

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración
de Alejandro González y Alejandro Vera



MAYO 25 DE 2011

EDICIÓN 52

ACTIVOS FINANCIEROS Y CICLO MUNDIAL

La crisis financiera internacional del período 2007-2009 ha derivado en una fuerte reestructuración de los portafolios financieros a nivel global. Esto implica no sólo el cambio de propiedad de múltiples activos hipotecarios y sus reestructuraciones en valor, sino también drásticos ajustes en las trayectorias de emisión de bonos públicos y privados. En un escenario pesimista, podríamos estar inclusive ante el advenimiento de recortes en el valor de la deuda pública de países como Grecia, Irlanda o Portugal.

A lo anterior se ha sumado recientemente la crisis política del mundo árabe (Túnez, Egipto y Libia, entre otros) y desastres naturales de gran envergadura. Esto último incluye el tsunami de Japón y la gran oleada de tornados en Estados Unidos, con mayor impacto que en el pasado.

En esta edición de Enfoque analizaremos cómo la dinámica de los mercados financieros sigue de cerca estos eventos extraordinarios, generándose un ciclo de activos financieros. Sus determinantes vienen dados por la evolución de la inflación, las tasas de interés, las tasas de cambio y, en general, el impacto que estas variables macroeconómicas generan sobre la demanda agregada. ¿Por qué salir de las monedas aparentemente débiles, como el dólar, y pensar en refugiarse en el yuan de China o en los metales preciosos como el oro y la plata? ¿Hacia dónde van los

índices de renta variable en el mundo emergente frente a los del mundo desarrollado?

El ciclo del mercado hipotecario

A pesar de haber transcurrido más de tres años desde el estallido de la crisis hipotecaria en agosto de 2007, los precios de vivienda en Estados Unidos no dan muestras claras de recuperación. Tras haber mostrado repuntes en el segundo semestre de 2010, el índice de precios de la vivienda Case-Shiller registró nuevas caídas en los inicios de 2011: -2.6% anual a nivel de las 10 principales ciudades y del -3.3% para las 20 principales (ver gráfico 1).

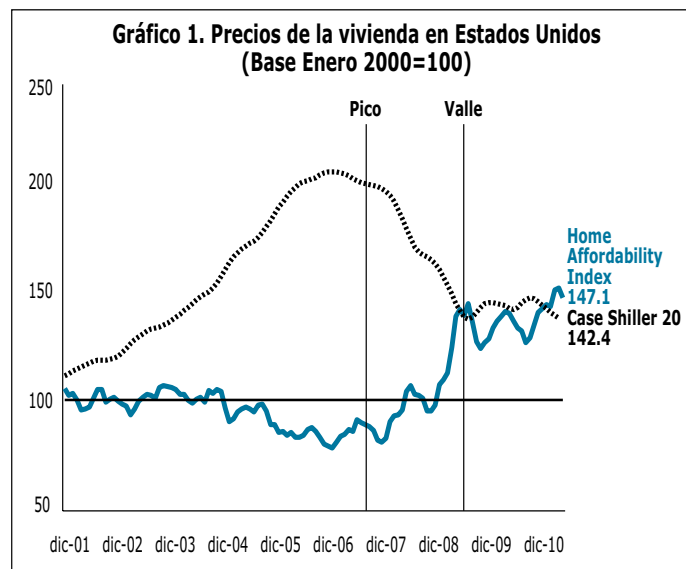
En este caso, la señal es doblemente perversa sobre la actividad económica de

Estados Unidos. De una parte, ello dispara nuevos casos de "daciones en pago" (por desvalorización de los inmuebles) y, de otra parte, frenará la construcción de nuevos proyectos de vivienda. Su espiral de malas noticias ya se refleja en nuevos incrementos del desempleo abierto (elevándose nuevamente hacia el 9% frente al 8.8% anterior) y en revisiones a la baja en los pronósticos de crecimiento (del 3.3% al 3% en las cifras oficiales de la Fed y hasta niveles del 2.5% en el caso de los pronósticos del sector privado para 2011).

De hecho, las daciones en pago (foreclosures) han seguido en aumento, afectando a casi 4 millones de hogares y representando casi el 5% del crédito hipotecario, a pesar de los paquetes de ayuda y el mantenimiento de tasas de interés reales negativas por parte la Reserva Federal (Fed). El riesgo latente es que dichas daciones en pago se puedan llegar a acelerar también a nivel de las propiedades comerciales.

La renta variable y fija

En contraste, los índices accionarios (renta variable) han repuntado, después de haber perdido casi un 30%-40% de su valor durante 2008. Durante el período 2010-2011 (hasta principios de mayo), el S&P 500 ha ganado un 6.6% y el Nasdaq otro 6.6% (ver gráfico 2). Éste es un resultado directo del mejor desempeño que están teniendo las firmas en Estados Unidos, tanto en el sector financiero como en el sector real (especialmente



Fuentes: Standard & Poor's, National Association of Realtors y cálculos Anif.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



MAYO 25 DE 2011

PÁGINA 2

las fábricas de automóviles). Nótese, por ejemplo, que la Razón Precio/Ganancia se ha elevado a niveles del 13.5, no muy lejos de su promedio histórico del 17.

