

Evolución Reciente de los Tipos de Cambio en Economías Emergentes ante la Normalización de la Política Monetaria Global

Extracto del Informe Trimestral Julio – Septiembre 2022, Recuadro 1, pp. 17-20, documento publicado el 30 de noviembre de 2022.

Nota: En la versión electrónica de este documento se puede obtener la información que permite generar todas las gráficas y tablas que contiene dando clic sobre ellas, con excepción de aquella que no es producida ni elaborada por el Banco de México.

1. Introducción

En los últimos años la economía global ha estado sujeta a una serie de choques sin precedentes. La pandemia de COVID-19 y la invasión de Rusia a Ucrania han contribuido a un aumento significativo de la inflación global. En respuesta, la política monetaria en el nivel global ha tenido que ajustarse para contener las presiones inflacionarias y las condiciones financieras globales se han apretado. En este contexto, se han observado movimientos significativos en los tipos de cambio de diferentes economías.

En particular, se ha observado una apreciación generalizada del dólar ante un gran número de divisas, tanto de economías avanzadas como de emergentes. Sin embargo, también se ha observado un comportamiento heterogéneo entre las diferentes divisas. Así, resalta el caso del peso mexicano que se ha mostrado resiliente durante este episodio de fortaleza del dólar. Lo anterior, como reflejo de las acciones de política monetaria implementadas por el Banco de México y de aspectos del marco macroeconómico que se han percibido como más sólidos relativo a otras economías.

Este Recuadro hace una revisión de factores que pudieran estar contribuyendo a explicar las diferencias en los comportamientos de divisas. El análisis se centra en el desempeño de las monedas de algunas economías de mercados emergentes en el actual episodio de fortalecimiento del dólar.

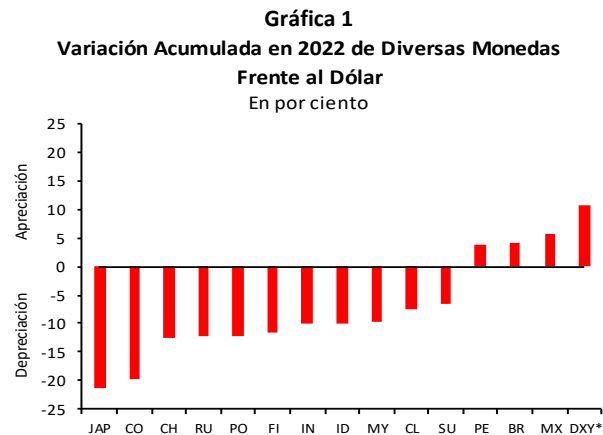
2. Apreciación del Dólar Estadounidense durante 2022

A lo largo de 2022 el dólar estadounidense, según el índice DXY, se ha apreciado alrededor de 11 por ciento, alcanzando su nivel más alto en dos décadas. La apreciación del dólar ha sido generalizada frente a un gran número de monedas de economías emergentes y avanzadas, con solo unas pocas excepciones tales como México, Brasil y Perú (Gráfica 1). La depreciación generalizada, con las excepciones mencionadas, también se observa si se analizan los tipos de cambio reales. Entre los factores que explican la apreciación del dólar destacan los siguientes:

- 1) El ritmo no sincronizado de la normalización o apretamiento de la política monetaria en los distintos países. En particular, la Reserva Federal ha ajustado su postura de política monetaria más rápidamente que la mayoría de los demás bancos centrales de economías avanzadas, reflejando diferencias en las condiciones económicas y en el panorama inflacionario entre países. Las mayores tasas de interés en Estados Unidos y la perspectiva de futuros incrementos en la tasa de fondos federales, han contribuido al fortalecimiento del dólar.
- 2) El entorno de elevada incertidumbre ha sido propicio para generar una dinámica de menor apetito por riesgo en los mercados financieros. Ello ha afectado la cotización del resto de las divisas, principalmente de economías emergentes, y contribuido a la apreciación del dólar.

- 3) La fortaleza generalizada del dólar también ha sido apoyada por cambios en los términos de intercambio asociados con los choques de los precios de los alimentos y la energía desencadenados por la invasión rusa de Ucrania. El deterioro de los términos de intercambio en las economías importadoras de energía es consistente con las depreciaciones del tipo de cambio real que ayudan a restablecer el equilibrio externo. A diferencia de episodios anteriores de aumentos en los precios de la energía, Estados Unidos ha experimentado una mejora en los términos de intercambio, en parte debido a su reciente transición a ser un exportador neto de energía, especialmente de gas natural.
- 4) Adicionalmente, si bien existe incertidumbre sobre las tasas de crecimiento esperadas para diferentes países, algunas proyecciones de crecimiento apuntan a que la economía de Estados Unidos pudiera tener un desempeño relativamente más favorable que otras economías avanzadas en el corto plazo. Estos diferenciales de crecimiento pudieran ser un factor adicional que ha contribuido a la fortaleza del dólar.

