



Peso Watch

20 de Junio 2007

Apetito por riesgo en activos domésticos

Una de las explicaciones más frecuentes a la creciente entrada de flujos de capital a economías emergentes es que los mercados internacionales se han vuelto menos adversos al riesgo. En este documento presentamos una medida que captura estos cambios en el sentimiento del mercado en México. Se concluye que el apetito por riesgo en activos denominados en pesos ha experimentado un cambio estructural que lo ha llevado a niveles muy elevados, y que explica en parte la fortaleza y estabilidad cambiaria. Asimismo, elaboramos sobre los determinantes de este comportamiento, y especulamos sobre las condiciones que impulsarían un regreso a los niveles de aversión de hace algunos años.

Introducción

Uno de los conceptos más utilizados conjuntamente en la teoría económica y financiera es el del "apetito por riesgo". Se argumenta que el mercado internacional se ha vuelto menos sensible al riesgo, por lo que acepta un menor rendimiento potencial a cambio de la misma incertidumbre. El apetito por riesgo de los inversionistas no es más que el nivel de beneficio que están dispuestos a exponer dado el nivel de incógnita entorno al payoff de la apuesta y su gusto por el riesgo. El concepto revela las preferencias del mercado, por lo que en la práctica, éste tiende a la subjetividad ya que no es fácilmente perceptible. Con el objetivo de tener un indicador o monitor que nos permita asociar los cambios en el sentimiento del mercado con otras variables financieras o económicas, utilizamos distintas metodologías econométricas para derivar un proxy del apetito y aversión al riesgo. Esta es una primera etapa en la construcción de indicadores de riesgo financiero¹.

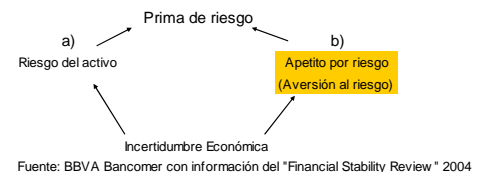
La intuición detrás del indicador es la siguiente: partimos de que la prima de riesgo de algún activo financiero depende del a) riesgo propio del activo, así como del b) apetito por riesgo. Este último se conforma de la aversión al riesgo intrínseca a cada individuo, mercado, inversionista etc., y del nivel de incertidumbre del mercado. Nuestro indicador mide el inciso b) de la composición de la prima de riesgo. Si la incertidumbre en torno al futuro macroeconómico, representado probablemente por la volatilidad de la inflación o volatilidad implícita de un activo como el peso o el IPC, baja durante un horizonte prolongado y los rendimientos o payoffs aumentan, esto no implica que el mercado está siendo más tolerante al riesgo, por el contrario, acepta mayores rendimientos como resultado de la menor incertidumbre, por lo que su apetito por riesgo no se altera.

En busca de mayores rendimientos

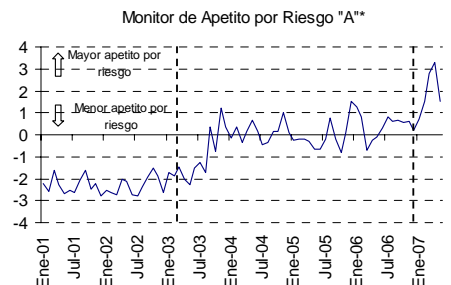
Como se aprecia en los monitores de "Apetito por Riesgo A y B", el grado de aversión en México (tanto en el mercado de deuda como de valores) ha presentado un cambio estructural importante en los últimos años. A partir de finales de 2003 el sentimiento del mercado comienza a ser más tolerante a la incertidumbre de los activos. Este fenómeno ocurre una vez que se empieza a consolidar la convergencia inflacionaria, y que el precio para cubrir los riesgos (estabilidad esperada del tipo de cambio) comienza a descender sostenidamente. Es decir, el rendimiento que esperaba el mercado empezó a ajustarse a la mayor estabilidad (financiera y macroeconómica percibida en ese momento). En 2004 y 2005, tanto la volatilidad observada como la de los instrumentos de derivados dejaron de caer, sin embargo, los rendimientos ex-ante se mantuvieron elevados, hecho que

