



REPORTE DE HACIENDA

Ministerio de Hacienda
y Crédito Público

2018

Vulnerabilidad externa: de Wall Street a la Gran Muralla

- Sara María Ramírez
- Cristhian Fabián Osorio
- Juan Camilo Santaella
- María Andrea Figueroa
- Néstor Javier Guerra

El año 2018 estuvo caracterizado por un panorama de vulnerabilidad externa que tuvo sus orígenes en la guerra comercial entre EE.UU. y China. En este reporte, se lleva a cabo un análisis detallado de los principales factores que desataron estas situaciones de alerta en las economías de Turquía, Argentina, Sudáfrica, Italia, y, por último, EE.UU. y China, con un enfoque especial sobre las perspectivas económicas de 2019.



MINHACIENDA



Vulnerabilidad externa: De Wall Street a la Gran Muralla

Sara María Ramírez*

Cristhian Fabián Osorio**

Juan Camilo Santaella***

María Andrea Figueroa****

Néstor Javier Guerra*****

Resumen

El año 2018 estuvo caracterizado por un panorama de vulnerabilidad externa que tuvo sus orígenes en la guerra comercial entre EE.UU. y China. Adicionalmente, otros factores tales como la normalización de la política monetaria en Europa, el enfriamiento económico chino y los estímulos monetarios y fiscales estadounidenses, también han opacado las perspectivas de crecimiento a futuro. Sumado a lo anterior, en el transcurso del año acontecieron eventos aislados en diferentes economías, que intensificaron la incertidumbre global y las perspectivas pesimistas de crecimiento económico en el corto plazo: Turquía, Argentina, Sudáfrica, Italia, Estados Unidos y China. A raíz de esta coyuntura global, los indicadores económicos de los países emergentes han respondido con un desempeño más débil en diferentes frentes. En este reporte, se lleva a cabo un análisis detallado de los principales factores que desataron estas situaciones de alerta en las economías previamente mencionadas, empezando por Turquía, luego Argentina, Sudáfrica, Italia, y, por último, EE.UU. y China, con un enfoque especial sobre las perspectivas económicas de 2019.

El contenido de esta nota corresponde a la visión y opinión exclusiva de los autores y no del Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Correos de contacto:

*sara.ramirez@minhacienda.gov.co | **cristhian.osorio@minhacienda.gov.co |
juan.santaella@minhacienda.gov.co | *ma.figueroa10@uniandes.edu.co |
*****njguerram@unal.edu.co

Agradecemos la contribución de Óscar Valencia, Juan Pablo Celis, Steven Zapata y María Camila Orbegozo en la elaboración de este reporte.



Emergentes contra la pared

El año 2018 estuvo caracterizado por un panorama de vulnerabilidad externa que tuvo sus orígenes en la guerra comercial entre EE.UU. y China. La administración de EE.UU. ha mostrado intenciones de modificar las condiciones de sus relaciones comerciales con otros países a través de la adopción de medidas más proteccionistas, entre los que se incluyen, además de China, México, Canadá y la Unión Europea. La principal motivación detrás de estas modificaciones se deriva de los altos niveles de déficit que EE.UU. sostiene con muchos de estos países, especialmente con China. Según las estimaciones, para el cierre del 2018 este déficit podría incrementar en 9% respecto al año 2017, continuando con la tendencia creciente que ha exhibido desde el 2001 cuando China se unió a la Organización Mundial del Comercio (OMC). En línea con lo anterior, los países europeos, además de México y Canadá, se han visto amenazados varias veces por parte de EE.UU. con posibles aranceles (especialmente sobre automóviles en Europa) que pondrían en jaque el comportamiento del comercio internacional como se conoce.

La guerra comercial entre EE.UU. y China comenzó oficialmente el 6 de julio cuando entraron en rigor aranceles estadounidenses de 25% sobre importaciones chinas por un valor estimado de 34.000 MUSD. Más allá de los conflictos por el déficit de balanza comercial, los desacuerdos también se evidencian en los sucesivos reclamos por parte de EE.UU. a China ante la OMC, por sus prácticas comerciales desleales relacionadas con transferencias tecnológicas, propiedad intelectual, innovación y subsidios industriales. En lo corrido del segundo semestre de 2018, ambas partes escalaron su tensión a nivel comercial imponiéndose aranceles bilaterales y amenazándose con más gravámenes a las importaciones que se materializarían de no llegar a un acuerdo.

Toda la tensión creada por este intercambio de amenazas comerciales ha generado preocupación por el posible origen de una guerra de divisas. Esta corresponde a un fenómeno comercial donde muchos países podrían, simultáneamente, devaluar su moneda para poder mantenerse competitivos en el mercado internacional. Ahora bien, una guerra de divisas puede tener efectos negativos en la economía de un país a largo plazo. La productividad puede verse afectada debido a los altos costos del capital y de la tecnología avanzada, pues se encarecen los productos importados. Además, la inflación puede crecer de manera acelerada y, por último, el mayor proteccionismo, reflejado en tarifas y barreras comerciales, desembocaría en un declive del libre comercio. En caso de desatarse una guerra de divisas, los países se verían forzados a competir mediante una moneda debilitada y, en consecuencia, habría incrementos en la inflación mundial, caídas en las tasas de inversión extranjera, debilitamiento del comercio mundial, entre otros efectos.



Este escenario sería perjudicial para la actividad económica de los países involucrados.

Adicionalmente, otros factores tales como la normalización de la política monetaria en Europa, el enfriamiento económico chino y los estímulos monetarios y fiscales estadounidenses, también han opacado las perspectivas de crecimiento a futuro. Sumado a lo anterior, en el transcurso del año acontecieron eventos aislados en diferentes economías, que intensificaron la incertidumbre global y las perspectivas pesimistas de crecimiento económico en el corto plazo. En primer lugar, la crisis turca que se desencadenó en la segunda semana de agosto, se caracterizó por un incremento significativo de la inflación, ampliación del déficit de cuenta corriente y la pérdida de independencia del Banco Central.

En segundo lugar, Argentina presentó una desaceleración en su economía en el segundo semestre del año, acompañada de aumentos significativos de la deuda bruta, consolidación de déficits gemelos –acumulación de déficit tanto en el frente fiscal como el corriente-, inflación 900pbs por encima del promedio de los últimos 5 años (31%), e incrementos de las tasas de interés a finales de agosto a un nivel del 60%. Sudáfrica, por su lado, también presentó déficits gemelos, entró en periodo de recesión económica y fue víctima de una salida masiva de capitales en agosto, superando la fuga de capitales de cualquier otra economía emergente en este periodo.

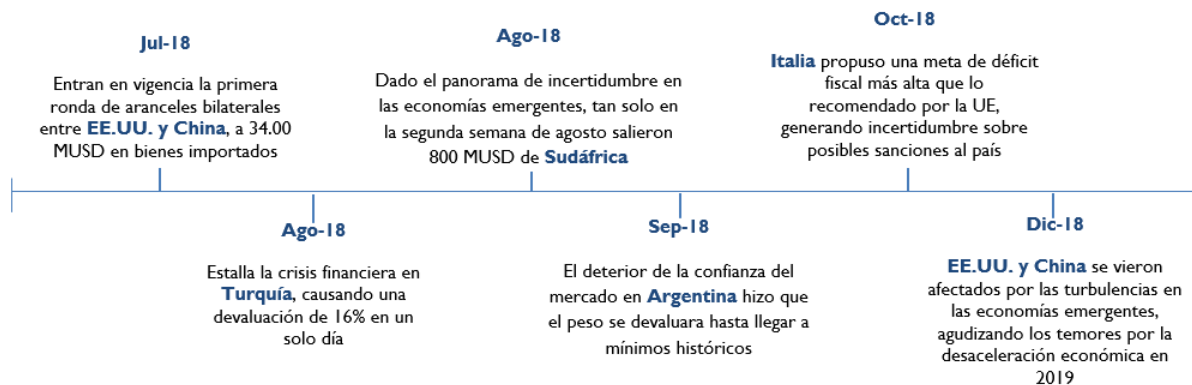
Otra economía avanzada que generó turbulencias en el mercado internacional fue Italia, al anunciar la intención de aumentar su déficit fiscal -propuesto por la nueva administración-, así como por sus niveles de deuda muy por encima de lo acordado por los países miembros de la Unión Europea en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico. Lo anterior generó un deterioro del euro frente al dólar entre septiembre y comienzos de diciembre, en medio de las discusiones entre el gobierno italiano y la Unión Europea para definir la meta de déficit del país en 2019. Por último, EE.UU. y China han mostrado señales de debilitamiento en su desempeño económico para el próximo año por la tensión comercial entre ambos países, que se intensificó tras la captura de la Vicepresidenta financiera de Huawei.

A raíz de esta coyuntura global, los indicadores económicos de los países emergentes han respondido reflejando un desempeño más débil en diferentes frentes. En primer lugar, el FMI revisó a la baja el crecimiento económico de la mayoría de países emergentes, entre ellos los países latinoamericanos y algunas economías en la región asiática. En segundo lugar, el panorama actual mundial supone una reconfiguración de los flujos de capital de los países emergentes, con altas tasas de rendimiento, pero mayor riesgo, hacia economías avanzadas con menor riesgo y posibles subidas de tasas que eliminarían el diferencial de rendimiento.



Por último, la incertidumbre frente al comportamiento de los precios de los *commodities* también agudiza el panorama de vulnerabilidad externa principalmente para las economías emergentes, altamente dependientes de los precios del petróleo.

Tras el breve recuento del origen y los motivos que dieron lugar a la Guerra Comercial entre EE.UU. y China, en este reporte se lleva a cabo un análisis detallado de los principales factores que desataron estas situaciones de alerta en las economías previamente mencionadas. El reporte hace un recuento en orden cronológico de las crisis puntuales que se dieron en estos países en el transcurso del año 2018, empezando por Turquía, luego Argentina, Sudáfrica e Italia. Si bien estos son hechos aislados que muestran cómo los riesgos externos se han materializado de forma independiente en estas economías, todos tienen en común un escenario macroeconómico y/o fiscal que incrementó su vulnerabilidad a estos choques externos. En la última sección del reporte se evidencia que, como consecuencia del panorama internacional, EE.UU. y China, países determinantes en el desempeño económico mundial, han mostrado señales de desaceleración económica, lo que genera mayor incertidumbre y riesgo para las perspectivas económicas mundiales de 2019. Por último, se hace una breve comparación de los impactos de estos hechos entre los países analizados y Colombia a través de la depreciación del tipo de cambio, de lo que se concluye que la moneda colombiana se ha mantenido fuerte ante estos choques externos, pues el tipo de cambio no se ha depreciado como en las economías previamente descritas.



Turbulencias en el Bósforo

Diferentes acontecimientos a nivel mundial han alterado el panorama económico tanto de los países desarrollados como de las economías emergentes. Las previsiones de crecimiento globales para 2018 y 2019 se revisaron a la baja en 0,2pp para ambos años debido, principalmente, a la guerra comercial entre EE.UU. y China, la normalización de la política monetaria en Estados Unidos y la Unión Europea, y la desaceleración económica china. Es por esto que, junto con las turbulencias económicas y políticas internas del país, Turquía atraviesa por una situación de incertidumbre y volatilidad en sus mercados, lo que la convierte en una de las economías actualmente más vulnerables ante la coyuntura internacional.