No obstante, también ha ayudado el hecho de mantener tasas de interés bajas (negativas en términos reales), lo cual ha afectado los portafolios de renta fija. A su vez, las inyecciones de liquidez ("expansiones cuantitativas") también han provocado reducciones en las tasas de los títulos del Tesoro americano, a pesar de los mayores riesgos fiscales.

Por ejemplo, mientras que en octubre de 2008 la tasa del título del Tesoro americano de referencia alcanzó más del 4%, temporalmente descendió al 2%, por un efecto de *flight to quality*. Sin embargo, los riesgos fiscales han llevado dichos bonos nuevamente a niveles del 3.2%.

En general, los bonos de deuda pública han estado expuestos a gran volatilidad, por cuenta de los mayores déficits e incrementos en la deuda. Las calificadoras de riesgo ya han castigado las deudas de los llamados PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España) y, más recientemente, han colocado la deuda de Estados Unidos en perspectiva negativa. Esto último podría afectar pronto la valoración y comportamiento de la deuda norteamericana ante la falta de un plan claro y concreto para frenar sus incrementos de deuda, que actualmente bordean el 95% del PIB.

Comportamiento del precio de los *commodities*

Finalmente, se han generado presiones de costos por cuenta del auge de los precios

de los *commodities*. Aquí se combinan dos factores: i) creciente demanda por parte del mundo emergente (especialmente China e India); y ii) alteraciones climáticas que han dañado numerosas cosechas, tanto en China como en Argentina. En el caso del conflicto social del Medio Oriente, tenemos un impacto directo sobre el precio del petróleo, elevándose ahora a la franja US\$110-120/barril frente a los US\$90 que se esperaba antes de dicha turbulencia política.

También se han visto afectados los precios del algodón, duplicándose respecto del período 2007-2008. Las sequías en Rusia y China llevaron el precio del trigo a niveles de US\$850 por contrato frente a los US\$460 de 2010. Asimismo, la cosecha de arroz se ha visto afectada por las inundaciones en Australia y Tailandia y por problemas fitosanitarios en Indonesia. Por estas razones, el precio del arroz se elevó de US\$10 por contrato a US\$16 a lo largo de 2010. Finalmente, el precio del maíz se elevó de US\$330 por contrato a US\$700.

Debido a la fuerte expansión monetaria en Estados Unidos, el dólar se ha debilitado frente al euro y el yen. Esto ha causado desconfianza frente al dólar y numerosos inversionistas han buscado refugio en el oro, la plata y el platino, registrando fuertes valorizaciones estos metales preciosos. Por ejemplo, el precio del oro ya superó los US\$1.400 por onza troy después de estar en US\$760 en septiembre de 2008, momento de la caída de Lehman Brothers. El caso de la plata es más dramático, debido a que su oferta es relativamente inelástica. Mientras que la onza troy de plata se cotizaba en US\$18 en agosto de 2010, para marzo de 2011 ya estaba en US\$36. Todos estos movimientos nos hablan de importantes ajustes en el ciclo macroeconómico, en parte producidos por la fase poscrisis y, en parte, por las crisis políticas y los fenómenos climáticos.

Nótese cómo el instrumento de la política monetaria ha ayudado a dar soporte a la demanda agregada, a evitar mayores contracciones del Producto y a contener la propia deflación. Sin embargo, ello también ha provocado ajustes importantes en las monedas, los *commodities* y los portafolios financieros. El período 2010-2012 entraña nuevos ajustes en la política monetaria para enfrentar los rebrotes inflacionarios (ahora a niveles del 2.7% anual, tanto en Estados Unidos como en la zona euro). De hecho, el Banco Central Europeo ya elevó su tasa al 1.25% y, por el momento, ha hecho una pausa, pero se cree que necesitará llevarla al 1.75% antes de finalizar 2011 para contener las presiones de inflación. No sorprendería entonces que la Fed deba



Fuente: cálculos Anif con base en Federación de Bolsas y BVC.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



MAYO 25 DE 2011

PÁGINA 3

adoptar ese mismo expediente antes de finalizar el año en curso. Con ello se estaría generando el inicio de un nuevo ciclo de ajustes en los portafolios internacionales, bajo la llamada “normalización monetaria” del mundo desarrollado, fenómeno que ya ha venido ocurriendo en América Latina desde los inicios de este 2011.

Conclusiones

Hemos visto cómo la crisis financiera internacional produjo un profundo ciclo económico, con alteraciones importantes en los portafolios financieros. La caída de los precios de la vivienda generó la peor crisis hipotecaria desde la Gran Depresión de los años treinta. Este ajuste, sorprendentemente, aún no termina, pues vimos cómo los precios de las viviendas continuaban descendiendo a ritmos del 3% anual en Estados Unidos. Ello ha tenido efectos negativos sobre la construcción, el crecimiento y el empleo, aun tres años después del estallido de dicha crisis.