Aunque durante 2022 se ha visto una apreciación generalizada y significativa del dólar estadounidense, la Gráfica 1 también ilustra el caso de divisas que se han fortalecido. En particular, resalta el peso mexicano, que ha presentado una apreciación con respecto al dólar de alrededor de 5.5 por ciento en lo que va del año. La resiliencia del peso mexicano en este episodio es notoria cuando se compara con su comportamiento en otros episodios de apreciación del dólar. El marco macroeconómico relativamente fuerte en México, incluidos los ajustes en la política monetaria, ha contribuido a la resiliencia de la moneda nacional.



*DXY hace referencia a un índice del dólar frente a las monedas de seis economías avanzadas. Un cambio positivo refleja una apreciación del dólar.

Nota: Como variación acumulada en el tipo de cambio se presenta el cambio porcentual entre su nivel del 23 de noviembre y el del 1 de enero de 2022.

Fuente: Haver Analytics.

3. Estimación de la Sensibilidad de Divisas de Economías Emergentes Seleccionadas ante Apreciaciones del Dólar

La estimación de una medida de sensibilidad de diferentes tipos de cambio ante apreciaciones del dólar permite ilustrar cómo las monedas se han comportado en este episodio relativo a otros periodos. Dicha estimación se realiza con coeficientes móviles por medio de un filtro de Kalman que permite identificar sensibilidades cambiantes. Así, para cada moneda se estima una ecuación del tipo:

$$d\log(e_{i,t}) = \beta_{i,t}d\log(DXY_t) + u_{i,t}$$

donde:

$e_{i,t}$: es el tipo de cambio del país i con respecto al dólar.

DXY_t : es un índice del dólar frente a las monedas de 6 economías avanzadas. Un cambio positivo indica una apreciación del dólar.

$\beta_{i,t}$: es el coeficiente móvil de sensibilidad para el país i en el tiempo t .

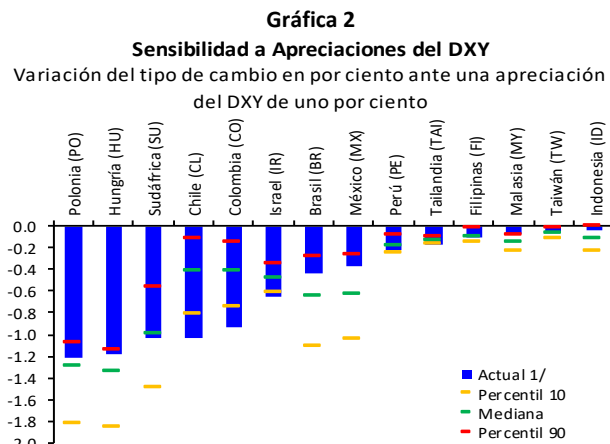
$u_{i,t}$: es un residual

El coeficiente $\beta_{i,t}$ se comporta como una caminata aleatoria de tal forma que:

$$\beta_{i,t} = \beta_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \varepsilon_{i,t} \sim N(0, \sigma_i)$$

Las ecuaciones se estiman usando datos diarios para el periodo 2008-2022. De esta forma, el coeficiente $\beta_{i,t}$ captura una sensibilidad del tipo de cambio i en diferentes momentos del tiempo.

La Gráfica 2 muestra las estimaciones de estas sensibilidades para una muestra de monedas de mercados emergentes a una apreciación del DXY.¹ Los valores negativos de estas estimaciones indican que una apreciación del DXY está correlacionada con una depreciación de los tipos de cambio presentados en la muestra, aunque con una amplia heterogeneidad en cuanto a las magnitudes de estas depreciaciones. Se observa que, en los últimos meses, la sensibilidad de las diferentes monedas a movimientos del dólar se encuentra, en algunos casos, en niveles diferentes a su mediana histórica. Resaltan los casos del real brasileño y el peso mexicano que, a pesar de ser monedas que generalmente mantienen sensibilidades elevadas a variaciones del dólar, recientemente han mostrado una sensibilidad menor. Asimismo, otras monedas que tradicionalmente han mostrado sensibilidades menores al dólar, recientemente han mostrado una sensibilidad atípica con respecto a su sensibilidad histórica, por ejemplo, el peso chileno y el peso colombiano.



