

Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La información de actividad real disponible todavía no demuestra una recuperación económica robusta, si bien con la gradual reapertura en muchos países se estima que lo peor ya habría pasado. No obstante, los temores asociados a un rebrote del COVID-19, así como la elevada incertidumbre que aún persiste, limitan la capacidad de realizar un diagnóstico razonable sobre la velocidad, forma y duración del proceso de recuperación económica global.*
- *En este entorno, el Fondo Monetario Internacional redujo drásticamente las proyecciones económicas de PIB real para 2020, ratificando que la crisis suscitada por la pandemia se encamina a convertirse en la peor recesión económica desde la Gran Depresión. Si bien la recuperación iniciaría a partir de 2021, la normalidad del circuito económico tardaría al menos 2 años en alcanzarse. En ausencia de una solución médica contra el virus, dicho espacio temporal está sujeto a unos niveles de incertidumbre atípicamente altos que se han prestado para excesos especulativos.*
- *Las extraordinarias respuestas de política económica a nivel mundial, en especial desde el frente monetario, han ayudado a mantener unas condiciones financieras internacionales ampliamente holgadas. Sin embargo, los excesos especulativos han desencadenado una notable desconexión entre los mercados financieros y el sector real (mercados de factores, de bienes y servicios), así como unos crecientes riesgos de correcciones abruptas y elevada volatilidad en los precios de los activos. La materialización de estos riesgos afectaría seriamente las condiciones financieras y los flujos de crédito al sector real, pronunciando por esta vía la recesión y haciéndola más duradera en el tiempo.*

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 9984

Camilo Rincón V.
Profesional Universitario
camilo.rincon@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 6771

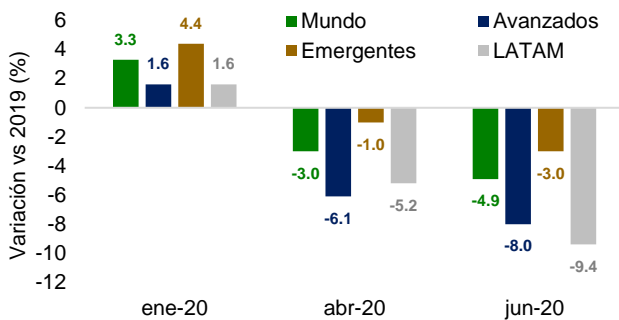
Nestor A. Gamez
Profesional Universitario
nestor.gamez@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 6835

Laura V. Herrera
Practicante
laura.herrera@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 6771

Una desconexión preocupante

En días recientes, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó su actualización de proyecciones económicas mundiales para 2020 y, tal como se esperaba, la contracción del producto que ahora se estima, como consecuencia de la pandemia del COVID-19, es más severa frente a las previsiones iniciales (ver “El Gran Confinamiento” en [Informe Mensual de Coyuntura Económica – Abril 29 de 2020](#)). En efecto, la caída del PIB real se prevé ahora de 4.9%, lo que representa una revisión de -1.9 puntos porcentuales (p.p.) frente a las estimaciones hechas en el reporte de perspectivas económicas del pasado mes de abril (Gráfico 1). Por grandes segmentos de economías, ahora el FMI anticipa una contracción del producto de 8% y 3% para las economías de países avanzados y de mercados emergentes, respectivamente, lo que en ambos casos mantiene la perspectiva original de ser la peor recesión desde la Gran Depresión de los años 30 del siglo pasado.

Gráfico 1. Evolución de las previsiones económicas 2020

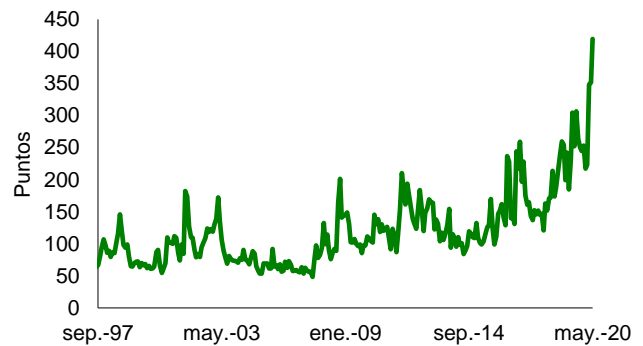


Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Muchas economías en Asia y Europa han comenzado a reactivarse gradualmente, en medio de estrictos protocolos de bioseguridad que mantienen la nueva realidad lejos de la normalidad que se tenía hasta antes de este choque. En otros países, especialmente en el continente americano donde el virus llegó tiempo después, las medidas de contención que han ayudado a salvar vidas se mantienen a la fecha y en la mayoría de los casos se han extendido más allá de lo previsto inicialmente. Como resultado, la reapertura de estas economías ha sido más lenta y en consecuencia la

magnitud del choque ahora se calcula incluso más fuerte que en aquellos países que recibieron los primeros embates de la pandemia en 1T20. Un buen ejemplo de ello es la región de LATAM, hoy por hoy declarada por la Organización Mundial de la Salud (OMS) el nuevo epicentro del COVID-19 en el mundo. El FMI espera una contracción del producto para LATAM de 9.4%, lo que además de representar un fuerte ajuste de -4.2 p.p. frente al pronóstico preliminar de abril, la sitúa como la economía que más resultaría afectada por la pandemia en 2020 (Gráfico 1).

Gráfico 2. Incertidumbre política y económica mundial



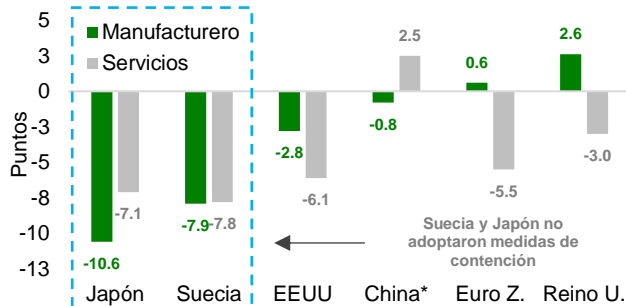
Fuente: Haver Analytics. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El proceso de recuperación económica iniciaría, en principio, a partir de 2021. El FMI pronostica un crecimiento del PIB real global de 5.4% para ese año, pero advierte que dicha “recuperación” será parcial, pues las pérdidas acumuladas en el bienio 2020-2021 se estiman en más de 12.5 billones de dólares, es decir, cerca de un 9% del PIB de 2019. Más aún, anticipar el año en el cual se recuperará el nivel de producción inicial antes de este choque (PIB real de 2019) resulta ser una tarea muy difícil, pues la velocidad del proceso de recuperación, su forma y su duración en el tiempo (este último quizás el aspecto más importante) siguen siendo altamente inciertas, con riesgos además de rebrotes del virus que podrían lastrar el proceso de recuperación.

Es bien sabido que la incertidumbre, a diferencia de la cuantificación del riesgo, no se puede medir con distribuciones de probabilidad conocidas, pues en esencia lo incierto, por definición, refiere eventos no conocidos e impredecibles. Sin embargo, cualitativamente sí es posible construir algunas

métricas sobre los niveles de incertidumbre. En este sentido, el índice de incertidumbre política global que calcula *Haver Analytics* (GPU, por sus siglas en inglés) da una idea del terreno desconocido en el que la economía mundial está navegando, pues sus niveles actuales se sitúan en máximos históricos desde que se tiene registros del indicador (Gráfico 2).

Gráfico 3. Cambio año corrido del PMI en grandes economías



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Datos disponibles a corte de mayo de 2020.

En ausencia de una vacuna o solución médica a la vista, y en el entendido de que el mundo entero está navegando en aguas desconocidas, realizar diagnósticos sobre el futuro en función de la especulación resulta inapropiado y peligroso. Un ejemplo de ello es la creencia infundada de que las cuarentenas y las medidas de contención sólo han servido para ahogar las economías, y que eliminarlas rápidamente impulsará la actividad económica. Países como Japón y Suecia, que no promovieron un confinamiento estricto para combatir la pandemia, desde este punto de vista deberían tener unos indicadores económicos mejores que los del resto de países que sí adoptaron medidas de contención.

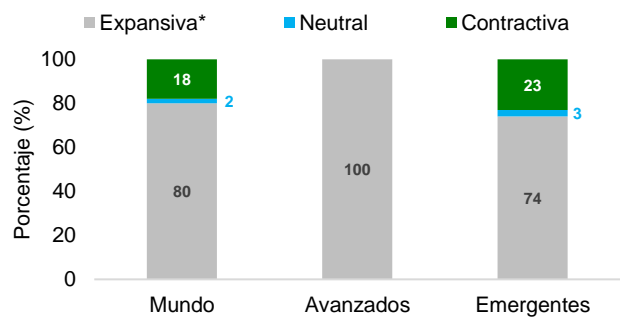
Sin embargo, a la luz de la escasa evidencia empírica, esta hipótesis parece quedar desvirtuada. En efecto, indicadores adelantados de actividad real, como es el caso del PMI que elabora la firma Markit, muestran con contundencia que los efectos de la pandemia en Japón y Suecia no sólo fueron de una intensidad tan fuerte como en la de países que sí se acogieron a cuarentenas, sino que adicionalmente la duración del golpe está siendo mayor, pues pasado todo el primer semestre de 2020 los niveles actuales de los índices en esos países no han levantado cabeza y, de hecho,

han perdido mucho terreno frente a la recuperación parcial que sí muestran los indicadores de otras economías como la de EEUU, China, la Eurozona y el Reino Unido (Gráfico 3).

Mercados financieros vs economía real

La respuesta de política económica para combatir la crisis ha sido extraordinaria y ultra expansiva en todo el mundo. En el flanco monetario, más de un 80% de los bancos centrales recortaron los tipos de referencia en al menos 50 pbs y apretaron el pedal de las inyecciones de liquidez para ampliar la base monetaria (Gráfico 4). La respuesta en los países avanzados ha sido incluso más agresiva, pues el 100% de sus bancos centrales adoptaron medidas de política no convencionales como compras masivas de activos financieros (bonos soberanos, deuda privada, acciones, títulos respaldados por hipotecas, otros papeles comerciales, etc.), líneas de FX swaps en dólares, y otras facilidades de crédito y liquidez directa al sector corporativo, al mismo tiempo que han llevado (otra vez) los tipos de interés a mínimos históricos de 0%.

Gráfico 4. Dirección de la respuesta de política monetaria

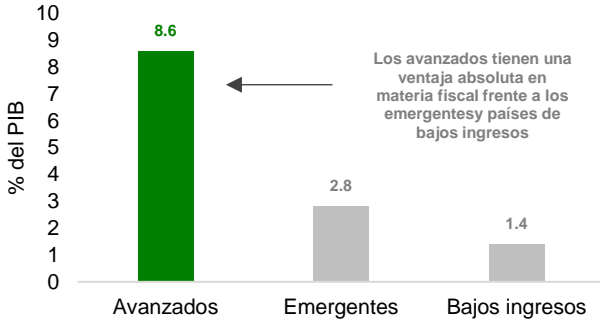


Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Compras de activos y recortes de al menos 50 pbs en los tipos.

En el plano fiscal, la respuesta no ha sido menor. El gasto de los gobiernos direccionado a menesteres sanitarios, alivios tributarios, subsidios a la nómina y al desempleo, así como otros incentivos a la inversión productiva, han sido de al menos 5% del PIB. Naturalmente, el margen de maniobra fiscal de las economías avanzadas es elevado, y según los cálculos del FMI, dicho gasto asciende al menos a un 9% del PIB (Gráfico 5). Los países emergentes y de

bajos ingresos, en contraste, tienen menos espacio para flexibilizar la política fiscal, pues el costo de fondeo allí es más elevado y las opciones de financiamiento para aumentar el gasto son limitadas.

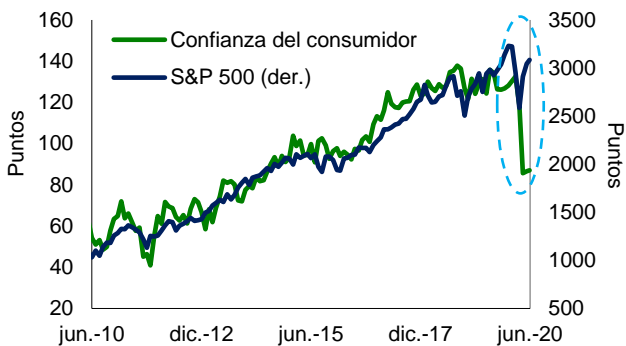
Gráfico 5. Gastos fiscales direccionados a atender la crisis*



Fuente: FMI. *Incluye menesteres sanitarios, préstamos garantizados, alivios tributarios a PYMES, subsidios a nómina y desempleo, etc.

Sin embargo, estos estímulos atípicamente ultra expansivos, contrario a los objetivos de política económica, podrían estar desencadenando una serie de riesgos sistémicos no despreciables que atentarían contra el proceso de recuperación económica mundial y su sostenibilidad en el tiempo. El más preocupante de todos ellos tiene que ver con la creciente desconexión entre los mercados financieros y el sector real.

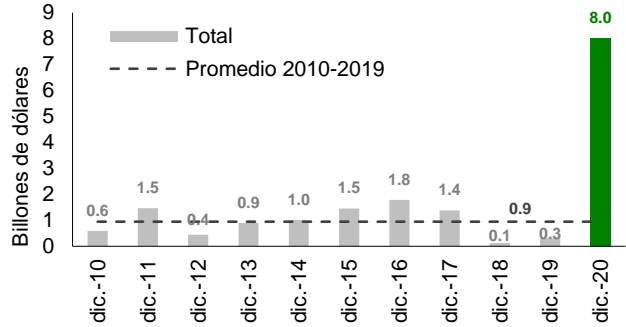
Gráfico 6. Activos cíclicos vs fundamentales macro en EEUU



Una buena forma de ilustrar lo anterior es a través de las rupturas que se están observando en las relaciones de variables financieras sensibles al ciclo económico, como los precios de los títulos de renta variable (activos cíclicos), y ciertas variables macroeconómicas como la confianza de los

consumidores, cuyos índices son excelentes predictores de la actividad real futura. En EEUU, por ejemplo, la relación entre el S&P 500 y el índice de confianza del consumidor del Conference Board, que hasta el año 2019 era económica y estadísticamente muy fuerte (un grado de asociación lineal cercano al 90%), se ha roto por completo en 2020 e incluso su signo se ha tornado negativo (Gráfico 6).

Gráfico 7. Flujo de liquidez inyectado por bancos centrales*



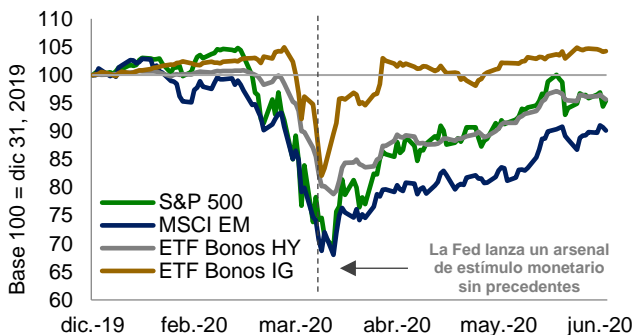
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Variación anual del balance de activos de la Fed, el BCE y el BoJ.

¿Por qué está ocurriendo esto? Buena parte de la responsabilidad reposa en la estrategia de los principales bancos centrales del mundo de ampliar indefinidamente la base monetaria. Durante los primeros 5 meses de 2020, entre la Reserva Federal, el Banco Central de Japón y el Banco Central Europeo, han inyectado al menos 4 billones de dólares a la economía mundial. Al ritmo actual, la inyección neta de liquidez en todo 2020 podría ser de hasta 8 billones de dólares. Al contrastarse esta previsión con el billón de dólares que en promedio inyectaron por año los mismos bancos centrales a la economía mundial entre 2010 y 2019 (Gráfico 7), la provisión de liquidez que se espera para este año resulta descomunal.

Esta postura monetaria ha logrado relajar las condiciones financieras de los mercados y reactivar la demanda especulativa (apetito por riesgo) de los inversionistas, aunque a una velocidad alarmante. Como consecuencia, muchos activos de riesgo han evidenciado un rebote vertiginoso en sus precios, incluidos otros activos como los bonos sin grado de inversión o de alto rendimiento (HY, por sus siglas en inglés), que por definición son los más expuestos a

episodios de volatilidad-riesgo y no deberían replicar el comportamiento bien fundamentado de los títulos de renta fija con grado de inversión (IG, por sus siglas en inglés). A la fecha, muchos de esos activos de mayor riesgo implícito han borrado prácticamente las pérdidas generadas en marzo, cuando los primeros efectos de la pandemia causaron estragos en los precios de los activos financieros y generaron fuertes desvalorizaciones (Gráfico 8).

Gráfico 8. Índices de renta variable y renta fija en 2020



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Allí también cabe mencionar el comportamiento de los índices de acciones tecnológicas como el NASDAQ en EEUU, que han alcanzado máximos históricos en plena pandemia y registran valorizaciones año corrido de más de un 11%. Especies como las de Amazon, Apple, Microsoft, Netflix, etc., se han valorizado en 2020 más de un 25%, apoyadas en parte por la mayor demanda subyacente de productos y/o servicios TIC que ha generado el cambio en muchos hábitos de gasto de los hogares y las empresas, pero que no dejan de estar contagiadas por el exagerado motivo especulación que ha producido las condiciones de extrema liquidez internacionales.

Preocupa que esta desconexión de los mercados con la economía real desemboque en un estrés financiero no despreciable. Aceptando que algo de los hechos estilizados que funcionaban hasta antes de esta crisis todavía tengan vigencia, es más probable que los mercados financieros corrijan y se ajusten al ciclo, frente a la posibilidad de que la economía repunte como el mercado lo está anticipando. De ser así, este ajuste de los mercados podría afectar dramáticamente las condiciones financieras internacionales y, por esta

vía, restringir los flujos de crédito al sector real, pronunciando así la recesión y haciéndola más duradera en el tiempo.

En este entorno, los mercados emergentes exhiben unos riesgos más altos debido a una serie de vulnerabilidades preexistentes y estructurales. A saber: i) el incremento del gasto fiscal para enfrentar la crisis ha suscitado en muchos de estos países una ampliación significativa del déficit primario de los gobiernos centrales, lo que supone una fuerte presión sobre los niveles de endeudamiento y un deterioro sobre su perfil crediticio; y ii) las medidas de política monetaria ultra expansivas no son apropiadas en estas economías, pues la naturaleza de contar con monedas en curso legal que no son de reserva, al mismo tiempo que recortes excesivos en los tipos revierten el atractivo de los flujos de capitales extranjeros, ponen aún mucha más presión sobre el servicio de la deuda requerida para financiar el gasto de la crisis.

AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources, and has been prepared by the members of Economic Research area of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
