

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Carlos Camelo

Noviembre 21 de 2018

¿Cuándo y cómo será la próxima crisis financiera global?

A lo largo de 2018 se han presentado tres momentos de marcada tensión financiera global, siendo la más reciente la de finales de octubre. Esta última tuvo la particularidad de afectar drásticamente la renta variable, dejando al S&P500 con rentabilidades cuasi-nulas, tras haberlas sostenido en el rango 15-20% anual durante julio 2017 - julio 2018. Simultáneamente, dicha corrección logró reducir el precio del petróleo a los niveles de US\$70/barril Brent (vs. los US\$85 que venía registrando).

Curiosamente, el dólar terminó fortaleciéndose a nivel global (sin tener ello mayor sustento estructural), debilitando aún más las monedas de países emergentes frágiles (incluyendo Turquía y Argentina, pero no Brasil, al verse beneficiado por el triunfo del derechista Bolsorano).

Uno de los países más afectados ha sido Colombia, por cuenta del doble efecto de perder la protección temporal de un petróleo arriba de los US\$75/barril Brent y de corregir finalmente su sobre-apreciación cambiaria (también infundada debido a sus elevados déficits estructurales en sus cuentas externas-fiscales).

Paradójicamente, una cotización por encima de los \$3.100/dólar resultará estimulante para el sector productivo colombiano (especialmente para el agro e industrial), generando sustitución de importaciones/promoción de exportaciones. No obstante, esto traerá consigo una mayor tensión financiera local a la hora de tener que atender una deuda externa pública-privada históricamente elevada, bordeando el 37% del PIB. También deberá el Banco de la República (BR) estar atento a la aceleración de

la inflación de costos que producirá esta combinación de devaluaciones a ritmos del 5%-10% anual y de un petróleo a US\$75/barril que sitúan el “costo de oportunidad” de la gasolina-acpm a ritmos de ajuste anual del 10% por tercer año consecutivo (2017-2019).

¿Cuáles son los factores globales que estarían agravando la diseminación de esta nueva tensión financiera? Existen al menos dos elementos de consideración en este frente: i) los países emergentes ahora no solo representan cerca del 60% del PIB global (vs. el 35% de tres décadas atrás), sino que se encuentran altamente endeudados, tanto en moneda local como extranjera (siendo el caso más preocupante el de China, con apalancamientos del 266% del PIB); y ii) se dice que el arsenal de instrumentos anticíclicos fiscales-monetarios se encuentra prácticamente agotado, con elevados *stocks* de deuda pública a nivel mundial (incluyendo el mundo desarrollado a niveles de +100% del PIB) y tasas de interés de los bancos centrales todavía relativamente bajas y que no podrían llevarse a umbrales negativos a nivel nominal. Esto último implica que no se tendría el espacio contra-cíclico suficiente para contrarrestar una posible recesión, en cuanto dichas tasas de interés tan solo lograrían descender desde niveles del 3% de la Fed y desde el 1% en el BCEuropeo durante el período 2019-2020, mientras que en las últimas crisis (Lehman y .com) se han requerido recortes de 400-500 puntos básicos (pb) de la repo (ver *The Economist*, “The Next Recession”, octubre 13 de 2018).

Si bien este diagnóstico luce, en principio, acertado, las soluciones que de allí se desprenden están algo

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Carlos Camelo

desenfocadas. Palabras más, palabras menos, se recomienda entonces “inflar la economía” a través de elevar las metas de inflación explícitas/implícitas que manejan los bancos centrales. De esta manera, habría necesidad de elevar las tasas de interés (de forma algo artificial) para que después, al necesitarlo, las tasas repo se puedan recortar ya no en 300 pb sino en los 500 pb que han sido norma en presencia de alta tensión financiera.

En nuestra opinión, esta solución encierra bastante de “ilusión monetaria” y no mira los fundamentales del sector financiero o del sector real. Lo que es evidente es que se tiene una prolongada y marcada “burbuja accionaria” que debe continuar corrigiéndose, como lo ha venido haciendo la Fed de forma atinada. Continuará siendo un proceso algo doloroso, que seguramente acarreará pérdidas de valor para muchos hogares y firmas, pero ello estaba cantado desde el 2013-2014, cuando se anunció la necesidad de entrar a moderar los excesos de liquidez y de elevar las tasas de interés a su nuevo “nivel-normal” del 3%-4%.