1/ El modelo estima una sensibilidad para cada día durante el periodo de 2008 a 2022. La gráfica reporta los percentiles 10, 50 y 90 de la distribución de este coeficiente. Para la observación más reciente se hace uso del promedio del último mes, correspondiente a octubre de 2022.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Bloomberg.

¹ La muestra incluye países con tipos de cambio mayoritariamente flexibles.

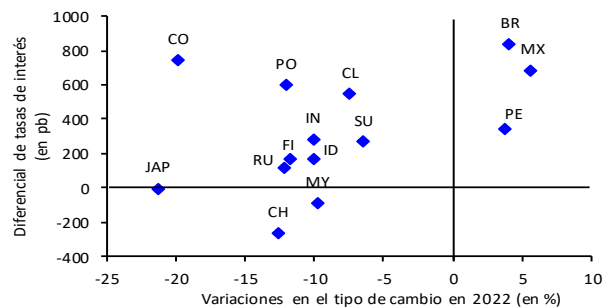
4. Factores que Influyen en el Desempeño Relativo de las Divisas de Economías Emergentes

Los movimientos del tipo de cambio son una parte integral del ajuste de las economías a choques externos y sus potenciales repercusiones. La magnitud de estos ajustes está influida por diferentes factores macroeconómicos como diferenciales de tasa de interés e inflación, así como fundamentales macroeconómicos.

La respuesta de política monetaria ante las fuertes presiones inflacionarias ha sido diferenciada en función de las condiciones económicas prevalecientes y el impacto de los recientes choques en cada país. Ello ha llevado a movimientos heterogéneos en los diferenciales de tasas de interés de los diferentes países con respecto a Estados Unidos que han sido un factor importante para explicar los diferentes movimientos en los tipos de cambio.

La Gráfica 3 muestra que menores diferenciales de la tasa de interés han tendido a estar asociados con mayores depreciaciones frente al dólar. Lo anterior obedece tanto a consideraciones de mayores rendimientos esperados por parte de los inversionistas internacionales como a posiciones monetarias más contundentes ante presiones inflacionarias. Considerando que diferenciales de inflación entre países son un determinante importante de los tipos de cambio en el mediano plazo, una postura monetaria contundente reduce los riesgos de una retroalimentación de mayor inflación a tipos de cambio más depreciados en el futuro. Así, la apreciación del peso mexicano y el real brasileño frente al dólar en lo que va del año se ha asociado con diferenciales de tasas más amplios.

Gráfica 3
Diferencial de Tasas de Interés frente a EUA y Variaciones
en el Tipo de Cambio en 2022
 En puntos base y en por ciento



Nota: El diferencial de tasa de interés de cada moneda se calcula con el *forward* de la tasa implícita a 3 meses al 23 de noviembre. Como variación acumulada en el tipo de cambio se presenta el cambio porcentual entre su nivel del 23 de noviembre y el del 1 de enero de 2022.

Fuente: Haver Analytics.

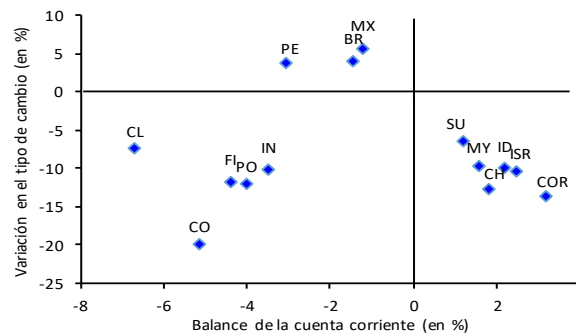
La incidencia de otros factores más allá de los diferenciales de tasas se puede inferir de la Gráfica 3. Esta muestra países en los que, a pesar de presentar diferenciales de tasas de interés similares a otros, sus divisas han tenido desempeños diferenciados durante el periodo de análisis. Como se mencionaba, la solidez relativa de los fundamentales macroeconómicos también ha tenido un papel relevante en el comportamiento de los tipos de cambio.

Las tasas de interés más altas de Estados Unidos y la fortaleza del dólar han aumentado el costo de financiamiento para las economías emergentes. Adicionalmente, luego del fuerte aumento de los precios de materias primas durante el primer semestre del año, su reciente disminución ha llevado a que los términos de intercambio hayan empezado a deteriorarse para los exportadores de materias primas. En este entorno, países

con mayores déficits en cuenta corriente y con mayores requerimientos de financiamiento externo pudieran presentar mayores dificultades para mantener la estabilidad de sus monedas.