Ociel Hernández Zamudio
o.hernandez@bbva.bancomer.com

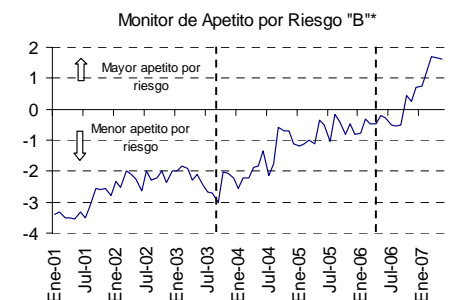
Servicio de Estudios Económicos



Fuente: BBVA Bancomer con información del "Financial Stability Review" 2004



* Evolución de la pendiente GMM de estimar los payoffs en el mdo. de deuda en un horizonte de un mes, contra la volatilidad observada o implícita (1mes-3meses), ponderado por arbitraje cambiario (ventana móvil de 100 días corrigiendo por traslapes)



* Evolución de la pendiente GARCH-M de estimar los payoffs en el mdo. de deuda en un horizonte de un mes, contra la volatilidad estimada GARCH (1 mes-3 meses) de los payoffs, ponderado por arbitraje cambiario (ventana móvil de 150 días)

¹ El Monitor de Apetito por Riesgo México es un trabajo complementario a los índices de aversión al riesgo globales. Ver EconomicWatch del 9 de marzo de 2006 "¿Señales de cambio en la aversión al riesgo?"

interrumpió la tendencia de mayor apetito por riesgo pero mantuvo la tolerancia en niveles por arriba de los observados hasta mediados de 2003 (si el mercado está largo en activos denominados en pesos, y los rendimientos se mantienen para un mismo nivel de riesgo, no implica una menor aversión, sino una compensación; esto parece haber pasado entre 2004, 2005 y parte de 2006).

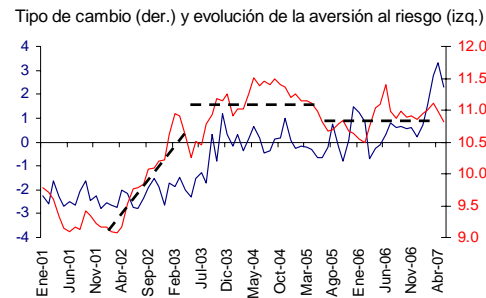
Desde finales de 2006 y principios de 2007, se volvió a registrar un ajuste significativo en el cambio del apetito por riesgo. A pesar de que la volatilidad observada y esperada fluctuaba marginalmente o incluso aumentaba ante la incertidumbre inflacionaria y de la tasa Fed, en promedio los inversionistas siguieron apostando y generaron rendimientos adicionales que más que compensaron el riesgo coyuntural. *En este momento el apetito es significativo. Esta menor aversión al riesgo es lo que permitió al mercado de deuda y de valores sortear con éxito la incertidumbre en torno a las elecciones y política monetaria internacional, y explica en gran parte la estabilidad cambiaria y el incremento de los flujos de capital en México, y en general, en economías emergentes.*

Entorno global propicio: consideraciones finales

Ya hemos señalado que una mayor estabilidad macroeconómica y financiera está detrás de este cambio en el sentimiento del mercado, pero en este contexto coadyuvan algunos móviles que en nuestra opinión lideran el aumento significativo de flujos de inversión a economías emergentes, en este caso a México. El primero es el inédito crecimiento prolongado en estas economías, que ha venido acompañado de un propicio desempeño de los términos de intercambio. El aumento persistente del precio de las materias primas ha sido resultado mismo del explosivo crecimiento de algunos países emergentes y de la estabilidad económica, y reciente recuperación en algunos casos, de países desarrollados. Este último factor ha sido fundamental; la estabilidad y crecimiento económico no ha sido exclusivo de los países emergentes, más bien, tiene su sustento en la ausencia de choques sumamente adversos en economías desarrolladas.