La economía turca había tenido un buen desempeño en los últimos años, pues de 2010 a 2017 creció en promedio 6,8% anual. Sin embargo, en lo corrido de 2018, la ocurrencia simultánea de tres factores determinantes incrementó la posición de vulnerabilidad de la economía a una desestabilización general de los mercados. Primero, la deteriorada relación turca con EE.UU. por las sanciones que impuso el país americano contra dos ministros turcos, en represalia por el encarcelamiento de un pastor estadounidense, se agravaron con las intenciones de Trump de duplicar los aranceles sobre el acero y el aluminio provenientes de Turquía. En segundo lugar, el presidente Erdogan, desde que llegó al poder en 2003, concentró su mandato en un fuerte endeudamiento como método de financiación para grandes proyectos de infraestructura, que lo llevaron a acumular déficit fiscal a la par de déficit de cuenta corriente. Esto creó un panorama de sobrecalentamiento económico, evidente en frentes como el repunte de la inflación y la rápida expansión de la cartera privada. Por último, el sistema hiperpresidencial que ha impuesto Erdogan, en el que interviene cada vez más en las decisiones del Banco Central y escoge a los miembros del equipo económico únicamente entre sus allegados, ha incrementado la desconfianza de los inversionistas por la economía turca. En efecto, en la segunda semana de agosto de 2018 se desató una crisis financiera en Turquía en la que la lira turca se depreció 16% en un solo día (10 de agosto), exponiendo esta acumulación de factores de debilidad tanto estructurales como coyunturales.

El crecimiento del PIB turco estuvo acompañado de un mayor déficit de cuenta corriente (en promedio 5,6% del PIB en el periodo 2011-2017), debido a un mayor nivel de importaciones, que reflejaron el mayor dinamismo del consumo, así como un crecimiento del stock de capital. Sin embargo, este déficit en cuenta corriente alcanzó un nivel de 47.350 MUSD en 2017, es decir, 43% más que lo alcanzado en 2016, explicado, principalmente, por el deterioro de la balanza comercial, creando señales de desbalance externo.



Ahora bien, este déficit no representa una fuente de vulnerabilidad externa para el país per se, sin embargo, la forma cómo se financia sí lo es. De 2010 a 2017, la cuenta financiera de Turquía estuvo compuesta por, apenas, 27% de inversión de largo plazo, mientras que el 30% y 40% estuvo financiada por flujos de portafolio y otras inversiones (principalmente préstamos), respectivamente. Esto representa un problema por dos motivos, pues, por un lado, la mayor parte de las otras inversiones son préstamos bancarios internacionales en moneda extranjera, lo que genera otra fuente de vulnerabilidad sujeta al tipo de cambio, y, por otro lado, los capitales de portafolio son volátiles, dejando a los activos locales dependientes de los flujos de cartera que fluctúan de acuerdo a las señales de los mercados internacionales.

La dependencia de flujos de portafolio y de otras inversiones para financiar los requerimientos externos se ha reflejado en los altos niveles de deuda. De hecho, pese a que en 2017 la deuda pública turca fue apenas del 28,4% de su PIB, los créditos al sector privado ascendieron al 66,5% del PIB, convirtiéndose en uno de los factores estructurales que más ha influido en el sobrecalentamiento de su economía. Esto se dio debido a la flexibilización de los requisitos para otorgar créditos de inversión, lo cual representó el motor de crecimiento económico que provocó que Turquía creciera a los niveles más altos entre las economías emergentes en los últimos años. Asimismo, para finales de agosto de 2018, las compañías turcas diferentes a las del sector financiero tenían 331.000 MUSD (38,9% del PIB)¹ de pasivos en moneda extranjera, casi el triple de sus activos en moneda extranjera, representando un alto riesgo de impago ante una devaluación de la moneda local, tal como ocurrió en agosto.

Por otro lado, la inflación en julio de 2018 fue 15,8%, 6pp más con respecto al mismo mes del año anterior y tres veces la meta de inflación (5%). Dicha variable alcanzó su máximo valor en octubre (25,2%), siendo este el dato más alto registrado en quince años, explicado por la alta devaluación de la lira turca y el repunte del precio del petróleo en ese mes. En el mismo sentido, dada la tendencia al alza de la inflación, el Banco Central tuvo que intervenir subiendo sus tasas de interés tres veces en lo corrido del año hasta septiembre. El primer aumento tuvo lugar el 1 de junio, en donde la tasa pasó de 8% a 16,5%. Una semana después, el Banco Central volvió a subir las tasas a 17,75%. Finalmente, en septiembre, se fijó una tasa de 24%, pese a la renuencia del presidente del país a la política contractiva del Banco Central turco.

Paralelo a lo descrito previamente, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que estaba dispuesto a terminar el programa de compra de bonos con el fin de iniciar el proceso de normalización monetaria. Esta medida genera incertidumbre acerca del crecimiento del bloque, por cuenta de la menor liquidez en la economía que supone la pausa en la refinanciación de los bonos y del alza en las tasas de interés.



Así pues, considerando la relación de Turquía con los capitales europeos, las perspectivas para el país se tornaron cada vez más pesimistas, en la medida en que el 70% de su Inversión Extranjera Directa (IED), que financia apenas el 27% del déficit de cuenta corriente, proviene de Europa. Asimismo, el 45% de las exportaciones turcas están destinadas a la Unión Europea, por lo que, una desaceleración económica del bloque podría tener impactos en la producción industrial y manufacturera de Turquía, sumado a los efectos que esto podría ejercer en la ampliación del déficit de cuenta corriente.

En línea con lo anterior, existen preocupaciones en el mercado financiero por la exposición de los bancos europeos a Turquía. Si bien dicha exposición aún es moderada, existen riesgos asociados a los préstamos turcos denominados en moneda extranjera, ya que, dada la alta devaluación de la lira, los costos de pagar los créditos se hacen más altos y la probabilidad de impago aumenta, lo que se traduce en un mayor riesgo país, y, por ende, en costos de financiación más altos. Adicionalmente, debido a la volatilidad en los mercados financieros, la confianza inversionista se ha debilitado, generando un alza en las tasas de interés, que a su vez encarece los créditos, compensando la menor disponibilidad de divisas. Ahora bien, pese a que la crisis turca no representa una amenaza para todo el sistema bancario europeo, el riesgo sí se concentra en algunos bancos que tienen gran participación en sus pares turcos. Por ejemplo, según un estudio de la agencia de calificación crediticia canadiense Dominion Bond Rating Service (DBRS), el banco español BBVA es el más expuesto a la crisis en Turquía, ya que cuenta con una participación de 50% del tercer banco más grande del país.

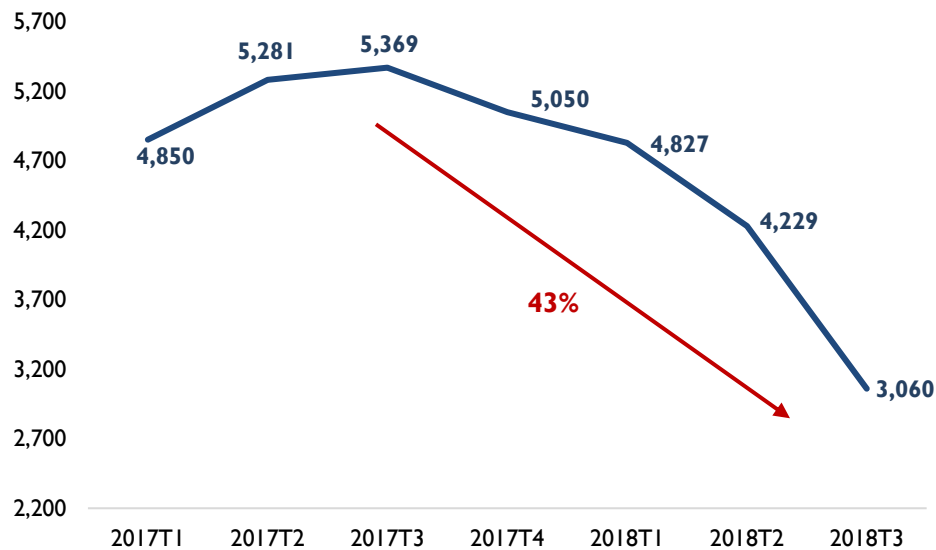
En este sentido, en medio del escenario de turbulencia externa que materializó los riesgos latentes para las economías emergentes empezando por Turquía, el Fondo Monetario Internacional revisó a la baja el crecimiento económico de la mayoría de las economías emergentes, entre ellas las latinoamericanas, las europeas en vía de desarrollo y algunas asiáticas. En el caso de Turquía, para 2019 se estima un crecimiento de 0,4%, lo cual es 3,6pp menos que el pronóstico hecho en abril pasado, y 3,1pp por debajo del estimado para 2018 (3,5%). Dicha reducción se debe al debilitamiento de la lira turca, el aumento de los costos de endeudamiento, pues el servicio de la deuda en Turquía ha mostrado incrementos significativos, y la incertidumbre internacional que afecta a la inversión y al consumo del país.

Por otro lado, el panorama de incertidumbre supone una reconfiguración de los flujos de capital desde los países emergentes con altas tasas de rendimiento producto del mayor riesgo, causado por la inestabilidad ante la coyuntura actual, hacia economías avanzadas con menor riesgo.

Por ejemplo, en agosto de 2018, la calificadoradora de riesgo Standard and Poor's bajó a B+ (desde BB-) la calificación de la deuda turca de largo plazo en moneda extranjera, debido a la volatilidad e incertidumbre por la que atraviesa el mercado financiero del país.

Lo anterior es una señal del debilitamiento de la confianza en Turquía, a la que los capitales responden buscando resguardo en economías que representan mayor seguridad. En lo corrido del año hasta octubre, salieron de Turquía 3.203 MUSD de flujos de portafolio, en contraste con los 25.299 MUSD que entraron en el mismo periodo del año pasado. Asimismo, como se muestra en la **Gráfica 1**, en el tercer trimestre del 2018 la tenencia de acciones turcas en manos de extranjeros cayó 43% con respecto al mismo periodo de 2017, explicado, principalmente, por la caída en las acciones financieras, lo que sumó presiones hacia la depreciación de la moneda.

Gráfica 1. Inversión de extranjeros en acciones de capital turcas (Millones de USD)



Fuente: Banco Central de Turquía. Cálculos DGPM-MHCP

Así pues, dadas las características de Turquía, el país se configura como una de las economías más vulnerables ante la coyuntura de incertidumbre que domina a los mercados financieros a nivel mundial. Su crecimiento será mucho menor que lo previsto en abril, y junto con una creciente inflación y con las tensiones tanto internas como externas, tendencias que no aparentan revertirse en el corto plazo, Turquía será un país menos atractivo para la llegada de capitales y de inversión, por los altos niveles de riesgo asociados a su desempeño económico.



El fin del tango

En el transcurso del primer semestre de 2018, el comportamiento de los principales indicadores macroeconómicos de Argentina incrementó la susceptibilidad del país a una crisis económica. En primer lugar, el déficit de cuenta corriente del país casi que se duplicó del primer semestre de 2017 al primero de 2018, pasando de representar 1,9% del PIB a 3,7% del PIB. Por otro lado, pese a que se espera que el déficit fiscal sea del 5,4% del PIB en 2018, que es inferior al déficit observado de 6,7% del PIB en 2017, este igualmente se mantiene en niveles altos. Esta situación de déficit gemelos² es insostenible debido a que ambas variables crecieron a ritmos superiores a la tasa de crecimiento del PIB, el cual se contrajo 0,35% interanual en la primera mitad del 2018, en contraste con la expansión de 1,8% observada en el mismo periodo de 2017.

