

Comentario Económico del día



Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Alejandro Vera y Nelson Vera

Mayo 3 de 2016

Agotamiento de la Política Monetaria Global

Después de haber cesado las inyecciones de liquidez en 2014 y de iniciar las alzas en su tasa repo a finales de 2015, el Fed enfrenta un complejo acertijo sobre su postura monetaria a lo largo de 2016. A las señales de estancamiento en Europa y de desaceleración en Japón, ahora se suma una menor dinámica económica en los emergentes, particularmente en los BRICs y América Latina. La contrapartida ha sido una apreciación del dólar frente a las monedas duras que ha venido frenando la expansión de su propio sector externo, provocando crecimientos que apuntan hacia solo un 1.7% en los Estados Unidos en 2016 (inferior al 2.4% de 2015).

Así, en el corto plazo, ha quedado claro que, en el mejor de los casos, el Fed tan solo estaría subiendo 50pbs durante el segundo semestre de este año, cerrando 2016 en 1% su tasa repo (en vez de los +100pbs que se pronosticaba al cierre del año anterior), ver gráfico adjunto.

El acertijo monetario consiste en que el mercado laboral de los Estados Unidos continúa muy dinámico, habiendo alcanzado ya su tasa de desempleo NAIRU del 5% y donde la “inflación subyacente” registra niveles del 2%, validando las preocupaciones de una buena parte de los

miembros del Fed. Si a ello se agregan los riesgos de rápidas alzas en el salario mínimo, aupadas por las campañas políticas populistas (de ambos bandos partidistas), es evidente que hacia el mediano plazo el Fed no estaría en capacidad de bajar la guardia anti-inflacionaria.

En efecto, el grupo “ortodoxo” al interior del Fed, liderado por su vice-presidente Fischer, ha venido subrayando la existencia de menores espacios monetarios fundamentado en este “trade-off” clásico de la llamada “Curva de Phillips” (ver *Informe Semanal* No. 1298 de enero de 2016). En el grupo menos ortodoxo del Fed militan la Co-directora Brainard y los destacados presidentes regionales Dudley (Nueva York) y Evans (Chicago), quienes recomiendan mantener la actual postura de laxitud por períodos más prolongados, dada la elevada volatilidad financiera global y el fortalecimiento del dólar (antes comentado). La Presidente Yellen tiene la difícil tarea de mantenerse como “directora creíble de la orquesta” del Fed, balanceando los argumentos de ambos bandos en el día-a-día (ver <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160329a.htm>).

Como era de esperarse, el mercado ha respondido con valorizaciones de la renta variable ante

**CRÉDITOS DE LIQUIDEZ
Y CARTERA ORDINARIA.**

Continúa

Dos excelentes alternativas
para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

www.bancoavvillas.com.co

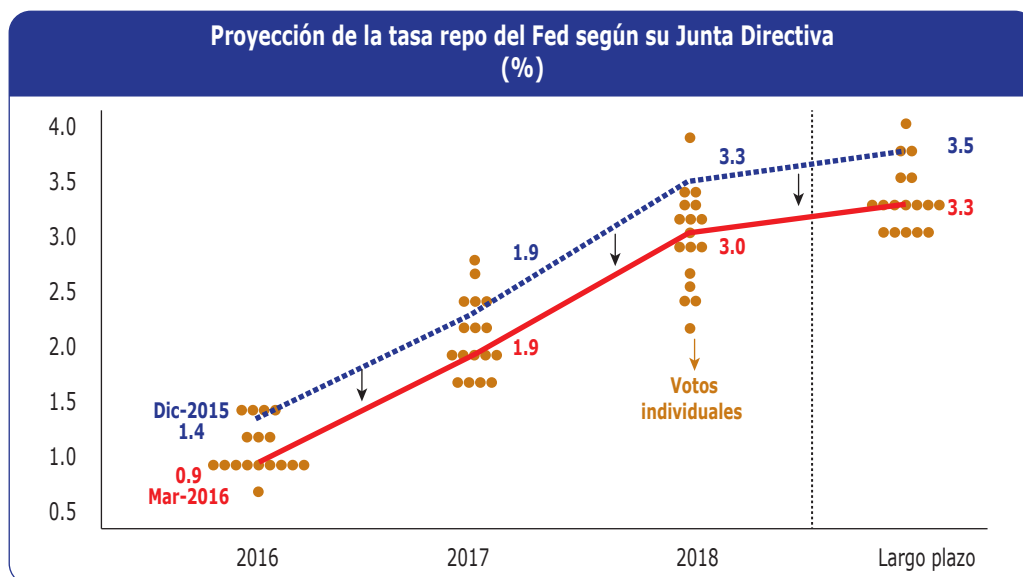
Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Alejandro Vera y Nelson Vera

estos vientos de mayor laxitud del Fed. Por ejemplo, el índice S&P-500 ha regresado hacia los niveles de 2.050 (+3% anual), arriba de niveles que el mercado evalúa como insostenibles si el Fed decide elevar su tasa repo. A nivel global, las inyecciones de liquidez del Banco Central Japonés (BoJ) y del BCE lucen insuficientes para sostener valorizaciones de esos mercados, pues sus efectos sobre el sector bancario han sido de postulación de su margen financiero por cuenta del efecto de las tasas negativas en sus ventanillas de descuento.

Dado este complejo panorama monetario global, cabe preguntarse: ¿Cuánto tiempo más podrá la política monetaria “sostener” los mercados de capitales en ausencia de políticas fiscales que le den mayor soporte estructural hacia el mediano plazo? Diversos análisis concluyen acertadamente que el “estancamiento secular” del mundo desarrollado y su baja productividad pronto estarán agotando los magros efectos de los impulsos monetarios ya comentados (ver FMI-WEO 2016 y El-Erian 2016, *The Only Game in Town*).

Una forma de visualizar la insostenibilidad macro-económica del mundo desarrollado del período 2015-2017 es a través de resaltar tres fragilidades evidentes: i) las tasas de interés negativas están agravando la “retracción crediticia”, donde no es gratuito que las acciones bancarias sean unas de las más desvalorizadas en 2016 (-15% en lo corrido del año a abril); ii) se están postergando las reformas pensionales y laborales (especialmente en Francia e Italia), lo cual continuará agravando la posición fiscal, donde la relación Deuda Pública/PIB continúa bordeando el 100%, tanto en la Zona Euro como en Estados Unidos; y iii) está ganando tracción la peligrosa idea de sustituir esos ajustes fiscales estructurales con una deliberada “re-inflación” de las economías para evitar los riesgos de mayores caídas en la demanda agregada, lo cual se haría a través de elevar las metas de inflación y/o de “regalar” dinero vía Bancos Centrales (... lluvias de dinero desde helicópteros, como los que imaginó Milton Friedman que no deberían ocurrir). La confusión global macro-económica ha llegado al punto en que hasta el prestigioso *The Economist* (marzo 26 de 2016) parece haber perdido la brújula de la ortodoxia económica al recomendar esquemas de re-inflación.



Fuente: elaboración Anif con base en Fed.