

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Laura Clavijo y Ekaterina Cuéllar

Enero 27 de 2016

Turbulencia internacional y efecto riqueza: Colombia y Estados Unidos

Tras la prolongada crisis financiera de 2007-2013, Estados Unidos ha entrado en una fase de frágil recuperación durante 2014-2016, creciendo a tasas promedio del 2.2% anual, pero sin alcanzar aún su potencial de crecimiento del 3%. Si bien el consumo de los hogares se ha expandido a ritmos aceptables del 3% anual, la inversión se ha visto golpeada por el desplome de los precios del petróleo.

Adicionalmente, la disminución de la tasa de desempleo hacia sus niveles NAIRU del 5% todavía no se refleja en alzas salariales significativas que permitan pensar en la recuperación del consumo. Más aún, si bien se tuvo un positivo “efecto riqueza” durante 2012-2014, proveniente de la recuperación del sector hipotecario y de la renta variable, este ahora se ve amenazado por la desaceleración proveniente de China y el desplome de la renta variable a nivel global en los inicios de 2016. Veamos este ciclo del “efecto riqueza” con mayor detalle.

Recordemos cómo los hogares, en el caso de Estados Unidos, alteran su consumo en función de la valorización/desvalorización de sus viviendas y, en menor medida, de sus activos financieros (particularmente acciones), según Case *et al.* (2013). Por ejemplo, durante 1975-2012, se encontró que un incremento del 1% en el valor de la vivienda podría generar un aumento del 0.03% en el consumo de los hogares en Estados Unidos.

Cabe resaltar que este efecto riqueza del sector vivienda sobre el consumo de los hogares prácticamente triplica el atribuible a las acciones. Esto es algo sorprendente, dado que solo cerca del 30% de la riqueza de los hogares de Estados Unidos se concentra en la tenencia de vivienda,

mientras el restante 70% está representado en activos financieros (incluyendo inversiones en los fondos de pensiones).

A nivel del ciclo-riqueza, cabría esperar un efecto positivo sobre el consumo de los hogares, resultado de la recuperación de los precios de la vivienda en Estados Unidos a tasas del +8% anual durante 2012-2014 vs. el -7% anual de 2007-2011, según el indicador S&P/Case-Shiller. Allí ha sido determinante el prolongado impulso monetario, el cual ha propiciado tasas de interés hipotecarias históricamente bajas (bordeando el 3.5%-4% anual a horizontes de 30 años).

Esta recuperación hipotecaria se vio reforzada por el rebote del mercado accionario, registrando valorizaciones a ritmos del 18% anual durante 2012-2014, según el índice S&P-500 (ver gráfico 1). Así, el efecto riqueza había sido claramente positivo durante la fase 2012-2014, aupado por las inyecciones de liquidez del Fed.

Sin embargo, el período 2015-2016 ha enfrentado alguna reversión en esos positivos efectos riqueza por cuenta de: i) la desaceleración en las valorizaciones hipotecarias (ahora a ritmos del 5% anual vs. el 8% anual en 2012-2014); ii) la desvalorización accionaria (cerrando el índice S&P-500 en un -1% en 2015); y iii) el inicio de alzas en la tasa repo del Fed, cuya eventual alza hacia el 1.5% para finales de 2016 estaría restando cerca de un -0.2% al crecimiento del PIB-real de Estados Unidos (si es que llegaran a darse, como lo proponía el Fed en diciembre de 2015). Parte de la reversión accionaria reciente en Estados Unidos se explica por las correcciones a la baja en acciones de tecnología.

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Laura Clavijo y Ekaterina Cuéllar

Cabe preguntarse, ¿qué nos sugiere “el efecto riqueza” para el caso de Colombia durante 2015-2016? Recordemos que la riqueza de los hogares colombianos se concentra en un 75% en la vivienda (vs. 45% a nivel mundial). Aquí la valorización de dicho activo ha sido pronunciada durante 2005-2015, alcanzando ritmos del 6% real anual y ubicándose cerca de un 40% por encima de su promedio histórico. Esta ha sido una de las contra-partidas de la conocida “Enfermedad Holandesa”, pues al dificultarse la exportación de bienes diferentes a los *commodities*, debido a la apreciación cambiaria de 2005-2014, la inversión se volcó sobre la vivienda (los no transables).