En cuanto a las reservas internacionales, estas se fueron drenando en el transcurso del año para detener la crisis que comenzó con una fuerte depreciación en abril y se agudizó con el desplome de 116% de la moneda argentina en agosto. De enero a noviembre de 2018, estas se redujeron, aproximadamente, 18% pasando de 62.000 MUSD a 51.000 MUSD, incluso con desembolsos del Fondo Monetario Internacional (FMI) por un valor total de 29.000 MUSD en lo corrido del año. Debido a la situación de fragilidad en la que se encontraba Argentina por la coyuntura internacional, el país se vio obligado a recurrir al FMI para recibir una línea de crédito que le permitiera satisfacer sus necesidades de financiamiento externo. Como resultado de esto, el FMI y Argentina pactaron en junio de 2018 un acuerdo Stand-by que implica la recepción de fondos precautorios (no todos los montos aprobados de crédito serán usados, pero eventualmente, si se necesitan, pueden ser empleados) por un total de 57.100 MUSD y un ajuste de las políticas económicas para superar los problemas que los llevaron a acudir al financiamiento. Ahora bien, el nivel actual de reservas internacionales se ubicó 20.000 MUSD por debajo de los 71.000 MUSD que recomendó en 2016 el FMI como meta para Argentina en 2018. Esto es un indicador adicional de riesgo para esta economía, ya que un nivel de reservas insuficiente limita la capacidad de reacción ante una crisis de balanza de pagos, además de ejercer más presión en el tipo de cambio y de alterar la estabilidad del mercado cambiario.

Con el mismo ánimo de contener el desplome del peso argentino, el Banco Central de la República de Argentina (BCRA) en el transcurso del año ha tomado medidas adicionales, como el aumento en el nivel mínimo de depósitos que los bancos deben mantener inmovilizados para enfrentar retiros de efectivo masivos por parte del público. La última de estas políticas extraordinarias tuvo lugar el 19 de septiembre, cuando el BCRA decretó otro incremento de 5 puntos porcentuales en el nivel de encaje exigido, después de un incremento de igual magnitud el 30 de agosto.



Según las estimaciones del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de la República de Argentina (INDEC), cada punto de encaje reduce el efectivo circulante en 20.000 millones de pesos argentinos. Por lo tanto, el incremento de 10pps en tan solo un mes del porcentaje de reservas exigidas sobre depósitos para las instituciones bancarias retiró dinero en circulación equivalente al 28% del PIB, medida que ha sido insuficiente para aliviar la presión cambiaria sobre el peso argentino.

Si bien ya se evidencian diferentes fuentes de vulnerabilidad de la economía argentina, esta se profundiza considerando el contexto interno del país, caracterizado por: la contracción del crecimiento económico, la creciente inflación y la situación de déficits gemelos.

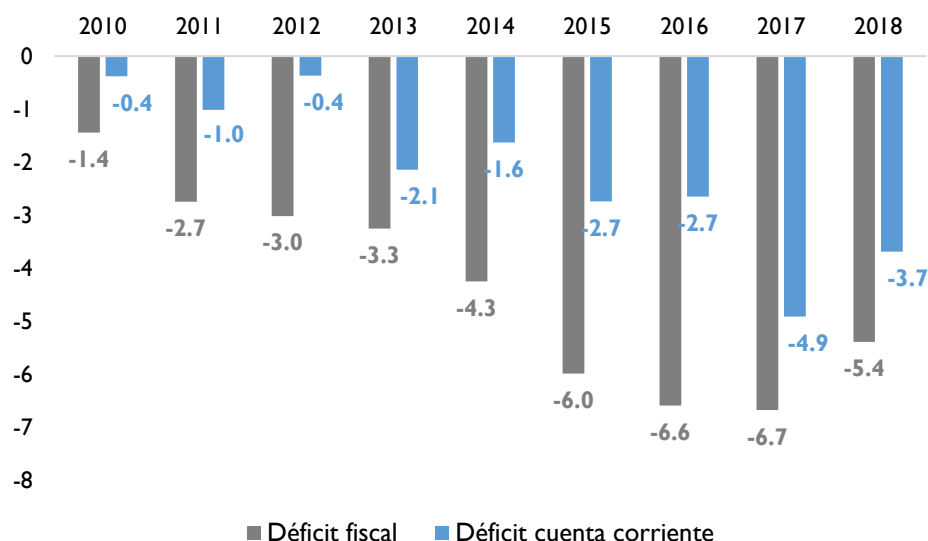
En primer lugar, aunque en el primer trimestre del año se registró un crecimiento interanual de 3,9%, la economía se contrajo 2,1% anual en el segundo trimestre del año. Esta caída se explica, en menor medida, por las presiones cambiarias como resultado de la salida de capitales, por la aversión al riesgo de las economías emergentes y, en mayor medida, por una sequía histórica³. Este fenómeno natural fue particularmente perjudicial para la economía argentina, puesto que redujo las cosechas de soja y maíz en 31% y 20%, respectivamente, frente al año anterior, siendo estos dos bienes los que tienen una mayor participación, en conjunto, en las exportaciones totales (37%). La súbita caída en la producción de ambos *commodities* tuvo un impacto directo sobre los costos de producción de los lácteos, carnes y pollos (que se alimentan con maíz), traduciéndose esto en una mayor presión inflacionaria por cuenta del componente de alimentos. Las estimaciones preliminares sugieren que la sequía le costó a Argentina entre medio y un punto porcentual del PIB.

Más recientemente, en el tercer trimestre del año, la economía se volvió a contraer en 3,5%, entrando en una fase de recesión por presentar dos semestres consecutivos de crecimiento negativo. La desaceleración económica del tercer trimestre se debe al contexto internacional de tensiones geopolíticas y comerciales que ha reducido el atractivo de inversión en economías como la argentina, así como a factores internos, entre ellos la incertidumbre sobre el plan de estabilización con el FMI mencionado anteriormente y los escándalos de corrupción. En 2018 el caso de los "cuadernos de corrupción", en el que se reveló cómo empresarios pagaban a funcionarios públicos por adjudicarse obras públicas y contratos con el Estado, incrementó en Argentina el riesgo país hasta niveles que no se habían observado antes en la administración de Mauricio Macri. Como resultado de este conjunto de eventos internacionales y domésticos, el FMI revisó la proyección de crecimiento económico argentino a la baja en octubre, ubicándolo en -2,6% para 2018, comparado con el crecimiento de 2,0% pronosticado en abril. Para 2019, el FMI espera que la economía siga contrayéndose, decreciendo en un 1,6%.



En segunda instancia, en septiembre la inflación fue 6,5% mensual, la más alta en los 28 meses anteriores y en todo 2018, 32% año corrido y 40,5% interanual, debido al impacto de la sequía en el precio de los alimentos, la depreciación del peso argentino y, en menor medida, al aumento de las tarifas de los servicios públicos y el incremento del precio de productos primarios en las cotizaciones internacionales. Dado que en diciembre de 2017 el Gobierno fijó una meta inflacionaria de 15% para 2018 y esta fue superada hacia la mitad del año, se fijó otra meta de 27% anual que fue superada nuevamente. Esto refleja que la inflación objetivo, más allá de haberle sumado credibilidad al Banco Central como estabilizador de los mercados, generó el efecto contrario por los incumplimientos consecutivos de las metas. En la última lectura sobre inflación, correspondiente a noviembre de 2018, esta se ubicó en 3,2% mensual, que representa un incremento de 44% año corrido, la mayor cifra registrada desde 1991 en este periodo. Dado que el Gobierno no cumplió su meta en el 2018, se definieron nuevas metas inflacionarias con el fin de volver a ganar credibilidad: 17% en 2019, 13% en 2020, 9% en 2021 y 5% anual en 2022.

En cuanto a los déficits gemelos, como se observa en la **Gráfica 2**, desde el 2010 el déficit fiscal como porcentaje del PIB siguió una tendencia creciente hasta el 2017. El gasto público en este país, que se concentra en los subsidios a la energía, el transporte, las pensiones y las transferencias sociales, pasó del 33,4% del PIB en 2010 a 41,5% en 2017, haciendo que el déficit fiscal se ubicara por encima del 6,0%⁴ en el periodo 2015-2017. Según estimaciones del FMI, este se disminuiría cerrando en 5,4% para el 2018. En el caso argentino, se evidenció un aumento en el déficit fiscal por cuenta del gasto público excesivo, de la mano de una ampliación del déficit de cuenta corriente desde el 2010. El déficit en cuenta corriente también se deterioró significativamente de 2016 a 2017, cuando aumentó 2,2pp y alcanzó su punto más negativo ubicándose en 4,9% del PIB. Dicho desbalance se explica por un deterioro en la balanza comercial, así como una disminución en las balanzas de servicios y de ingreso primario. Así pues, la condición de déficits gemelos incrementa la vulnerabilidad de Argentina al contexto externo porque no genera una senda creíble y sana de deuda pública, no permite anclar las expectativas de inflación e incrementa las necesidades de financiamiento externas.

Gráfica 2. Déficit gemelos Argentina (% PIB)

Fuente: WEO – FMI. Cálculos DGPM-MHCP

Para enfrentar las turbulencias causadas por estas debilidades de la economía, el BCRA ha subido las tasas 5 veces en el 2018, como se observa en la **Gráfica 3**. Según lo anunciado, el último incremento al nivel de 60% no se revertiría, al menos, hasta diciembre de 2018. No obstante, la política monetaria en Argentina no ha sido efectiva dado que, pese a la subida en las tasas que debería aliviar las presiones inflacionarias porque mitigaría la fuga de capitales, se ha presentado la situación contraria. El peso argentino siguió depreciándose, incluso después del alza en las tasas a 60%, perdiendo hasta 121% de su valor, y la fuga de capitales superó los 25.000 MUSD de enero a noviembre del año en curso, dato que representa el 5,3% del PIB estimado para el 2018 y que está cerca a triplicar la salida de divisas del 2016 que fue de aproximadamente 12.000 MUSD. Las proyecciones económicas no sugieren que este flujo de capitales hacia el exterior se detenga, ya que el panorama económico argentino está deteriorado en el frente externo, y sus variables fiscales, monetarias y reales no contribuyen al buen desempeño económico, como lo revelan las cifras expuestas anteriormente.

Gráfica 3. Comportamiento del Índice de Tasa de Cambio en 2018 – Argentina y Colombia.

