

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Mayo 6 de 2015

Normalización monetaria y tensión financiera en mercados emergentes

Tras darse por terminada la Gran Recesión (2008-2013), el crecimiento económico del mundo desarrollado aún no logra alcanzar su potencial del 3% en los Estados Unidos o del 2.5% en la Zona Euro. Por ejemplo, Estados Unidos ahora se perfila hacia crecimientos del 2.3%, habiéndose constatado una expansión inferior a la esperada durante el primer trimestre de 2015 (3% anual observado vs. 3.2% esperado). De forma similar, la Zona Euro probablemente logró ritmos del 1.4% anual en este arranque del año, pero al menos registra la muy positiva noticia de que España se estaría perfilando hacia un 2.8% y Alemania hacia un 2.3% para 2015 (como un todo).

La otra nota positiva, en medio de la desaceleración global hacia un 3% (vs. un 3.3% proyectado a inicios de año), ha tenido que ver con la disminución del desempleo en Estados Unidos hacia un 5.5% (y en camino hacia su NAIRU del 5% para finales de 2015). En cambio, Europa luce estancada en tasas de desempleo del 11.3%, donde inclusive España aún registra niveles del 23%.

Gracias a esta tenue recuperación, el Fed finalizó sus inyecciones de liquidez en octubre de 2014 y se apresta a iniciar alzas moderadas en sus tasas de interés. Dado el menor crecimiento esperado para 2015, es probable que “el primer disparo” de alzas en tasas del Fed ocurra más hacia finales de este año, en vez de junio (como inicialmente se esperaba). Existen tres factores que le permiten al Fed ir ahora con más calma en su “normalización monetaria”: i) producto del desplome de los precios del petróleo, actualmente se tiene una ligera deflación, luego la preocupación por presiones inflacionarias es mínima; ii) la reducción del NAIRU (antes comentada) da también tranquilidad sobre eventuales presiones salariales; y iii) la brecha del Producto no se estará cerrando hasta el año 2017. Todo lo anterior implica que el Fed no solo postergaría su alzas de 0.25% para finales de 2015, sino que estas ya no serían de 250pbs, sino seguramente de unos 200pbs, viéndose niveles de 2.25% en la repo hacia mediados de 2017 (ver *Comentario Económico del Día* marzo 12 de 2015).

Nótese que esa postura monetaria del Fed contrasta con lo actuado por el Banco Central de Japón (BCJ) y el Banco Central Europeo (BCE), los cuales han debido reforzar sus inyecciones de liquidez para evitar mayor desaceleración económica y contener los riesgos de deflación, ver gráfico adjunto. Ante estas divergencias

Continúa

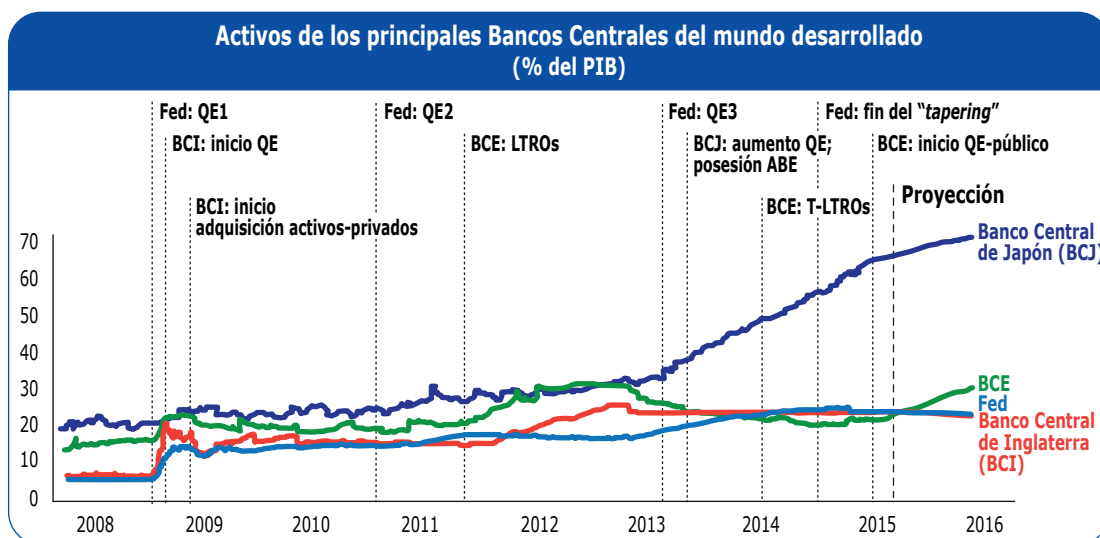
Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

en las políticas monetarias del mundo desarrollado, cabe preguntarse: ¿Cuál será el grado de afectación en los mercados emergentes por cuenta de dicha normalización monetaria del Fed?

Un primer hecho es que los relajamientos del BCE-BCJ amortiguarían parcialmente los efectos financieros de los aumentos en la tasa del Fed, dada la fungibilidad de los capitales a nivel mundial. Por ejemplo, las emisiones de bonos-europeos por parte de empresas norteamericanas como Apple y Coca-Cola han logrado, en 2015, menores costos de interés.

Bajo este escenario de impactos más moderados de las alzas del Fed sobre los emergentes, la renta fija-soberana de estos últimos mostraría más resiliencia. Por ejemplo, el “*search for yield*” ha permitido que las tasas de interés de dichos bonos se redujeran del 6.9% al 6.4% en el último año. Sin embargo, la renta variable se ha visto golpeada, arrojando pérdidas del 6% en el MSCI-EM al cierre de 2014. De continuar este efecto favorable de “fungibilidad de los capitales” se pronostica que las tasas de soberanos emergentes podrían continuar descendiendo hacia 6.1% al cierre de 2015 (ver *J.P. Morgan, Global Data-Watch*, abril 24 de 2015). Ahora bien, dentro de América Latina existen temores por debilidades fiscales, donde no todos estarían logrando sostener un *rally* tan positivo. Probablemente, Brasil y Colombia serían los más afectados, entre otros factores, por sus débiles cuentas externas y la acelerada devaluación frente al dólar, a ritmos del 20%-25% anual.

En el caso colombiano existen diversos factores de consideración: i) el abultado desbalance externo que representó un 5.2% del PIB en 2014 (esperándose uno del 6% del PIB en 2015); ii) la desaceleración estructural en el potencial de crecimiento del 4.5% hacia uno en el rango 3.5%-4%; iii) faltantes tributarios de por lo menos un 1.5% del PIB para el presupuesto de 2016; y iv) presiones inflacionarias que llevarían a cerrar con valores del 3.7% en 2015. Dado este cúmulo de presiones macro-fiscales, seguramente las tasas de interés de los TES se estarían deteriorando de su actual rango confortable del 6.5%-7% hacia el del 7%-7.5% durante el segundo semestre de este año, mientras el Colcap difícilmente superaría el umbral de los 1.530 puntos, implicando valorizaciones moderadas del 1% frente a 2014 (ver *Comentario Económico del Día* marzo 19 de 2015).



Fuente: elaboración Anif con base en Thomson Reuters.