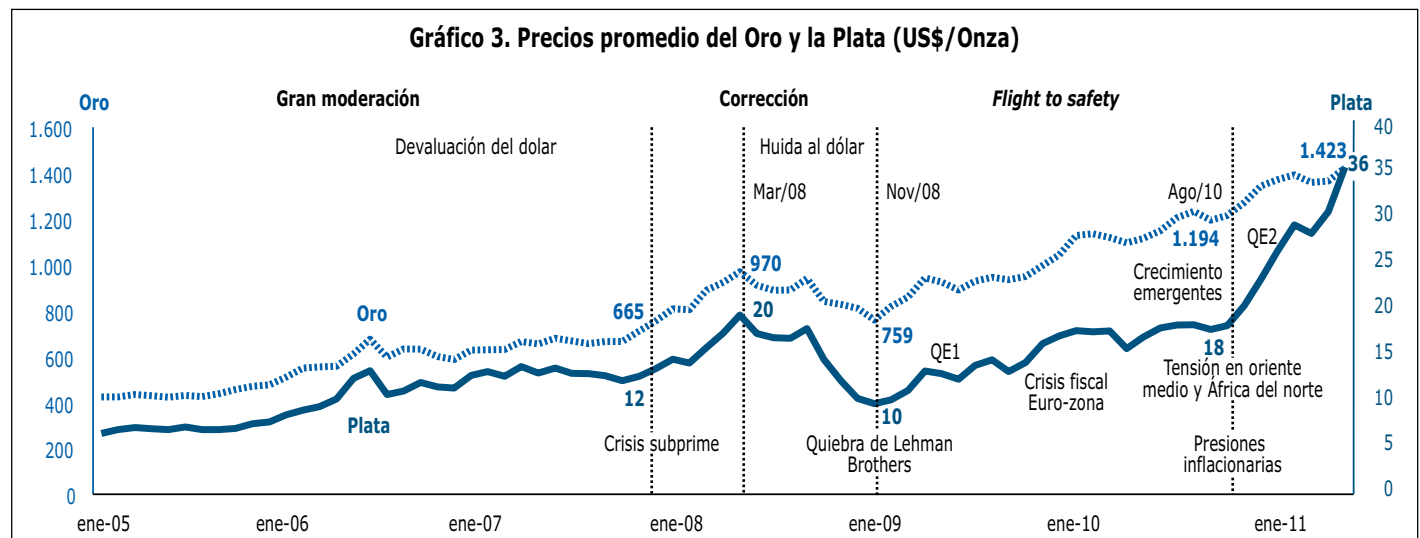
El segundo elemento que analizamos tuvo que ver con los efectos de una política monetaria expansiva, causando debilidad del dólar y fortalecimiento de euro y el yen, en realidad sin mucho sustento económico, pues la zona euro y Japón también están en serias dificultades financieras y fiscales. Otra porción del mercado tomó refugio en los *commodities*, especialmente en el petróleo y en los metales preciosos. Por último, vimos que este ciclo se ha visto agravado por los conflictos sociales del Medio Oriente y por los daños climáticos.

Dado el inevitable resurgimiento de la inflación, ahora el mundo se alista para un nuevo ciclo de ajuste en los portafolios durante 2011-2012, producto de menores estímulos monetarios. La teoría insinuaría revitalizaciones de la renta fija, pero ésta se está topando con serias dificultades por cuenta de los graves riesgos fiscales que afectan todo el mercado de la deuda soberana, ya no simplemente el de los países emergentes, sino principalmente el del mundo desarrollado. Allí

se discute actualmente sobre mecanismos “amigables” de reestructuración de la deuda para países como Grecia, Irlanda y Portugal. Ello seguramente tomará la forma de una especie de bonos Brady (reduciendo el principal, las tasas y extendiendo los plazos), tal como se tuvo que hacer para la deuda de América Latina tras el fallido esquema de simple ampliación de los horizontes de vencimiento bajo el esquema Baker de los años ochenta.

Todo ello tendrá un impacto importante en las economías emergentes, en la medida en que los flujos de capital derivarán en mayores apreciaciones y en pérdida de competitividad. En ese sentido, dado el otorgamiento del grado de inversión para Colombia por parte de S&P, la llegada de capitales *offshore* podría generar una mayor revaluación con los efectos negativos sobre los sectores transables y el empleo local. Finalmente, el aumento de los precios de los *commodities* eleva los riesgos de un aumento de la inflación por presiones de costos.

Gráfico 3. Precios promedio del Oro y la Plata (US\$/Onza)



Fuente: cálculos Anif con base en Federación de Bolsas y BVC.

Escríbanos sus comentarios a: vduran@deceval.com.co o avera@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.