(Base = enero 1 de 2018)



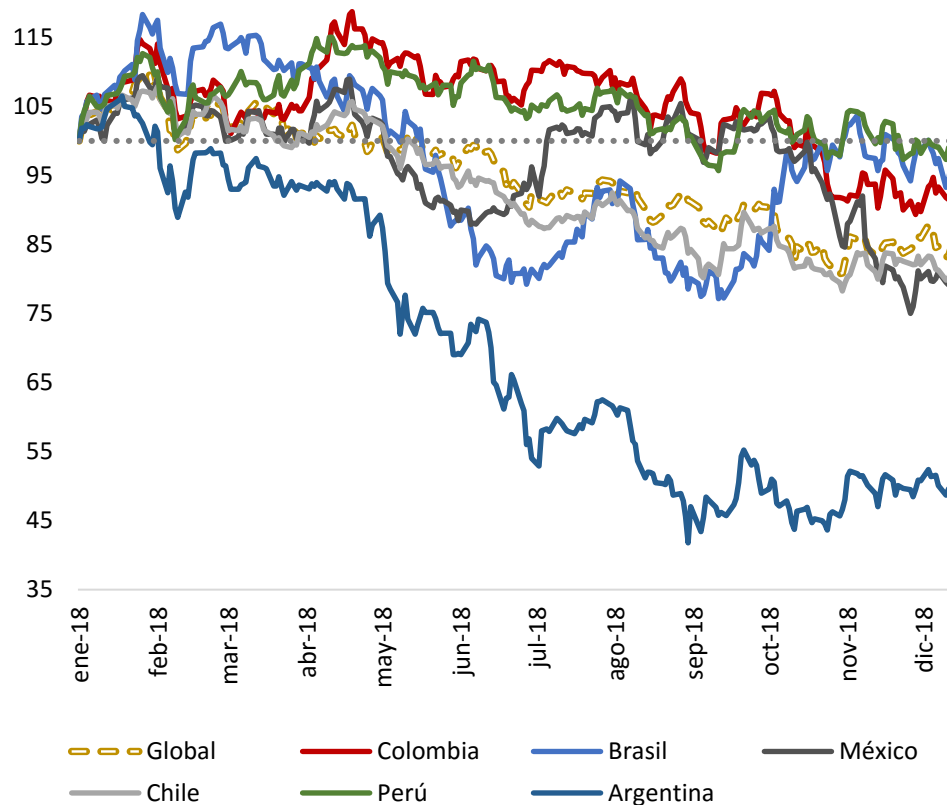
Fuente: Bloomberg. Cálculos DGPM-MHCP

Los flujos de inversión hacia Argentina también están fuertemente determinados por lo que las calificadoras esperen sobre el comportamiento de la economía. La calificadora MSCI mejoró la perspectiva de Argentina en junio de 2017, cambiándole la nota de mercado frontera a mercado emergente, lo cual corresponde a una mejora en la calificación internacional. No obstante, como se observa en la **Gráfica 4**, el desencadenamiento de la crisis cambiaria hizo que el índice MSCI argentino, que recoge la capitalización bursátil de las principales compañías cotizantes, se haya debilitado 51,1% año corrido hasta el inicio de diciembre, mientras que el índice para el resto de economías latinoamericanas avanzó, en promedio, 12% en el mismo periodo de tiempo.

En cuanto a Standard & Poor's, esta entidad le bajó en noviembre la calificación a los títulos soberanos de largo plazo de B+ a B, por cuenta, principalmente, de la limitada flexibilidad monetaria de Argentina y su creciente nivel de deuda, denominada en moneda extranjera. Por último, la agencia Fitch Ratings también podría revisar a la baja la nota actual de deuda para Argentina ya que, a pesar del acuerdo logrado con el FMI, los riesgos de los títulos soberanos podrían exacerbarse considerando la contracción del PIB real, la depreciación del peso y el alza en las tasas de interés. De este modo, Fitch no espera que las notas de deuda con grado especulativo alcancen el grado de inversión, que es el de mayor confianza para los inversionistas en el exterior.

Gráfica 4. Comportamiento Índice MSCI en América Latina

(Base = enero 1 de 2018)



Fuente: Bloomberg. Cálculos DGPM-MHCP



Para enfrentar este escenario, los representantes del gobierno argentino anunciaron una serie de medidas para recortar el gasto del gobierno y sanar las cuentas públicas, a través de mecanismos tales como la fusión y reducción de ministerios y la eliminación de subsidios tradicionalmente otorgados. En cuanto al sector externo, la cuenta corriente se está corrigiendo debido a la flexibilización permitida de la tasa de cambio y la mayor tasa de interés. No obstante, la corrección vía tasa de cambio no es sostenible indefinidamente, ya que en algún punto la inflación podría llegar a crecer a ritmos superiores a los del salario nominal, disminuyendo el poder adquisitivo de los hogares. Por el lado de las empresas, ya se observa un débil desempeño de las pequeñas y medianas por cuenta de una caída en las ventas y aumentos en los costos de los insumos, explicado, principalmente, por la inflación local y la devaluación que encarece las importaciones. Considerando este conjunto de factores que actualmente caracterizan a Argentina, diferentes analistas afirman que estabilizar el gasto mejorará las perspectivas, pero no garantizará el crecimiento económico este año ni el próximo, ya que se requieren otros ajustes más estructurales para eliminar la vulnerabilidad del país al contexto externo.

La gula italiana

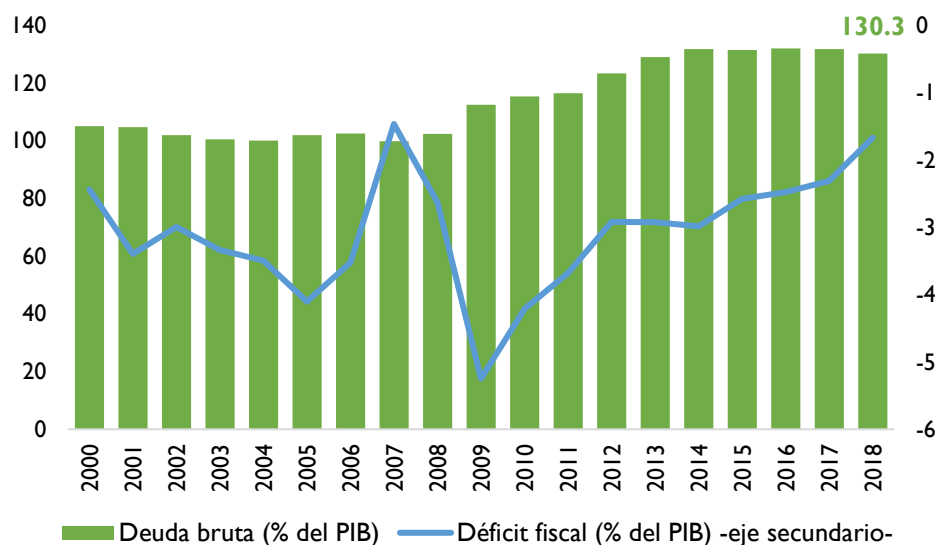
En los últimos meses, la economía italiana ha experimentado un aumento de su riesgo debido, principalmente, a las propuestas fiscales del gobierno entrante. En primer lugar, en octubre de 2018 se fijó como meta de déficit fiscal 2,4% del PIB para 2019, tres veces superior a la anunciada por el gobierno anterior (0,8%) y muy cerca del límite de déficit de 3% del PIB acordado por los países miembros de la Unión Europea en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico⁵. Asimismo, la deuda pública italiana, que representa actualmente 130% del PIB, se ubica por encima del límite de 60% estipulado en este mismo Pacto. La negativa del gobierno por presentar una versión más austera de su plan de presupuesto para el próximo año desestabilizó tanto al mercado de bonos y de acciones italiano, como al mercado cambiario de la zona euro, debilitando significativamente a la moneda del bloque. Si bien el efecto contagio de Italia a otras economías europeas ha sido relativamente limitado, su situación sí influye en el comportamiento de las mismas y, por ende, en las del resto del mundo, por lo que es importante comprender la coyuntura del país desde sus fundamentales macroeconómicos.

La economía italiana es la tercera más grande de la Unión Europea, y aunque ha presentado turbulencias recientemente debido -entre otras cosas- a la insostenibilidad de su deuda, cuenta con factores que le permiten mantenerse a flote.



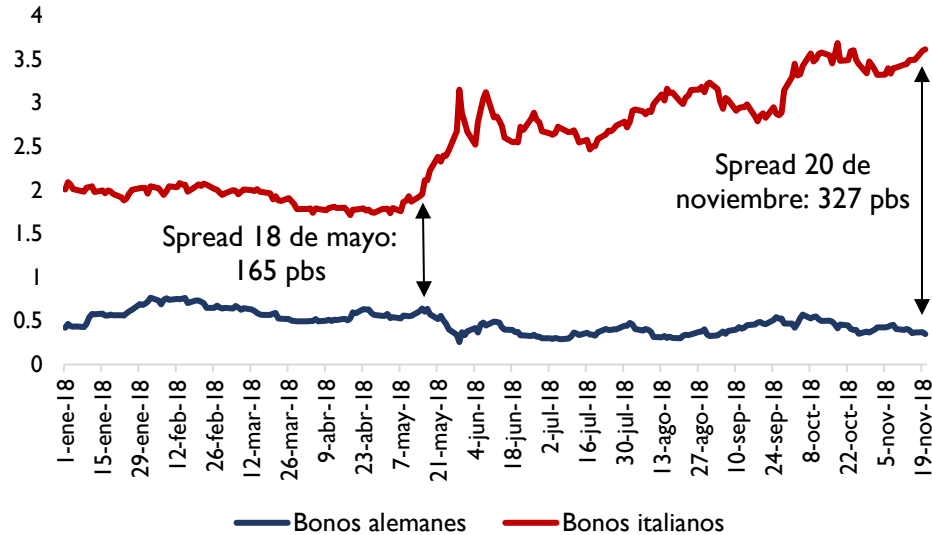
A pesar de que Italia fue uno de los países más afectados por la crisis financiera internacional de 2008, con un decrecimiento del PIB de 5,5% en 2009, el país ha podido recuperar paulatinamente el crecimiento, alcanzando un registro de 1,5% en 2017. Asimismo, en 2013 Italia pudo pasar de un déficit a un superávit en la cuenta corriente, el cual fue de 53.415 MUSD en 2017 (2,8% del PIB), explicado, en gran parte, por la consolidación del balance comercial positivo, además del incremento del ingreso primario en el país que le permitieron registrar una acumulación de activos en la cuenta financiera. Por otro lado, Italia cuenta con niveles de inflación estables, manteniendo un promedio de 0,4% los últimos 5 años y alcanzando un nivel de 1,3% en 2017, ligeramente más bajo que el promedio de la zona euro.

Sin embargo, como se señaló previamente, la principal debilidad de esta economía reside en sus variables fiscales, como el déficit y la deuda pública (**Gráfica 5**). Por ejemplo, Italia ha mantenido consistentemente un déficit fiscal alto con respecto a otros países de la Unión Europea, pues en la primera década de este siglo fue de 3,4% del PIB en promedio, alcanzando su punto máximo de 5,3% del PIB en 2009, lo que contrasta con el déficit fiscal promedio de Alemania (2,4% del PIB en el mismo periodo). Ahora bien, pese a que el déficit italiano se ha venido cerrando desde que el país superó la crisis internacional, actualmente el nuevo gobierno pretende incrementar el gasto en proyectos de infraestructura y programas de bienestar social, argumentando que dichas medidas estimularán el crecimiento económico del país en un 1,5% adicional al crecimiento estimado para el próximo año. A la luz de este aumento del gasto y unas fuentes de ingresos constantes, se fijó una meta de déficit fiscal en 2,4% del PIB, lo que generó controversia entre los países miembros del bloque, por no seguir los lineamientos de austeridad estipulados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico mencionado anteriormente.

Gráfica 5. Deuda bruta y déficit fiscal de Italia (% del PIB)

Fuente: FMI. Cálculos DGPM-MHCP

Dadas las turbulencias económicas derivadas de la crisis financiera internacional, la deuda del gobierno italiano llegó a ser en 2009 de 112,5% del PIB, incrementándose en 10,14pps con respecto al año anterior y convirtiéndose en el mayor incremento de la deuda en su historia reciente. En adición, esta se estabilizó alrededor de 130% del PIB en 2014, haciendo del país el cuarto con mayor deuda como porcentaje del PIB, detrás de Japón, Grecia y Líbano. Ahora bien, adicional al riesgo que representa una deuda alta, se tiene que, si los rendimientos de los bonos gubernamentales aumentan, también incrementa el costo de servir esta deuda, lo que genera problemas más profundos de financiamiento. En efecto, en el mercado de bonos italiano (**Gráfica 6**) se evidencia que la tasa de rendimientos de los títulos indexados a 10 años ha incrementado sostenidamente desde mayo del año en curso, como consecuencia del creciente temor entre los inversionistas por un posible default. Esta tasa, cuyo promedio en mayo fue 2,2%, llegó a ser de 3,6% el pasado 20 de noviembre, cifra que no se registraba desde el año 2014. Por otro lado, el spread entre la deuda italiana y la alemana, considerada como la más segura del bloque económico por su baja probabilidad de default, se ha ampliado desde 165pbs en mayo 18 a 327pbs el mismo 20 de noviembre (**Gráfica 6**). En resumen, el hecho de que la perspectiva italiana sea riesgosa ha disparado los rendimientos de los bonos y amenaza a la economía con seguir el patrón de acumulación de deuda que podría llegar a ser insostenible en el futuro cercano.

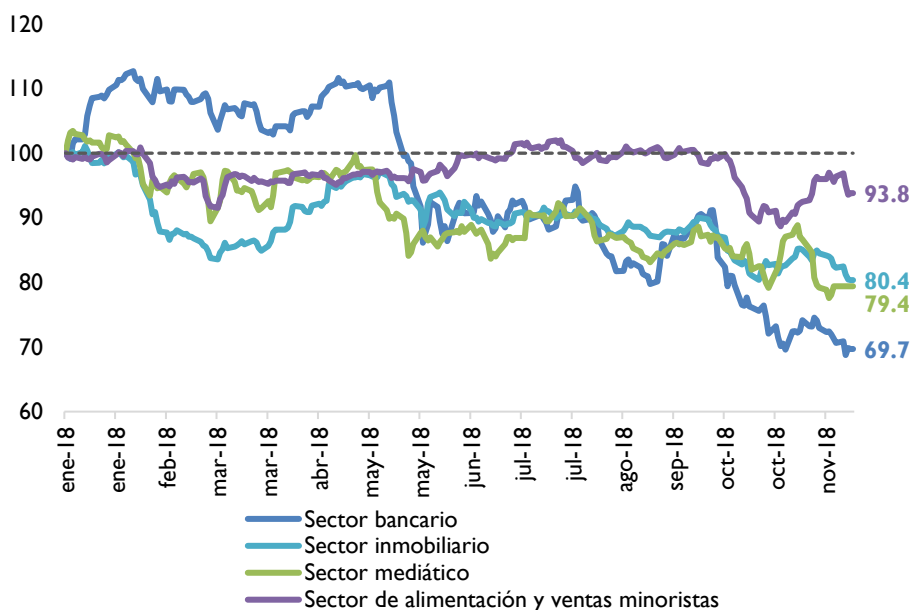
Gráfica 6. Tasas de rendimiento de los bonos gubernamentales a 10 años

Fuente: Bloomberg. Cálculos DGPM-MHCP

En el mismo orden de ideas, el sector financiero ha sido uno de los principales afectados por el contexto macroeconómico inestable de Italia, en la medida en que los bonos del Tesoro Italiano representan aproximadamente el 10% de los activos de las entidades bancarias. Esto hace que dichas entidades sean vulnerables ante la insostenibilidad de la deuda pública de Italia, pues en el caso de un impago de la deuda, sus activos estarían altamente comprometidos. Ahora bien, el alza en las tasas de rendimiento de los bonos no solo aumenta el costo de financiamiento del gobierno y los mismos bancos, sino que también reduce el margen de rentabilidad para estos últimos, dada la relación inversa entre el rendimiento de un bono y su precio. Como los mayores rendimientos afectan los balances generales de las entidades bancarias, estas últimas tienen menores incentivos a prestar dinero, enfriando la actividad económica por la desaceleración de la cartera. Bajo estas circunstancias, los precios de las acciones del sector bancario son las que han registrado mayores pérdidas en el mercado bursátil italiano. En la **Gráfica 7** se observa que, en el transcurso del año, los precios de estas acciones han caído alrededor de un 30%, mientras que otros sectores como el inmobiliario o el mediático han retrocedido menos (20,6% y 19,6%, respectivamente).

Gráfica 7. Índice de precio de las acciones sectoriales en el mercado bursátil de Italia

(Base 100 = Enero 1 de 2018)



Fuente: Bloomberg. Cálculos DGPM-MHCP

La coyuntura actual de Italia es relevante para toda la Unión Europea, ya que es una fuente de riesgo financiero, que amenaza la estabilidad económica del bloque. En efecto, la renuencia del gobierno italiano a ceder en la definición de un déficit más bajo hizo que el euro se debilitara frente a las diferentes monedas en el mundo, lo que, a su vez, hizo que el dólar se fortaleciera. Asimismo, aunque el efecto contagio del fenómeno italiano es hasta ahora limitado, es destacable que alrededor del 20% de los propietarios de bonos italianos son extranjeros de la eurozona. Por tanto, si Italia entra en default, golpearía a todos los tenedores de deuda del continente, causando pérdidas generalizadas y ocasionando una potencial crisis financiera que el Banco Central Europeo (BCE) tendría que enfrentar a un alto costo. Dado que Italia es la tercera economía más grande de la UE, es posible que el BCE no cuente con los fondos suficientes para rescatarla, además de contar con un espacio de acción muy reducido en cuanto a la política monetaria.



En los últimos días de noviembre, Italia se había mantenido firme en su defensa del plan presupuestario, argumentando que estimulará el crecimiento económico a través del gasto, posición que inquietó a diferentes agencias calificadoras. Por ejemplo, Moody's rebajó en octubre su calificación de la deuda italiana a solo un escalón del “bono basura”, mientras S&P cambió su perspectiva de Italia a negativa. El 21 de noviembre, la Comisión Europea rechazó nuevamente el presupuesto italiano y anunció que, de seguir con la propuesta de déficit excesivo, lo que también tendría impactos negativos sobre la deuda, habría sanciones para el país por no cumplir las recomendaciones de la deuda pública. No obstante, en la tercera semana de diciembre, ambas partes acordaron un déficit máximo de 2,04%, generando tranquilidad en el mercado y evitando las sanciones que pudieron haberse impuesto por un valor aproximado del 0,2% al 0,5% del PIB italiano.

Cape Down

Un año después de la crisis financiera de 2008, el PIB per cápita de Sudáfrica tuvo un decrecimiento anual de 2,6%, y aunque posteriormente tomó una senda de recuperación, volvió a contraerse 0,1% en 2015. En cuanto a la actividad económica real, esta creció 1,3% en 2015 y 0,6% en 2016, configurándose como el crecimiento más bajo desde 2009 y causando, a su vez, la reducción del gasto público social, que es altamente inflexible en comparación a otras economías emergentes. Así pues, tal desaceleración de la economía incrementó tanto la tasa de pobreza como la de desempleo –que actualmente se ubican en 40% y 27%, respectivamente- y profundizó la desigualdad que, con un coeficiente de Gini consolidado en 0,63, convierte a Sudáfrica en el país más desigual del mundo.

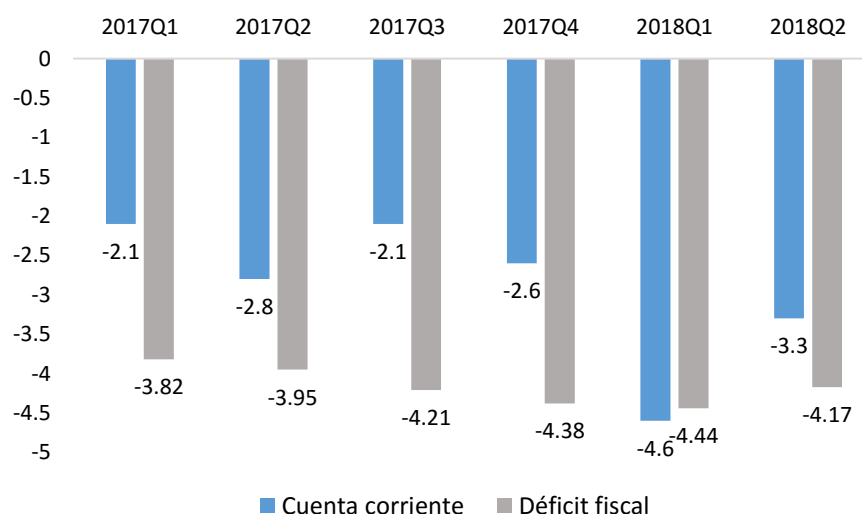
La economía sudafricana representa casi un cuarto de todo el PIB de su continente, reporta los mayores índices de industrialización y alberga al 75% de las empresas más importantes de África. Sin embargo, el ligero repunte de los indicadores económicos en 2017 por el aumento en el precio de los *commodities* no alcanzó a contrarrestar el continuo deterioro de la economía de este país causado por factores estructurales, tales como los altos niveles de regulación en la actividad económica del país, la ineficiencia de las empresas públicas que encarecen insumos claves en las cadenas de producción, la competencia limitada en algunos sectores, el ajuste del salario mínimo por encima del ritmo de crecimiento de la productividad, la inflexibilidad del gasto público y la corrupción, entre otros. Así pues, en 2018, la debilidad de las variables reales como la formación bruta de capital fijo, el consumo de los hogares o el gasto público resultaron en dos trimestres consecutivos de contracción económica, entrando oficialmente a un periodo de recesión (contracción trimestral del PIB de 2,2% y 0,7% en el primer y segundo trimestre de 2018).

Ahora bien, aunque varios de los problemas que exhibe esta economía son de carácter estructural, su situación se agudiza dado que Sudáfrica concentra gran parte de su vulnerabilidad en el sector externo, y, en la coyuntura actual, los mercados emergentes transitan por diferentes turbulencias.

Uno de los principales puntos débiles de este país es que presenta déficits gemelos, los cuales han seguido una senda expansiva en el tiempo como se evidencia en la **Gráfica 8**. En primer lugar, el déficit fiscal de Sudáfrica se ha ampliado como resultado de la continua expansión del gasto público. Este fue usado como estímulo económico después de la crisis financiera global y ha adquirido con el tiempo un carácter de inflexibilidad, responsable en gran parte del incumplimiento de la meta de déficit fiscal en aproximadamente 1pp para 2017. En las últimas publicaciones estadísticas, dicho déficit fue de 4,1% para el segundo trimestre de 2018, incrementando 0,2pp respecto al mismo trimestre de 2017. Adicionalmente, existen otros riesgos en el frente fiscal como una administración ineficiente de las empresas públicas, que podría generar otras presiones de gasto público.

En segundo lugar, en el primer semestre de 2018, el déficit en cuenta corriente se ubicó en 4% del PIB, empeorando en 1,6pp con respecto al mismo periodo de 2017. El financiamiento de dicho desbalance se llevó a cabo principalmente por flujos de portafolio, que representaron cerca del 82% de la cuenta financiera en el primer semestre de 2018, hecho que representa un riesgo en el caso que el déficit de cuenta corriente se mantenga en los niveles actuales. La dependencia sobre estos flujos no es conveniente por cuenta de su alta volatilidad, a diferencia de la inversión extranjera directa, considerada como financiación de largo plazo.

Gráfica 8. Déficits gemelos Sudáfrica



Fuente: Banco Central de Sudáfrica. Cálculos DGPM-MHCP



En detalle, en los últimos años la inversión de portafolio ha mostrado un buen dinamismo⁶, hecho que se refleja en la alta tenencia de bonos estatales por parte de extranjeros. En efecto, en agosto de 2018 se calculó que el 39,7% de la deuda pública sudafricana estaba en manos de no residentes y, aunque presentó una leve disminución con respecto a julio del mismo año, este nivel es casi el doble del promedio de las economías emergentes. Una venta masiva de tenencias de bonos gubernamentales podría amenazar la estabilidad del mercado cambiario y financiero del país por medio de dos canales de impacto, el primero que consiste en ajustes cambiarios (depreciación de la moneda nacional) y el segundo, un efecto *pass-through* sobre la inflación dado el aumento del precio de las importaciones.

En este sentido, durante el tercer trimestre del año, ante las turbulencias que enfrentaron otros mercados emergentes como Argentina o Turquía, la aversión al riesgo de los inversionistas a nivel mundial se incrementó, motivándolos a vender sus posiciones en este tipo de economías más riesgosas. Si se compara el primer y segundo trimestre del 2018, se evidencia que la entrada de divisas a Sudáfrica se ha desacelerado. Por ejemplo, la compra de acciones de enero a marzo mostró una reducción de 69,9%, llevando los precios a los niveles más bajos registrados en 30 meses. Por otro lado, el apetito por los bonos, cuya tasa de rendimiento es de 9%, cayó 91,8% entre el primer y segundo trimestre del año. Según el Instituto Internacional de Finanzas (IIF), salieron de Sudáfrica solo en las dos primeras semanas de agosto, 800 MUSD (equivalente a 0,24% del PIB a precios corrientes del segundo trimestre) por la menor demanda de bonos. Esta salida de capitales superó la de cualquier otra economía emergente.

Para hacerle frente a esta crisis, el Presidente Matamela Cyril Ramaphosa anunció un plan de estímulo y recuperación económica que consiste en la creación de un fondo mixto por un valor de cerca de 50 billones de rand (1% del PIB nominal del segundo trimestre) para impulsar la actividad económica, restaurar la confianza, evitar más pérdidas de puestos de trabajo y crear nuevos empleos. Los recursos provenientes del sector privado, de algunas entidades bancarias y de la Corporación de Desarrollo Industrial estarán destinados a los sectores que más reactivan la actividad económica, como la agricultura y la infraestructura. Entre las agencias calificadoras, hay una sensación generalizada de escepticismo de que este plan logre estimular la economía lo suficiente para que vuelva a registrar una variación trimestral positiva del PIB. Moody's, entre las tres grandes agencias, es la más optimista frente a Sudáfrica, pues aún no le rebaja la calificación de la deuda del grado de inversión. Mientras tanto, las otras dos calificadoras (Fitch Ratings y S&P), aunque no revisan a la baja sus perspectivas de crecimiento, mantienen el estatus de la deuda de largo plazo denominada en moneda extranjera como "basura", es decir que exhibe un alto riesgo de incumplimiento.



En suma, las vulnerabilidades de Sudáfrica se concentran en el sector externo ya que ante una contracción de las condiciones de liquidez financiera a nivel global (alzas en las tasas de interés de EE.UU. y normalización de la política monetaria en la UE) o la turbulencia en otros países emergentes, el flujo de salida de capitales masivo no le alcanzaría para satisfacer sus necesidades de financiación externa que son relativamente grandes para el tamaño de la economía. Ante este eventual panorama, la depreciación de la tasa de cambio, que implicaría un aumento en el precio de las importaciones, sumado a una caída en los precios de los *commodities* (como los metales o las piedras preciosas), agravarían la condición de déficits gemelos y moderarían cualquier potencial de crecimiento de Sudáfrica.

Winter is coming

Tras un segundo semestre de 2018 caracterizado por la fuerte turbulencia que atravesaron los mercados emergentes, y en donde las economías avanzadas pudieron mantenerse relativamente al margen, el primer semestre de 2019 no muestra un escenario alentador en términos de crecimiento económico global. En octubre pasado, el FMI actualizó sus Perspectivas de la Economía Mundial (World Economic Outlook - WEO), revisando a la baja el crecimiento global a 3,7% para 2018 y 2019, lo que es 0,2pp inferior al 3,9% pronosticado en julio de 2018 para ambos años. Esta revisión de la proyección de corto plazo se debió, principalmente, a la intensificación de las disputas comerciales caracterizadas por medidas proteccionistas como el alza de aranceles, y a la incertidumbre en torno al rumbo que tomará la política monetaria de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo.

Por otro lado, en un horizonte de tiempo más amplio, los riesgos de crecimiento mundial se derivan de la implementación de políticas macroeconómicas insostenibles como el aumento del gasto público en un contexto de ralentización económica, la pérdida de credibilidad en las políticas monetarias tradicionales y una profundización de la desigualdad. Ahora bien, pese a que las previsiones de crecimiento globales son, en general, a la baja, las razones detrás de la desaceleración para las economías avanzadas y emergentes se atribuyen a diferentes factores.

En primer lugar, el principal factor que influye en la previsión a la baja del crecimiento en las economías avanzadas es la tendencia a la normalización de su política monetaria. El alza en las tasas de países como EE.UU. o la Unión Europea haría que la brecha del producto, que actualmente es positiva⁷, se cierre, en la medida en que la tasa de crecimiento económico sea menor a la tasa de crecimiento potencial.



En cuanto a la Unión Europea, todos los indicadores apuntan a que el ciclo expansivo de los últimos cinco años (2013-2018), caracterizado por crecimiento económico, caída del desempleo e inflación controlada, tenga su final en 2019. El motor de crecimiento en estos años correspondió, principalmente, a los estímulos monetarios que el BCE otorgó a la economía con el fin de rescatarla de la crisis de la eurozona. Entre ellos estuvo el programa *Quantitative Easing*, que está vigente desde marzo de 2015 y que consistió en la compra de activos financieros para inyectar liquidez al mercado.

Con la anunciada terminación de esta medida de política monetaria en diciembre de 2018, el costo del endeudamiento aumentaría ya que habría menos fondos disponibles en la economía y esto tendría impactos en el consumo, la inversión y la generación de empleo. Adicionalmente, existen otras fuentes de debilitamiento económico para el bloque provenientes de las economías más importantes de la UE, tales como el Brexit en Inglaterra, el comportamiento fiscal de Italia y, más recientemente, el descontento social en Francia. Ahora bien, en un futuro más distante, la desaceleración económica de la zona euro se explicaría por el menor ritmo de crecimiento, tanto de la población activa como de la productividad de la fuerza laboral.

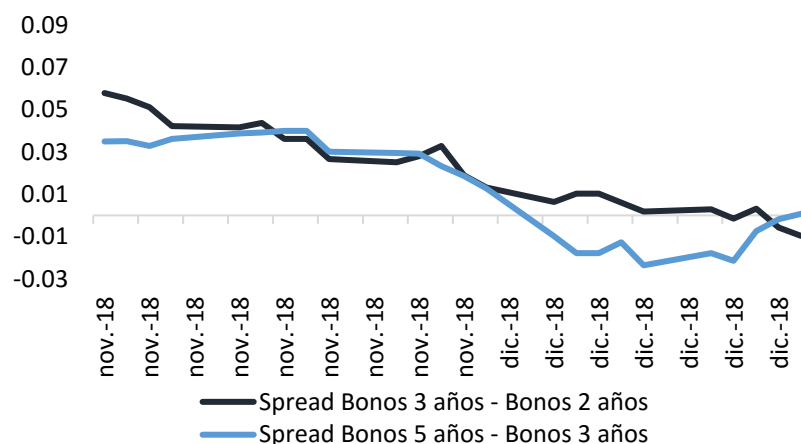
Por el lado de EE.UU., esta economía atraviesa actualmente el segundo ciclo de expansión más largo en su historia, pues ha presentado 110 meses consecutivos de crecimiento. Este buen desempeño económico se reforzó con el recorte de impuestos y el paquete de reformas fiscales aprobadas en 2017 que, según las estimaciones, se espera que contribuyan entre 0,5pp y 1,3pp al crecimiento del PIB entre 2018 y 2021. En efecto, en el segundo y tercer trimestre del 2018, el crecimiento del país fue de 4,2% y 3,5%, con la inversión doméstica bruta creciendo 12% en el tercer trimestre.

Sin embargo, según el FMI, se estima que a partir del 2020 el crecimiento de EE.UU. se debilite en la medida en que los efectos de la reforma se disipen. De la misma forma, el recorte impositivo no garantiza la sostenibilidad en el tiempo de las cuentas fiscales y deteriorará los indicadores fiscales. Según las estimaciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso, la reforma tributaria de Trump incrementaría el déficit del gobierno federal de 3,4% a 4,5% de 2017 a 2019 y la deuda pública neta de 82,5% a 87% del PIB en el mismo lapso de tiempo. Por otro lado, si bien a principios de diciembre de 2018 el mercado descontaba implícitamente entre una y dos subidas de tasas de la FED para 2019, a finales del mismo mes el mercado esperaba que las tasas se mantuvieran constantes. Sin embargo, los directivos de la FED han manifestado la expectativa de dos subidas en 2019. Por tanto, se infiere que el escenario de tasas FED para 2019 está caracterizado por una alta incertidumbre.

A estas perspectivas deterioradas sobre la economía de EE.UU., se suman los efectos nocivos de la guerra comercial en el contexto interno, ya que las medidas arancelarias para reducir la brecha comercial han probado ser ineficaces, pues el déficit comercial con China alcanzó un máximo de 10 años de 43.243 MUSD (2,7% del PIB) frente a un promedio en la última década de 26.613 MUSD, debido, principalmente, a la caída en las exportaciones de soja -que ya están creando una sobreoferta interna y presionando su precio a la baja-, paralelo a un incremento récord en las importaciones de bienes de consumo. Lo anterior podría reflejar la materialización de los efectos de la guerra comercial por un efecto de los aranceles en el valor de las importaciones, que representan, aproximadamente, el 21% del total de las importaciones que llegan a EE.UU. En el mismo sentido, no solo en la actividad agrícola se experimentan las consecuencias de la disputa comercial, pues también en la industria las fábricas estadounidenses han reportado una tendencia creciente en sus costos por el aumento en el precio de los insumos.

A causa de la turbulencia que ha sufrido el mercado recientemente, la curva de los bonos de corto y mediano plazo de EE.UU. (**Gráfica 9**) se invirtió por primera vez en más de diez años, es decir, que el costo de oportunidad por comprar deuda a un plazo menor superó el de un plazo mayor. Esta es una señal clara de que las expectativas de los inversionistas no son optimistas con respecto al futuro, por lo que sus decisiones de compra se orientan hacia bonos de corto plazo. Como se observa en la Gráfica 9, tanto el spread de los bonos entre 5 y 3 años como el de 3 a 2 años se ubicó en terreno negativo en los primeros días de diciembre del 2018. La inversión de la curva de bonos podría predecir una potencial recesión en los próximos años para EE.UU. pues 7 de las últimas 9 recesiones de EE.UU. estuvieron antecedidas por este fenómeno.

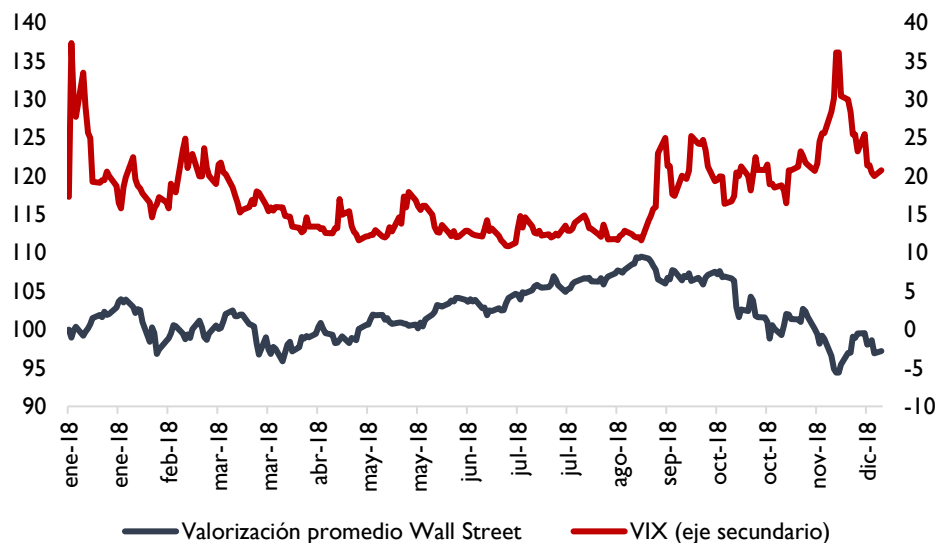
Gráfica 9. Spread bonos del Tesoro de EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos DGPM-MHCP

Los mercados en EE.UU. han ofrecido otras señales de alarma sobre la desaceleración económica en el segundo semestre de 2018. El índice VIX, que mide la volatilidad implícita del mercado accionario de Chicago y actúa como referente del riesgo global, alcanzó tres picos desde que inició la guerra comercial, como se observa en la **Gráfica 10**. Estos incrementos súbitos en la percepción de riesgo han correspondido de manera casi inversamente proporcional a los retrocesos del promedio del comportamiento de los tres principales índices bursátiles de Wall Street (Dow Jones, Nasdaq Composite y S&P 500). Si bien el índice de riesgo alcanzó de julio a diciembre picos inferiores a los registrados en enero de este año, la caída en el mercado bursátil ha sido de la misma magnitud, demostrando que la posición de fortaleza estadounidense se ha ido desvaneciendo.

Gráfica 10. Comportamiento de índices bursátiles y VIX 2018



Fuente: Bloomberg. Cálculos DGPM-MHCP

Ahora bien, como se ha mencionado a lo largo del documento, las economías emergentes han sido las más afectadas por las turbulencias de los últimos meses. En el corto plazo, seguirán sintiendo el impacto por tres motivos: las medidas proteccionistas (imposición de aranceles y otras barreras comerciales), la normalización monetaria en las economías avanzadas –vía flujos de salida de capitales y fuertes movimientos de tipo de cambio- y la alta volatilidad en los precios de los *commodities*. Adicionalmente, cabe resaltar que muchas de estas economías presentan problemas internos como insostenibilidad de la deuda pública o inestabilidad política, lo cual incrementa su posición de vulnerabilidad ante los factores externos.



Como ejemplo de lo anterior, puede citarse el caso de Argentina, que, por su delicada situación fiscal, en medio de un panorama turbulento para los países emergentes, tuvo que recurrir a una línea de crédito con el FMI que le permitiera cumplir con sus necesidades de financiamiento externo.

Considerando lo anterior, el FMI en octubre revisó a la baja la previsión de crecimiento económico de abril para el grupo de países emergentes en 0,2pp y 0,4pp para 2018 y 2019, respectivamente, ubicándolo en 4,7% para ambos años. Además, según proyecciones del FMI, 45 naciones emergentes –responsables del 10% del PIB mundial- crecerán entre 2018 y 2023 menos que las avanzadas en términos per cápita, lo cual implicará un mayor rezago en condiciones de vida.

Sin embargo, en el mediano plazo, las previsiones de crecimiento para países en vía de desarrollo siguen siendo mixtas, pues se espera un comportamiento favorable en las economías de Asia y Europa (con excepción de Turquía) y uno desfavorable en las de América Latina, Oriente Medio y África Subsahariana. El desempeño de cada una de estas recaerá sobre factores nacionales específicos, como el nivel de exportaciones o la confianza de los inversionistas, que impulsarán el crecimiento al alza o a la baja según el caso.

En China, el crecimiento ya se ha visto lastrado en diferentes frentes por la prolongada disputa comercial que mantiene con EE.UU. Aunque en la cumbre del G-20 que se celebró en Buenos Aires a principios de diciembre ambos países acordaron una tregua comercial de 90 días, la confianza entre los inversionistas no logró reestablecerse del todo ya que, paralelo a este anuncio, otro evento sacudió los mercados. Este fue el arresto de la directora ejecutiva china de Huawei en Canadá, que fue pedida en extradición por parte de EE.UU., porque, supuestamente, la empresa incumplió las sanciones reimpuestas a Irán y ha hecho uso de sus equipos de telecomunicaciones para hacer espionaje a favor del gobierno chino.

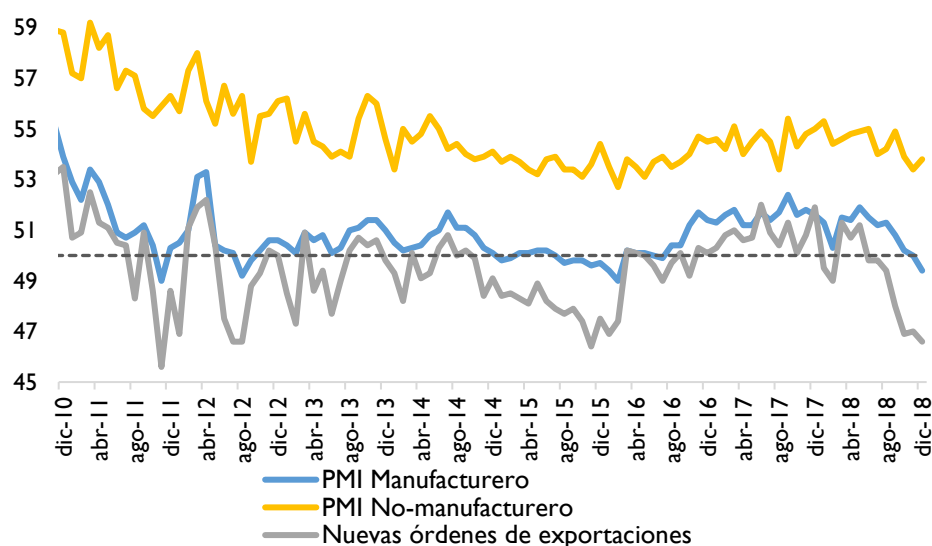
Si bien estas son las razones declaradas públicamente del arresto, la decisión de EE.UU. podría hacer parte de un conjunto de esfuerzos de la administración Trump por limitar el avance de China en el acceso a mercados internacionales, tecnologías de punta y servicios bancarios globales, considerando que Huawei es una de las empresas chinas más importantes en el sector tecnológico. La detención de la alta ejecutiva podría sugerir que las motivaciones estadounidenses en esta guerra económica no son solo comerciales –reducir el déficit comercial para favorecer la industria doméstica-, sino también geopolíticas –ampliar su área de influencia y dominio a nivel mundial-. Así pues, los mercados entendieron la medida de aseguramiento como una movida provocativa de EE.UU. a los chinos en el escenario internacional, borrando cualquier esperanza de hallar un acuerdo que finalice el conflicto en el transcurso de la tregua.

A nivel interno, China ya ha experimentado el impacto de la guerra comercial en sus estadísticas económicas desde septiembre, aproximadamente dos meses después de la aplicación oficial de aranceles punitivos bilaterales. En el tercer trimestre de 2018, la tasa de crecimiento interanual se ubicó en 6,5%, 0,2pp inferior a la del segundo trimestre de 2018 y la más baja observada desde el primer trimestre de 2009.

Otros indicadores económicos prueban que la guerra comercial ha ejercido una influencia negativa en variables reales. En cuanto a la producción industrial, esta aumentó 6,4% interanual en los tres primeros trimestres de 2018, descendiendo del 6,7% registrado en la primera mitad del año.

Las ventas minoristas, que habían incrementado 9,4% en los dos primeros trimestres, subieron menos en los tres primeros trimestres de 2018 (9,3% interanual). Por último, la inversión en activos fijos, variable usada como proxy del gasto en infraestructura, registró un leve repunte creciendo 5,4% entre enero y septiembre, muy distante del 6% previsto por los analistas y muy cercano a ser el ritmo de inversión más débil desde 1996, cuando comenzaron los registros. En el recién terminado cuarto trimestre, el enfriamiento económico es cada vez más irrevocable pues, como se exhibe en la **Gráfica 11**, los índices de gestión de compras manufactureras y de nuevas órdenes de exportaciones se ubicaron en 49,4 y 46,6 respectivamente (ambos valores por debajo de 50 implican una contracción). Mientras tanto, el índice de gestión de compras no manufactureras registró una expansión (se ubica en 53,8), pero ha seguido una tendencia descendente en los últimos meses.

Gráfica 11. Índices de actividad real China

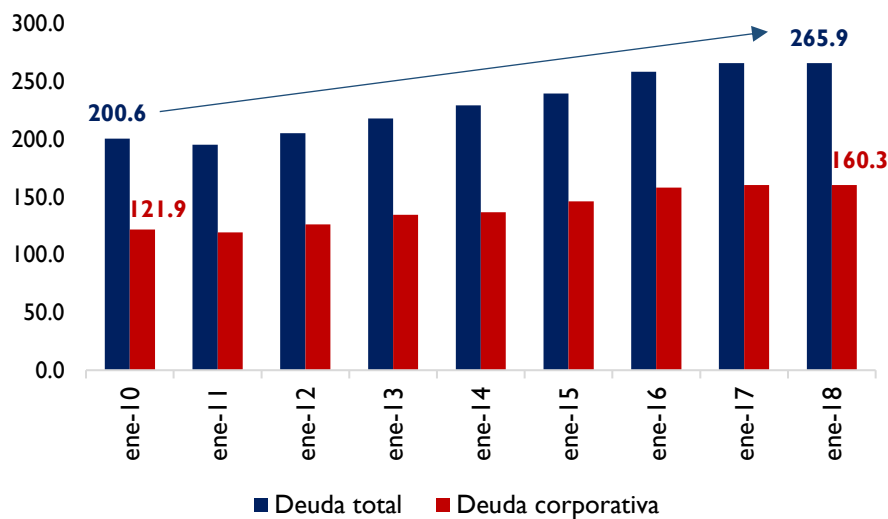


Fuente: Bloomberg. Cálculos DGPM-MHCP

Ahora bien, en línea con los resultados de las variables reales de la Gráfica 11, la guerra comercial ha sido la principal causa del bajo desempeño económico de China en el 2018 por la vía de las exportaciones y la actividad manufacturera, pilares del crecimiento chinos. La desaceleración de estos dos sectores, que son fundamentales generando encadenamientos productivos con efectos extensivos sobre otras áreas de la economía, es la primera señal de alarma importante producto de la tensión comercial con EE.UU., a la que se le suman otras presiones internas.