En el eje horizontal de la Gráfica 4 se presentan los balances de cuenta corriente para una muestra de economías emergentes, mientras que el eje vertical ubica sus variaciones en los tipos de cambio con respecto al dólar en lo que va del año. Se observa una tendencia a que países con menores déficits en cuenta corriente presenten menores depreciaciones o incluso apreciaciones. Asimismo, resalta el caso de algunas economías asiáticas que, si bien se espera presenten superávits en cuenta corriente durante el año, han visto sus divisas presionadas, influidas por los menores diferenciales de tasas durante el periodo. Por su parte, se observa que Brasil, México y Perú, además de registrar diferenciales de tasas de interés altos, presentan una posición de relativa solidez en sus balances de cuenta corriente, lo que pudiera estar contribuyendo a explicar el mejor desempeño relativo de sus divisas con respecto al dólar.

Gráfica 4
Variaciones en el Tipo de Cambio en 2022 de Países Emergentes y Saldos de Cuenta Corriente
 En por ciento y en porcentaje del PIB



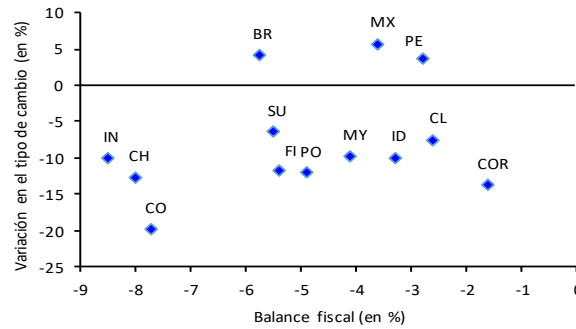
Nota: Como variación acumulada en el tipo de cambio se presenta el cambio porcentual entre su nivel del 23 de noviembre y el del 1 de enero de 2022. Asimismo, se reporta la cuenta corriente en porcentaje del PIB prevista para 2022 por el Fondo Monetario Internacional.
 Fuente: Bloomberg y WEO de octubre 2022.

En un contexto de alta inflación, mayor apretamiento de condiciones financieras internacionales y elevada incertidumbre, la congruencia entre la política monetaria y la fiscal ha ganado relevancia entre los diferentes países. Sin embargo, los mayores niveles de endeudamiento, luego de las políticas de estímulo para hacer frente a la pandemia por COVID-19, y los mayores costos de financiamiento, han reducido significativamente el espacio fiscal con el que cuentan los diferentes países. A esta situación se suma un entorno en el que los elevados precios de los energéticos y alimentos han llevado a varios países a implementar nuevas medidas de apoyo a los hogares, como subsidios de precios, recortes de impuestos y transferencias de efectivo, que han puesto presiones adicionales sobre los balances fiscales. En este contexto, la solidez en las cuentas fiscales pudiera contribuir a mitigar las alzas en el costo de financiamiento al reducir la percepción de vulnerabilidades en la sostenibilidad de la deuda pública y al reducir la necesidad de ajustes más drásticos en los tipos de cambio. La Gráfica 5 muestra las variaciones en tipo de cambio durante el año y los balances fiscales de un grupo de países. Se puede observar que países con menores déficits fiscales han tendido a mostrar un mejor desempeño de sus monedas con respecto al dólar. Asimismo, se observa que entre los países con mayores diferenciales de tasas de interés, México se ubica en una posición de relativa solidez medida según el balance fiscal.

Para el caso mexicano, otros fundamentales macroeconómicos también pudieran estar contribuyendo a mitigar los ajustes en el tipo de cambio. Entre estos se encuentran su alto nivel relativo de apertura comercial, una política monetaria comprometida con la estabilidad de precios, un régimen de tipo de cambio flexible, así como

un sistema bancario que se ha mantenido sólido ante el apretamiento de las condiciones financieras nacionales e internacionales.

Gráfica 5
Variaciones en el Tipo de Cambio en 2022 de Países Emergentes y Balances Fiscales
 En por ciento y en porcentaje del PIB potencial



Nota: Como variación acumulada en el tipo de cambio se presenta el cambio porcentual entre su nivel del 23 de noviembre y el del 1 de enero de 2022. Se reporta el balance fiscal ajustado cíclicamente estimado para 2022 por el Fondo Monetario Internacional.

Fuente: Bloomberg y FMI Fiscal Monitor de octubre 2022.