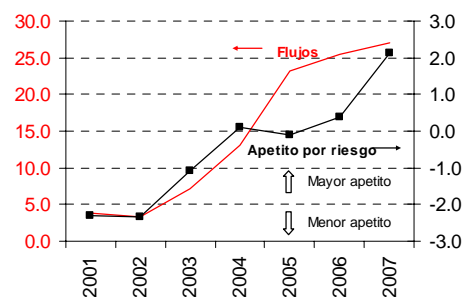
La postura monetaria internacional (EUA, UE, Reino Unido, y Japón-(G4)) ha incidido en la búsqueda masiva por mayores rendimientos (tema del próximo PesoWatch). El nivel de las tasas de interés en estos países se redujo a mínimos históricos y, a pesar del ciclo de alza de los últimos años, la postura monetaria todavía no es restrictiva. Esto significaría que la exposición a activos de riesgo es pro-cíclica (en línea con la dinámica de crecimiento económico mundial) y, en principio, inducida, lo que ha hecho especular sobre un posible nuevo mecanismo de transmisión de política monetaria. Así, los mercados han aceptado menores rendimientos, a cambio de riesgo, ya que el costo de oportunidad de hacerlo era mínimo (costo de fondeo internacional), tal y como se aprecia en la gráfica para el caso mexicano y brasileño. A esta inyección de liquidez por parte de los Bancos Centrales debemos sumar el exceso de ahorro financiero internacional, principalmente proveniente de países asiáticos y petroleros, que junto a políticas intervencionistas en el mercado cambiario, han inundado a los mercados de flujos. Finalmente, para el caso Mexicano, y con avances importantes en algunos otros países del continente, el control de la inflación y el rediseño de la política fiscal han fortalecido la política económica doméstica: la minimización del riesgo cambiario implícito en la deuda extranjera, el control del gasto, reforma del sistema de pensiones, la estabilidad de precios y mayor credibilidad monetaria, así como un progresivo avance en la profundidad y desarrollo del mercado financiero, son sólo unos ejemplos.

La menor aversión al riesgo ha favorecido el precio de la divisa mexicana, y en general la estabilidad del mercado financiero local; no obstante, se debe destacar que los cambios en el sentimiento de los mercados son por lo general súbitos y bastante volátiles. En la actualidad, la posibilidad de que el país entre en un nuevo ciclo de reformas económicas e institucionales es alentadora, y justifica parte del optimismo y menos aversión. Pero el cambio estructural en el sentimiento de los mercados hacia activos emergentes fue producto de un contexto más global, por lo que habrá que seguir monitoreando sobre todo aquellos elementos que modificaron el costo de oportunidad de invertir en una moneda con relación a otra. En este contexto, no esperaríamos que el grado de la aversión al riesgo regresara a los niveles de 2003, más bien, que se mantenga en el promedio de 2004 y 2005, balanceado por el desempeño del sistema financiero internacional y la probabilidad de que se implementen algunas reformas económicas.



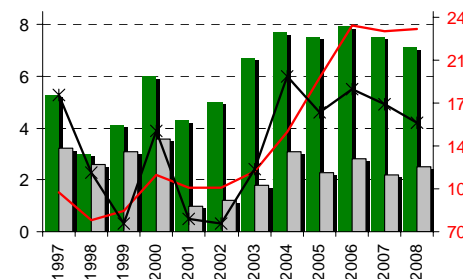
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Flujos acumulados anuales de inversión extranjera en cartera (a partir de 2001, mmd) y Monitor de Apetito por Riesgo (promedio anual)



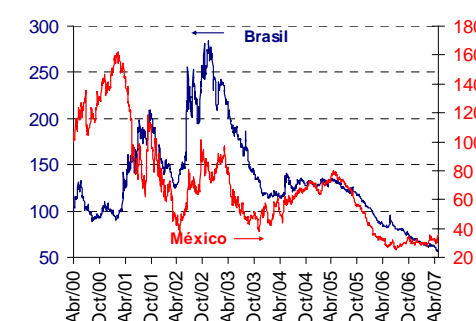
Fuente: Banxico y BBVA Bancomer

Crecimiento económico del G7, economías emergentes, y Latinoamérica - Índice del precio de commodities G7 (barra gris), emergentes (barra verde), Latinoamérica (línea negra), commodities (línea roja, eje der.)



Fuente: FM

Diferencial de tasas de interés con EUA (índice base 2000)



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg