Sobre el contexto monetario y financiero

Nuevos escenarios y perspectivas para Colombia ante el actual entorno internacional.

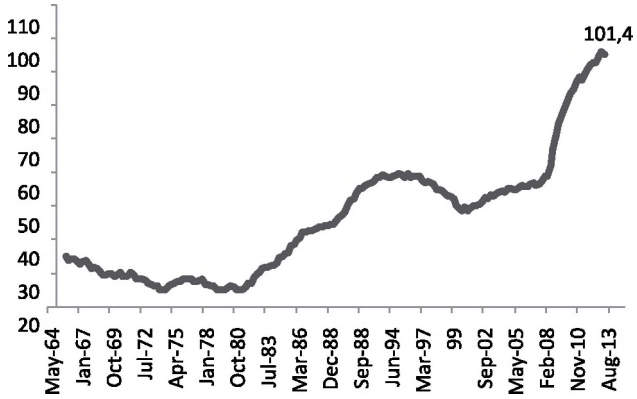
Por:
Jorge H. Botero
Presidente Ejecutivo
FASECOLDA

Los recientes meses se han caracterizado por la alta incertidumbre sobre el impacto de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos. Es sabido que desde el 2008 la Reserva Federal, como respuesta a la crisis financiera de 2008-2009, redujo significativamente las tasas de interés[1], complementando esto con un relajamiento cuantitativo (QE)[2]; de esta manera estimuló una mayor liquidez internacional y promovió un flujo importante de recursos hacia economías emergentes (BR, 2013).

En este entorno, los últimos cinco años se distinguieron por apreciaciones de la mayoría de las monedas mundiales respecto al dólar americano, producto de los diferenciales de tasas de interés y la aversión al riesgo de bonos soberanos que antes eran libres de riesgo (España, Portugal, Grecia, etc.), así como por una fuerte expansión del crédito y un aumento del déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos que, gracias a un financiamiento externo barato y alto apetito por sus títulos, mantuvo una senda creciente en sus niveles

de deuda (Toro et al. 2013), que en la última medición disponible llegó a un máximo histórico de 101.4, como porcentaje del PIB (gráfico 1).

Gráfico 1. Deuda Federal Total % del PIB



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis

Desde mayo de este año, la Reserva Federal planteó la necesidad de retirar gradualmente el estímulo monetario. Esta ha sido la respuesta que cabía esperar ante la efectividad de la política monetaria en lo referente al crecimiento de la economía, el sector inmobiliario (gráfico 2) y el empleo (gráfico 3)[3]. Se propuso que este retiro del estímulo iniciara con una reducción gradual de las compras de activos del QE, que al cierre de esta edición estaban alrededor de USD 85000 millones mensuales, y con un aumento escalonado de la tasa de política del mercado monetario.

» Desde mayo de este año, la Reserva Federal planteó la necesidad de retirar gradualmente el estímulo monetario.

Estos anuncios generaron una alta volatilidad en el precio de los activos financieros en el mundo, depreciación de las monedas de economías emergentes y la Eurozona y menores precios de materias primas, situación que se reversó parcialmente, en la medida en que la misma autoridad monetaria sugirió en julio el aplazamiento del *tapering*[4] hasta que las señales de recuperación de la economía fueran más contundentes. Se dejó claro, sin embargo, que si los resultados no son los esperados se podría graduar o revertir temporalmente este ajuste. Dejar abierta esta válvula de escape constituye un factor adicional de incertidumbre.

Los operadores del mercado saben que los anuncios de los bancos centrales tienen efectos sobre la formación de expectativas, el comportamiento de los agentes de los mercados financieros y, por esta vía, de los precios. En este sentido, la señal de cambio de postura fue suficiente para generar, dado el aumento en la percepción de riesgos (empinamiento en la curva de rendimientos de los Estados Unidos), pérdidas de valor en los portafolios de países emergentes, nerviosismo en el sistema de pagos de la economía de los EE.UU y grandes desbalances globales.

Referencias Bibliográficas

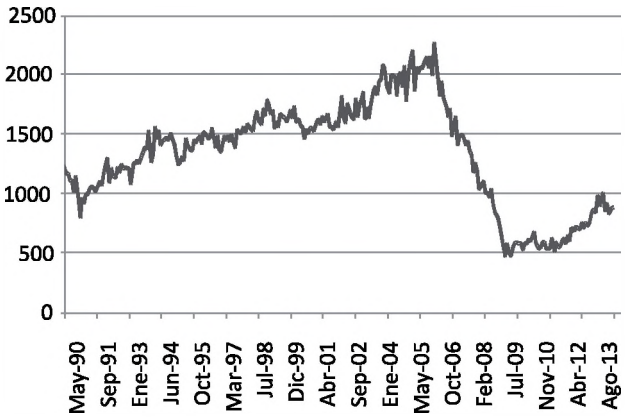
1 - La última reducción de tipos de interés se realizó en diciembre de 2008, manteniendo estas en un nivel de 0,125%

2 - El relajamiento cuantitativo (Quantitative easing) se desarrolló mediante la compra de títulos de deuda pública y valores cuyo colateral es una hipoteca.

3 - La tasa de desempleo pasó de 10% en octubre de 2009 a 7,3% en octubre de 2013.

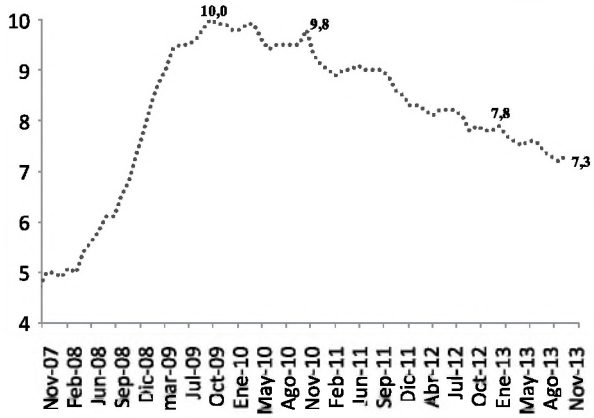
4 - En el entorno financiero se define así al retiro progresivo de los estímulos monetarios.

Gráfico 2. Nuevas unidades de vivienda creadas. EE.UU.



Fuente: U.S. Department of Commerce: Census Bureau

Gráfico 3. Evolución de la tasa de desempleo. EE.UU.



Fuente: U.S. Department of Labor: Bureau of Labor Statistics

Consecuencias para Colombia

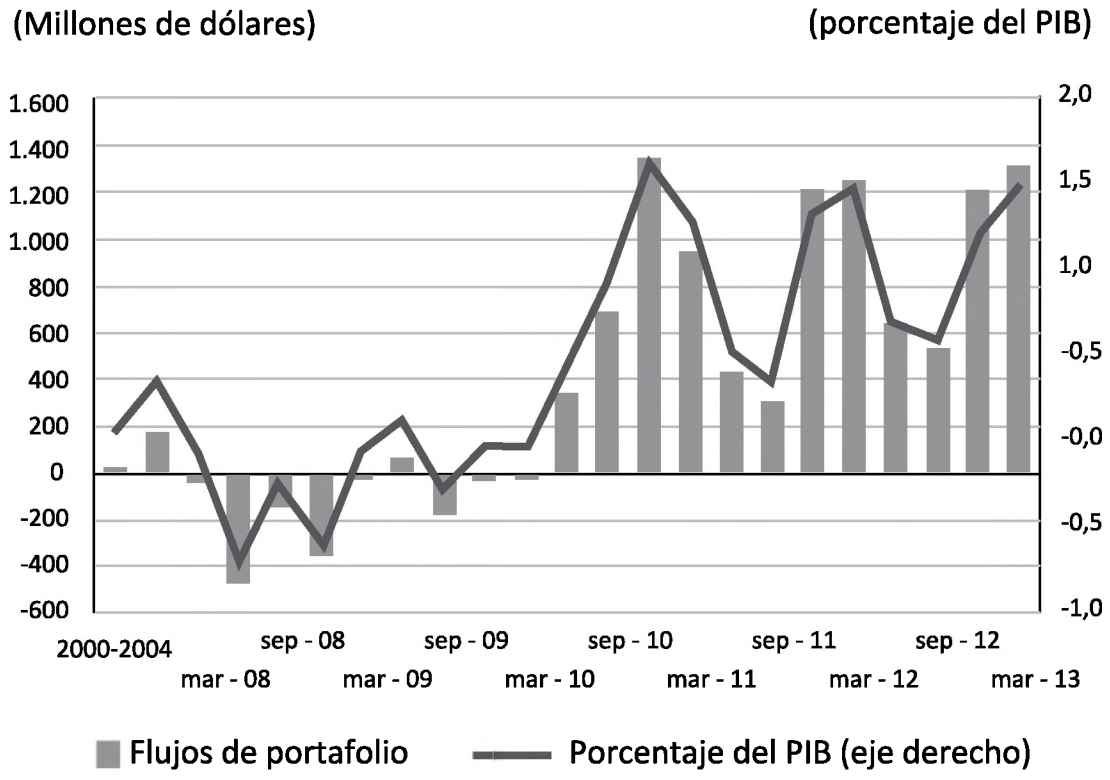
Colombia, como la mayoría de las economías emergentes, ha sido receptora de flujos externos que, en el caso de las inversiones de portafolio, han dinamizado los mercados de renta fija y variable, presionando al alza el precio de estos instrumentos. Como lo señala un reciente reporte del Banco de la República «…dichos flujos pasaron de ser insignificantes o negativos antes de 2010, a magnitudes trimestrales que superaron, en algunas ocasiones, el 1,5% del PIB», como se presenta en el gráfico 4. Esta circunstancia podría generar expansiones repentinas del crédito y burbujas en el precio de los activos [Lozano et al. (2013)].

Ya para el período comprendido entre los meses de mayo y junio, como respuesta a los anuncios de normalización monetaria de la Reserva Federal, el sistema financiero colombiano registró pérdidas en sus balances que ascendieron a 11 billones de pesos, según estimaciones de Asobancaria (2013), dentro de las que los fondos de pensiones, los bancos, las fiduciarias y las aseguradoras, al tener una concentración importante de títulos de renta fija y acciones, sintieron el «estornudo» internacional.

Bajo esta coyuntura, en septiembre de este año la revista The Economist y la consultora Wells Fargo (2013) concluyeron, basados en el elevado déficit de cuenta corriente, el nivel de apertura financiera, el crecimiento del crédito, la depreciación del tipo de cambio y el bajo nivel de las reservas internacionales, que Colombia es un país vulnerable a choques externos derivados de alteraciones súbitas de los flujos de capitales, es decir, de cara al inicio del tapering en algún momento próximo. The Economist elaboró un listado de 26 países y nos ubicó como la quinta economía más vulnerable a paradas súbitas, por debajo de Turquía, Rumania, Polonia y México, mientras que el estudio de Wells Fargo situó a Colombia como el país más frágil en una muestra de 29 economías en desarrollo.

Algunos analistas del mercado colombiano han planteado escenarios menos sombríos en torno a esta problemática. Para Juana Téllez, del BBVA, se debe ver más allá de los indicadores parciales y observar variables fundamentales que permitan predecir de mejor manera la respuesta del país ante eventuales choques. Dentro de las limitaciones de estos trabajos «señala Téllez» no

Gráfico 4. Inversión extranjera de portafolio en Colombia



Tomado de BR (2003)

se tuvo en cuenta lo siguiente: 1) el déficit en cuenta corriente está explicado por aumentos en la inversión y no en el consumo, 2) la financiación de la cuenta corriente está basada en flujos de inversión extranjera directa, 3) además, el Banco de la República ha aumentado considerablemente el nivel de reservas internacionales, llegando actualmente «con costos importantes para el estado de resultados del Emisor[5]» a un nivel de USD 43000 millones (15% más respecto al cierre de 2012); 4) igualmente, el país cuenta con un colchón adicional, producto de la línea de crédito cautelar con el FMI, de USD 5840 millones.

Referencias Bibliográficas

5 - Al respecto, ANIF (2013) destaca el costo cuasi fiscal de las intervenciones del Emisor en el mercado cambiario, las cuales generarán en el 2013 pérdidas de $1.6 billones, de las cuales $400000 los pondría el Banco y 1.2 billones saldrían de las finanzas públicas, es decir aumentarían el déficit consolidado público.

A modo de conclusión

Los próximos meses generan un reto para administradores de portafolios en el mundo, debido a una previsible y cuantiosa salida de capitales, aumentos de los costos de financiamiento externo y caída en los precios de las materias primas. Así mismo, en el 2014 un número importante de bancos centrales probablemente aumentarán las tasas de intervención, a pesar de que nos hallamos en un entorno de bajas tasas de inflación.

Por razones como estas, el reto de Colombia en el 2014 y en los próximos años será promover políticas que impulsen la competitividad del país y lo hagan menos dependiente de los flujos de capital externo.

» En el 2014 un número importante de bancos centrales probablemente aumentarán las tasas de intervención, a pesar de que nos hallamos en un entorno de bajas tasas de inflación.

Bibliografía

ANIF. Intervenciones cambiarias y costo cuasi-fiscal. Informe semanal. No. 1197. 2013

ASOBANCARIA. La crisis de los TES y las implicaciones de la normalización monetaria en Estados Unidos. Semana Económica. No. 905, 2013.

BANCO DE LA REPÚBLICA (BR). Posibles implicaciones de la normalización de la política monetaria de los Estados Unidos sobre las economías emergentes. Reportes del Emisor, número 173, octubre, 2013.

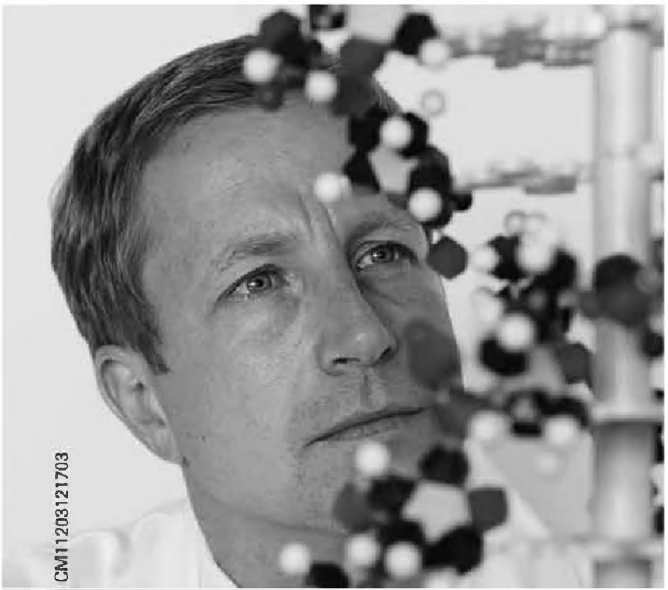
LOZANO, I.; MELO, L.; RAMOS, J. «Flujos de capital y política fiscal en las economías emergentes de América Latina. » En Rincón, H.; Velasco, A. (Eds.) Flujos de capitales, choques externos y respuestas de política en países emergentes. Banco de la República, p. 533-600, 2013.

TORO, «Flujos de capitales, la crisis financiera internacional y los desbalances macroeconómicos». En Rincón, H.; Velasco, A. (Eds.), Op. cit. p. 1-51, 2013.

WELLS FARGO. Developing economies and crisis vulnerability. Special Commentary. October 30, 2013.

Roche

Innovación para la salud



CM11203121703

Somos líderes en innovación científica

Por más de 50 años, en Colombia hemos beneficiado a miles de pacientes que han sido tratados con nuestros medicamentos innovadores, mejorando sustancialmente su calidad de vida.

Nuestra inversión en Investigación y Desarrollo nos permite entregar soluciones terapéuticas seguras y efectivas para el tratamiento de diversas enfermedades.

Roche es líder en Biotecnología y Medicina Personalizada.