Por otro lado, la deuda china es a nivel doméstico el principal asunto de preocupación para las autoridades económicas. Luego de la crisis internacional del 2008, un fuerte boom de la inversión para reactivar la economía se tradujo en un fuerte incremento de la deuda bruta, total como se observa en la **Gráfica 12**. Mientras que esta se ubicaba en niveles alrededor del 200% del PIB en enero del 2010, para el primer mes de 2018 se había disparado hasta alcanzar 265,9% del PIB. Más de la mitad de la deuda está en manos de los gobiernos locales y de las corporaciones privadas, estas últimas batieron un récord en 2018 cuando alcanzaron a poseer deuda equivalente al 160,3% del PIB, el triple de la de Alemania y el doble de la de EE.UU. El análisis del sistema financiero de China, que guarda la relación más alta con la economía real a nivel mundial, sugiere la posibilidad de una potencial crisis por la combinación de los siguientes factores: alto nivel de apalancamiento, riesgo crediticio por la baja calidad de los préstamos y vehículos de financiación no contenidos dentro de la regulación oficial.

Gráfica 12. Deuda en China (% del PIB)



Fuente: Bloomberg. Cálculos DGPM-MHCP



La campaña del gobierno chino por reducir el apalancamiento a través del endurecimiento del acceso al crédito, en medio de la desaceleración económica causada por la guerra comercial, podría mermar aún más el consumo y la inversión de lo que la disputa arancelaria ya lo está haciendo. Además, les resta espacio y efectividad a estímulos monetarios como la reducción en el encaje bancario, que se llevó a cabo cuatro veces en el 2018, exclusivamente para rescatar a las pequeñas y medianas empresas de los tiempos difíciles que atravesaban por cuenta de la tensión comercial.

Así pues, China se encuentra en una encrucijada respecto a su sistema financiero, pues requiere reducir el nivel de endeudamiento para hacerlo sostenible nuevamente, pero endurecer las condiciones de acceso al crédito crean un mayor riesgo de desaceleración económica por la menor expansión de la cartera.

El panorama integral de la economía china actual justifica el hecho de que el crecimiento económico para 2019 haya sido revisado a la baja de 6,4% a 6,2% por el FMI. La causa de esta proyección menos optimista es, principalmente, la disputa comercial con EE.UU. y, en menor medida, la desaceleración de la demanda mundial. Se podría concluir entonces que, en China, la diferencia de EE.UU., la incertidumbre en torno al desarrollo del conflicto se ha trasladado a las variables reales que se han movido de manera paralela a la imposición de restricciones comerciales entre ambas partes.

Por último, cabe resaltar que la desaceleración de China tiene repercusiones globales por ser la nación más comercial a nivel mundial. Entre sus principales socios comerciales no sólo están países asiáticos como Vietnam y Malasia, sino también Chile o Sudáfrica que son países representantes del conjunto de emergentes. Para algunas de estas naciones, cuyo común denominador es la dependencia a su principal producto (*commodity*) de exportación, el enfriamiento chino significa una disminución drástica en la demanda por dicho bien. La caída en la demanda, entre otros factores, genera una presión a la baja de los precios internacionales de los *commodities* que se traduce, paralelamente, en depreciación de las monedas emergentes de países productores de *commodities*, y una menor entrada de ingresos fiscales para estos. Ambos fenómenos tienen como resultado una mayor presión inflacionaria y una ampliación del déficit de cuenta corriente que, como se ha mencionado a lo largo de este texto, incrementan la vulnerabilidad de los emergentes a choques externos de cualquier magnitud.

Los cisnes negros: desafíos emergentes

Los acontecimientos que tuvieron lugar en las economías emergentes se dieron en un contexto de un dólar fortalecido y condiciones de liquidez menos expansivas con respecto a años anteriores. Por tanto, estas economías enfrentaron unas condiciones financieras globales más severas, así como un escenario de mayor riesgo generalizado. Lo anterior ocurrió, en parte, como consecuencia de las políticas fiscales expansivas de EE.UU., que impulsaron el crecimiento económico de este país por encima de su nivel potencial, y promovieron la salida de capitales de economías emergentes.

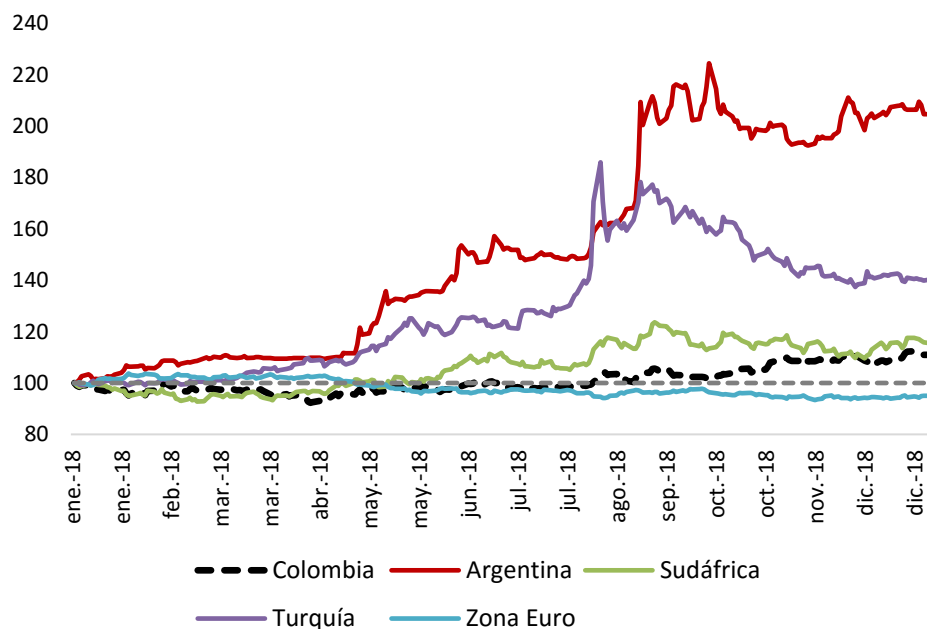
Este conjunto de países fue el principal perjudicado de la crisis de incertidumbre y riesgo en el marco internacional de la redirección de los flujos de capital hacia economías más seguras. Sin embargo, en el transcurso del año, algunas economías se vieron más perjudicadas que otras, lo que ha dependido, en gran medida, del contexto macroeconómico de cada una de ellas, y en particular, de la fortaleza de los fundamentales o la inestabilidad política que agudizó los impactos en muchos de estos países. Estas economías quedaron expuestas a los efectos de la volatilidad en los mercados financieros, lo que generó fuertes devaluaciones de sus monedas. En lo corrido de 2018, el peso colombiano se depreció 11%, mientras que la moneda argentina se depreció 105%, la de Sudáfrica 15% y la de Turquía 40% (**Gráfica 13**). De esta forma, se puede concluir que el peso colombiano se ha mantenido relativamente estable en un escenario de alta volatilidad e incertidumbre, mientras que las monedas de los otros países estudiados han estado sometidas a más presión, demostrando que estos países tienen un mayor nivel de vulnerabilidad a los acontecimientos externos.

Como se ha mencionado a lo largo del documento, el Fondo Monetario Internacional proyecta una desaceleración de la economía global en 2019 como resultado, principalmente, del menor desempeño de las economías tanto desarrolladas como emergentes. Por un lado, EE.UU. será sujeto de una desaceleración en su crecimiento, pasando de un estimado de 2,8% en 2018, a 2,5% en 2019, de acuerdo con el Banco Mundial, producto de los efectos de la guerra comercial con China, y la suavización de los efectos de los estímulos fiscales. Por otro lado, el proceso de moderación económica en China se hará más evidente en 2019, pasando de un crecimiento esperado en 2018 de 6,5% a 6,2% en 2019, por el conflicto comercial y sus alarmantes niveles de endeudamiento corporativo. Asimismo, la zona euro enfrenta la incertidumbre derivada de las discusiones sobre el acuerdo de salida del Reino Unido de la Unión Europea, sumado a las alertas generadas en 2018 por la situación fiscal en Italia y el descontento social en Francia.

Todo lo anterior genera un panorama de menor demanda externa, intensificación de las tensiones comerciales, niveles de endeudamiento tanto públicos como privados insostenibles, aumento de la aversión al riesgo que extendería el periodo de *flight to quality*, mayores primas de riesgo que generarían un mayor costo de endeudamiento, y debilitamiento del precio de los *commodities*. Por último, este escenario de incertidumbre ha generado señales confusas con respecto a las decisiones de política monetaria que llevará a cabo la FED en 2019, en línea con la reversión de la curva de rendimientos de los bonos del tesoro, lo que ha generado señales de alerta a favor de una recesión económica en EE.UU. Por tanto, lo anterior configuraría un escenario internacional con un alto nivel de incertidumbre para Colombia, pues, a pesar de la resiliencia que la economía colombiana mostró en 2018, esta estará expuesta a los riesgos latentes que se podrían materializar en 2019.

Gráfica 13. Índice de tipo de cambio

(Base 100 = Enero 1 de 2018)



Fuente: Bloomberg. Cálculos DGPM-MHCP



Notas al pie

¹ PIB de 2017 a precios corrientes.

² Acumulación de déficit tanto en el frente fiscal como el corriente.

³ Argentina experimentó una sequía desde noviembre de 2017 hasta febrero de 2018 que se consideró como la peor de los últimos 50 años. En esta, los registros de lluvia se ubicaron entre 100 y 400 milímetros por debajo del promedio histórico de lluvias caídas desde 1973 y fueron particularmente perjudiciales para el cultivo de maíz y soya que se desarrolla en esta época del año.

⁴ El déficit fiscal promedio en el periodo 2010-2014 fue de 2,9% del PIB.

⁵ El Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico de la Unión Europea (UE) fue sellado en julio de 1997 entre los países miembros del bloque para asegurar que se mantuvieran finanzas públicas sanas, después de la introducción de la moneda común. En este se acordó que, como porcentaje del PIB, la deuda pública no debería exceder el 60% y el déficit fiscal el 3%.

⁶ Entre 2009 y 2014 representaron aproximadamente el 50% de la cuenta financiera.

⁷ Esto implica que el nivel del PIB observado es superior al nivel del PIB potencial.



REPORTE DE HACIENDA 2018

Ministerio de Hacienda
y Crédito Público



MINHACIENDA