Con relación a los activos financieros, los hogares colombianos solo concentran un 25% de su riqueza en dicho rubro (vs. 55% a nivel mundial). El índice accionario COLCAP había registrado valorizaciones del +12% anual durante 2007-2012, reforzando el positivo “efecto riqueza” de la valorización hipotecaria (antes comentada), ver gráfico 2. Sin embargo, la reversión minero-energética del período 2013-2015 ha provocado una pérdida acumulada de casi el -40% en dicho COLCAP. *Esto implica que durante el periodo 2005-2015, “el efecto riqueza” en Colombia todavía arroja un efecto positivo neto del orden del*

20% (= $0.75 * 40\%$ de la vivienda - $0.25 * 40\%$ de las acciones).

Pero, ¿qué cabe esperar del comportamiento del “efecto riqueza” para 2016-2017? En el caso de Estados Unidos, su efecto debería ser ligeramente positivo sobre el consumo de los hogares, soportado por: i) la recuperación del sector hipotecario, aunque a ritmos inferiores, debido al freno de las mayores tasas de interés; y ii) la relativa estabilidad del S&P-500 hacia un 3%-4% (vs. -1% en 2015), en línea con el esperado aumento en las utilidades empresariales.

En el caso de Colombia, dicho “efecto riqueza” pasaría de ese positivo efecto 2005-2015 (20%) hacia una posición neutra o ligeramente negativa durante 2016-2017. Ello sería el resultado de: i) la corrección bajista en el mercado hipotecario, por cuenta de la evidente sobre-oferta en vivienda de estratos medios-altos, de oficinas y de hoteles (un “pinchazo de la burbuja”, afortunadamente no apalancada en crédito bancario); y ii) un estancamiento del índice COLCAP en niveles muy bajos de 1.200 puntos, donde su Relación Precio/Ganancia de 15 (vs. el promedio histórico de 20) todavía resultaría insuficiente para propiciar una recuperación significativa, dadas las serias dificultades macro-financieras externas y fiscales de Colombia.

Gráfico 1. Riqueza de los hogares en Estados Unidos
(Var. % real anual)

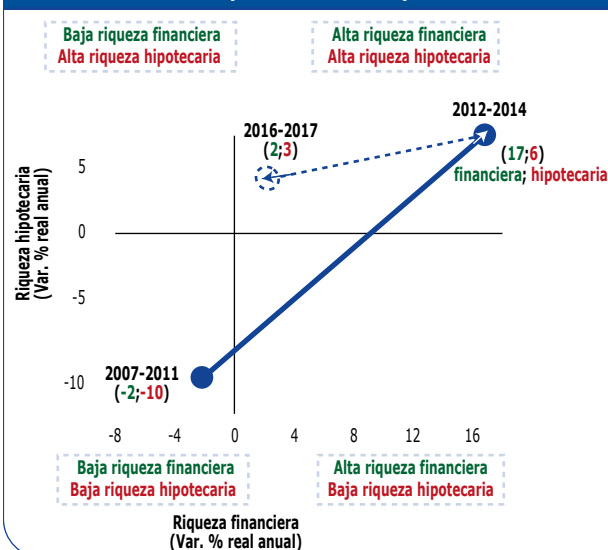
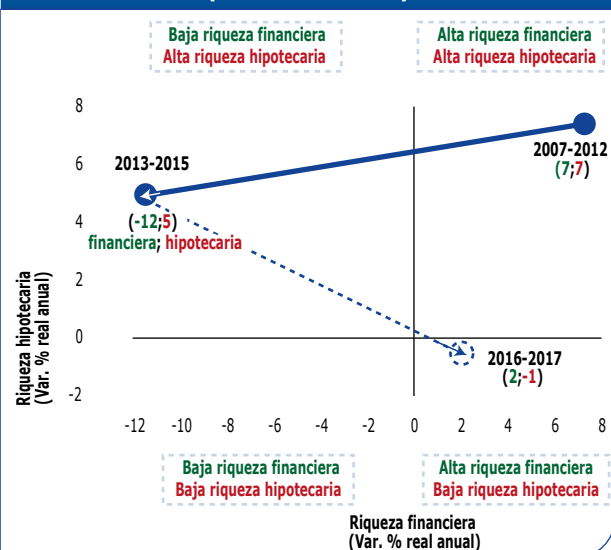


Gráfico 2. Riqueza de los hogares en Colombia
(Var. % real anual)



Fuente: cálculos Anif con base en Credit Suisse (*Global Wealth Databook* 2015).