfica 10
Flujo de Inversión Directa de Mexicanos en el Exterior
 Por ciento del PIB



Fuente: Banco de México.

Medidas de Política Económica para Enfrentar la Volatilidad en los Flujos de Capital

Los importantes flujos de capital a México durante los últimos años han servido para financiar la recuperación de la actividad económica en nuestro país y son muestra de la confianza en la fortaleza de sus instituciones y en sus fundamentos macroeconómicos. No obstante, como ya se ha argumentado, es necesario estar atentos a las posibles reversiones de estos flujos de capital debido a sus potenciales efectos adversos sobre la actividad económica y la estabilidad financiera. En particular, el prolongado periodo de tasas de interés bajas en los mercados financieros internacionales han aumentado las preocupaciones de que se pudieran acumular diversos riesgos en el sistema financiero mexicano. Ante este panorama, para mitigar los riesgos de ocurrencia de estas reversiones en los flujos de capital y sus posibles efectos sobre la economía mexicana, las autoridades financieras

mexicanas han implementado una serie de medidas, entre ellas:⁴

- a) La implementación de forma anticipada de la nueva normatividad de Basilea III en el sector bancario, incluyendo la mejora en los requerimientos mínimos y calidad del capital de los bancos.
- b) Se ha reforzado la supervisión de la salud financiera de los participantes en los mercados, incluyendo la calidad, transparencia y periodicidad de la información de las empresas emisoras, en particular sobre el uso de instrumentos financieros derivados, riesgo cambiario en que incurrir, y el perfil de sus pasivos.
- c) Una estrategia de ampliación y diversificación de la base de inversionistas institucionales que permite tener al gobierno federal fuentes de financiamiento más estables y con un horizonte de inversión de más largo plazo.
- d) Un programa de financiamiento del gobierno federal que ha permitido reducir los costos de financiamiento y ampliar sus plazos de vencimiento.
- e) Un nivel de reservas internacionales que asegura un mayor nivel de confianza. Esta disponibilidad de divisas se complementa por la Línea de Crédito Flexible del FMI por un monto aproximado de 73 mil millones de dólares.

Todas estas medidas colocan al país en una postura más favorable para mitigar una posible salida de flujos de capital. Además, es importante resaltar que el régimen de flotación cambiario prevaleciente en el país y la flexibilidad de las tasas de interés continuarán desempeñando un papel central en la absorción de choques provenientes del exterior.

Consideraciones Finales

La amplia liquidez originada principalmente en los países avanzados, junto con las mejores perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, han acelerado los flujos de capitales hacia éstas.

Estos flujos representan un factor importante para la dinámica macroeconómica y financiera de una economía abierta como la mexicana. Si bien pueden estimular el crecimiento económico, también presentan riesgos para la estabilidad financiera, tal como una apreciación no deseada de su moneda, burbujas especulativas o la posibilidad de salidas de capitales disruptivas si las condiciones actuales cambiaran de manera abrupta.

No obstante, para el caso de México no existe evidencia de que las entradas que se han registrado en los últimos años sean perniciosas en términos de estabilidad financiera y/o para la evolución de los precios de los activos. En particular, la apreciación cambiaria observada hasta ahora ha sido congruente con la fortaleza de la economía y las posturas de política monetaria entre México y sus principales socios comerciales. Asimismo, los flujos de capital se han dirigido hacia el mercado de deuda pública y no se han traducido en descalces cambiarios en las hojas de balance de los intermediarios financieros.

⁴ Ver Informe Anual sobre el Estado que Guarda la Estabilidad del Sistema Financiero en México y sobre las Actividades Realizadas por el Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero. Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero, marzo 2013, p. 18.