5. Medidas de Intervención Cambiaria durante 2022

Ante el apretamiento de las condiciones financieras internacionales que enfrentan diferentes economías emergentes y la apreciación del dólar, varios países han recurrido a intervenciones cambiarias para mitigar las fluctuaciones en sus monedas que han considerado excesivas (Cuadro 1). Estas intervenciones han diferido tanto en magnitud, así como por el tipo de medidas implementadas entre países. En el caso de México, ante el comportamiento ordenado del mercado cambiario, no se han realizado intervenciones cambiarias.²

Cuadro 1

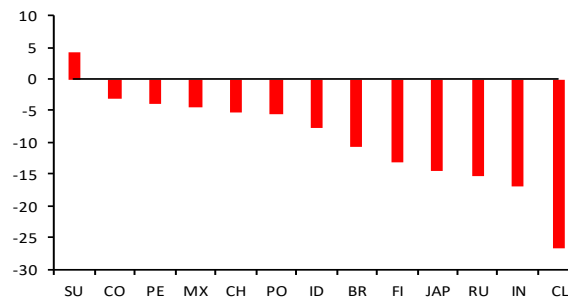
Intervenciones Cambiarias Implementadas en Diferentes Economías durante 2022		
Latinoamérica	Brasil	Intervención directa en el mercado cambiario.
	Chile	Finalización en septiembre del programa de intervención cambiaria y provisión preventiva de liquidez en dólares. Continuación de la renovación de coberturas cambiarias vigentes.
	Perú	Intervención directa en el mercado cambiario.
Europa del Este	Rep. Checa	Intervención directa en el mercado cambiario.
	Turquía	La "liraización" y el aumento del coeficiente de mantenimiento de valores exigido para los depósitos de divisas (forex).
	Hungría	Intervención directa en el mercado cambiario e implementación de swaps.
Asia	India	Intervención directa en el mercado cambiario.
	China	Intervención directa en el mercado cambiario.
Avanzadas	Japón	Intervención directa en el mercado cambiario.
	Suiza	Intervención directa en el mercado cambiario.

Nota: Intervención directa se refiere a la venta de dólares y el uso de mecanismos de los bancos centrales
 Fuente: Bancos centrales de países seleccionados.

² La última subasta de coberturas cambiarias se realizó el 18 de marzo de 2020 con el objetivo de propiciar mejores condiciones de liquidez, un mejor descubrimiento de precios y un funcionamiento ordenado del mercado de cambios.

Estas intervenciones han propiciado una reducción en los montos de reservas internacionales de varias economías emergentes y en desarrollo y, en algunos casos, se han visto afectados por criterios de valuación (Gráfica 6). Los niveles de reservas internacionales de varias economías emergentes aún se considera que se ubican en niveles adecuados. Sin embargo, la erosión de reservas internacionales, en un entorno de persistente fortaleza del dólar, podría generar la expectativa de una mayor depreciación de las monedas de diversas economías.

Gráfica 6
Variación en Reservas Internacionales en 2022
En por ciento



Nota: Se reporta el cambio entre las reservas de enero y las disponibles a noviembre de 2022.

Fuente: Haver Analytics.

6. Consideraciones finales

Las divergencias en el ajuste de las políticas económicas y en el impacto de los choques que ha enfrentado la economía global, así como un menor apetito por riesgo en el nivel global ante el entorno de elevada incertidumbre, han contribuido a la fortaleza del dólar estadounidense. Si bien existe incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial, no puede descartarse una apreciación adicional de esta moneda hacia delante.

Aunque la magnitud de los diferenciales de tasas de interés parecen ser un factor relevante para explicar el desempeño relativo de las diferentes monedas frente al dólar, la solidez relativa del marco macroeconómico también ha sido importante. Por ejemplo, variables macroeconómicas como el déficit de cuenta corriente y la fortaleza relativa de las finanzas públicas también han influido en el desempeño relativo de las diferentes divisas. En este sentido, la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos, incluyendo la disciplina fiscal, cuentas externas sólidas, y una política monetaria enfocada en la reducción de la inflación son de particular importancia para enfrentar el mayor apretamiento de las condiciones financieras internacionales y la fortaleza del dólar.

7. Referencias

Fondo Monetario Internacional. (2022). "Countering the Cost-of-Living Crisis". *World Economic Outlook*. FMI, Washington, DC.

Fondo Monetario Internacional. (2022). "Helping People Bounce Back". *Fiscal Monitor*. FMI, Washington, DC.