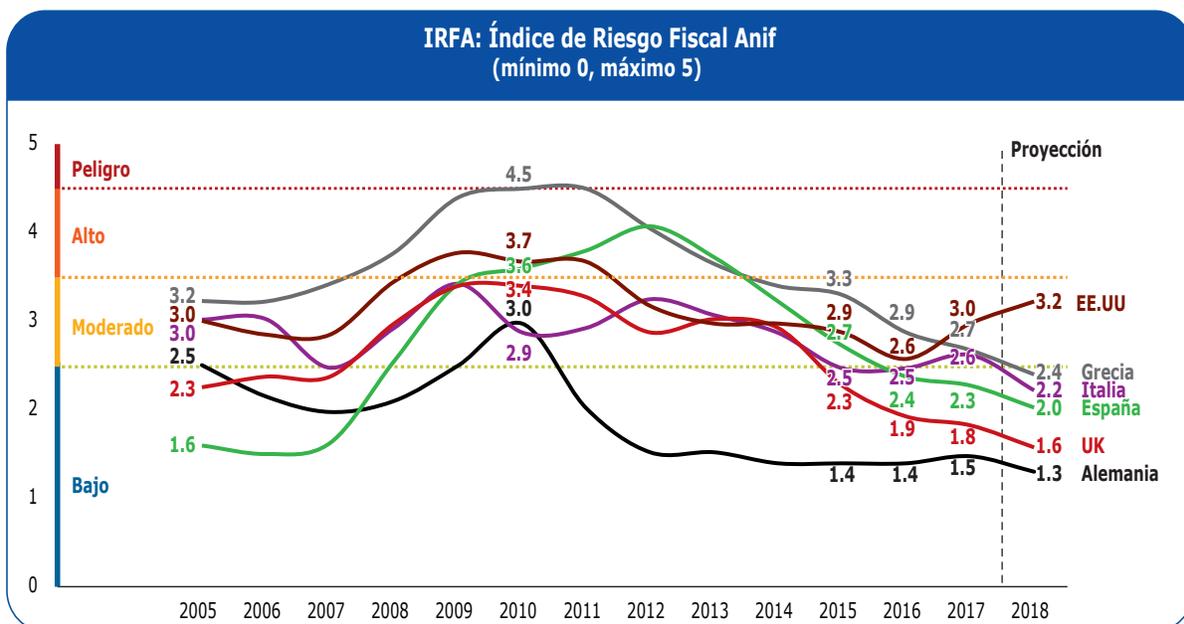
En el frente fiscal también se vienen planteando su- puestas soluciones que habrían, más bien, de agrava- r el problema. Se dice en Europa, por ejemplo, que frente a los problemas estructurales de alto des- empleo (bordeando el 8% en promedio), el gobier-

no debería asignar una “mesada salarial” para los que no trabajan, superando el tema del recurrente seguro de desempleo. Y para la franja de personas en edad de retiro, se propone asignar una “pensión- pilar-básico” (inclusive sin tener que cotizar).

Mientras Alemania se ha mostrado en desacuerdo con esta “locura colectiva fiscal”, y sigue dando ejemplo de voluntad de trabajo-sacrificio, Francia e Italia vienen reversando sus reformas pensionales recientes, casi como una provocación a la discipli- na fiscal (ver *Comentario Económico del Día* 29 de octubre de 2018).

Mientras tanto, en Estados Unidos ya empiezan a sentirse los problemas de escalamiento de la deuda pública por cuenta de déficits fiscales del 5% del PIB producidos por excesivos recortes en las tasas corporativas. Tanto así, que nuestro Índice de Riesgo Fiscal Anif (IRFA) muestra un marcado deterioro para los Estados Unidos en el futuro cercano (ver gráfico adjunto y *Comentario Económico del Día* 31 de mayo de 2018).

¿Será que en Colombia la Administración Du- que tendrá la sindéresis económica de evitar es- tos peligrosos cantos de sirena-económica que conducen a una deuda pública cuya dinámica se hace insostenible?



Fuente: cálculos Anif con base en FMI, FRED y JPMorgan.