



Mercados financieros de la región:

LA TURBULENCIA TIENE LA PALABRA

En las últimas semanas la gran turbulencia de los mercados financieros latinoamericanos ha prendido las alarmas de analistas locales y regionales. Parece haber todo un consenso en el sentido de que este comportamiento ha estado motivado por un hecho internacional de la mayor relevancia: el inminente incremento de las tasas de interés de los Estados Unidos por parte de la Reserva Federal.

Claramente la expectativa de un aumento en las tasas de interés de los Estados Unidos ha eliminado el atractivo de los inversionistas internacionales hacia los países de la región. Buena parte de ellos han decidido liquidar sus posiciones en estos mercados y han buscado otras alternativas.

Los efectos de esta dinámica no se han hecho esperar. En primer lugar, las tasas de cambio de los países, que venían registrando niveles de devaluación muy bajos o revaluaciones como Chile y Colombia cambiaron su tendencia de manera considerable.

En segundo término, se ha generado un importante incremento de los *Spread* que paga la deuda soberana de los países de la región.

Finalmente, se ha producido un deterioro de los indicadores bursátiles de los países latinoamericanos.

Lo curioso de toda esta coyuntura es que los principales indicadores económicos de los países de la región muestran una dinámica favorable. Una clara muestra de ello lo constituye el hecho de que en Chile, México y Brasil los resultados de crecimiento económico han superado las expectativas en este frente. Similar comportamiento se registra en Argentina, Venezuela y Colombia.

Ahora bien, en los últimos días algunos mercados internacionales se han estabilizado. Sin embargo las autoridades económicas tienen claro que deben empezar a tomar sus decisiones con-

siderando que las buenas condiciones de bajas tasas de interés y de devaluación del dólar están llegando a su final y estos son factores que podrían afectar los flujos de capitales hacia los países en desarrollo.

Las condiciones previas a la turbulencia

Durante el año 2003, los mercados emergentes en general se convirtieron en receptores de recursos de financiamiento externo. Tal como lo señala el último reporte de estabilidad global del Fondo Monetario Internacional (FMI)¹, el ascenso vertiginoso de los mercados de deuda pública de los países emergentes y el consecuente flujo de capitales hacia estas economías se puede explicar a través de dos determinantes: los fundamentales de cada país y las bajas tasas de interés de los mercados de países desarrollados.

En primera instancia, el desempeño de las economías emergentes y el aumento promedio de la calificación de la deuda soberana, las situó en un nivel de percepción de riesgo soportable y afín para realizar inversiones.

Por otra parte, las tasas de interés en los países desarrollados se encontraban en su nivel más bajo de las últimas décadas y como consecuencia, la liquidez no se constituía en una restricción del lado de la oferta de recursos para invertir en los mercados emergentes.

El rally hacia los mercados emergentes fue el resultado de las perspectivas favorables sobre el desempeño, que atraía los flujos, y unas condiciones de tasas de interés y liquidez que los expulsaba de los mercados desarrollados.

Ahora bien, pese a este diagnóstico en la región se hace evidente la noticia del incremento en las tasas de interés de Estados Unidos.

Tal situación se soporta no sólo en los anuncios realizados por la Reserva Federal, sino en dos

¹ Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues. International Monetary Fund. April 2004.

hechos económicos que apuntan a una eventual decisión en ese sentido: de un lado, el considerable incremento observado en el nivel general de precios de la economía norteamericana (en el mes de abril la inflación anual ascendió al 2.3%) y, de otro, los mejores resultados en materia de desempleo (durante abril se crearon 288 mil nuevos puestos de trabajo).

Ambos factores son una clara muestra de que la economía estadounidense sigue consolidando un dinámico proceso de reactivación, el cual permite pensar en la posibilidad de acciones de política por parte de la autoridad monetaria.

¿Y la situación ha cambiado en la región?

A juzgar por las cifras que se presentarán a continuación, es un hecho que los principales indicadores económicos de la región, no han cambiado de manera desfavorable; por el contrario, las expectativas en torno a un mejor desempeño económico siguen siendo el elemento común en nuestros países

Chile

El pasado 24 de mayo se conoció que la economía chilena experimentó un crecimiento de 4.8% durante el primer trimestre del año. Este anuncio no sólo fortaleció el pronóstico para el desempeño del 2004, que se ubica por encima de 5%, sino que va par y paso con un crecimiento dinámico de la demanda interna del país, que durante el mismo período se incrementó en 5.2% frente al año inmediatamente anterior.

Desde el punto de vista del sector real, las cifras publicadas recientemente por la Sociedad de Fomento Fabril, SOFOFA, dan cuenta de un crecimiento en los últimos doce meses del 6.4% en la producción industrial mientras que las ventas, en el mismo período, hicieron lo propio en un 4.8%.

Quizá el principal promotor de los anteriores resultados es el comercio exterior. En abril las exportaciones alcanzaron un total de US\$ 2.7 mil millones, que significan un incremento de 26.7% con respecto al mismo período del año anterior.

De otro lado, las últimas cifras reveladas por el Instituto Nacional de Estadística señalan que el

país enfrentó una tasa de desempleo del 8.7% en el período enero-abril del presente año, en una coyuntura caracterizada por la generación de nuevos puestos de trabajo, pero también por un aumento en la fuerza laboral.

En Chile, el nivel de precios alcanza uno de sus niveles más bajos de los últimos años. Tras registrar una inflación de 1.1% en el año inmediatamente anterior, el índice de precios al consumidor registró una variación positiva de 0.4% en el período marzo-abril.

No obstante, al comparar este resultado con el obtenido doce meses atrás, se observa que la actual es una coyuntura cercana a la deflación, pues la variación es del orden de -0.3%.

Durante el 2003, Chile registró un déficit fiscal de 0.8% del PIB.

Brasil

El PIB de Brasil creció 2.7% en el primer trimestre del año. Este resultado, según el ministro de Hacienda Antonio Palocci, consolida la meta de 3.5% de crecimiento para el año 2004.

Sin embargo, durante este mismo periodo la tasa de desempleo fue de 13.1%, cifra que supera en casi un punto porcentual a la presentada al final del 2003.

De otro lado, la inflación registrada entre marzo y abril fue de 0.37%, 1% más baja que la registrada en el mes anterior. Este comportamiento no motivó cambios en la meta que se fijó el banco central, pues el pasado 26 de mayo anunció que se mantendrá firme en el propósito de que al final del año se alcance una inflación de 5.5%

Desde el punto de vista fiscal, Brasil registró al final del año 2003 un déficit de 5.2% como porcentaje del PIB. Sin embargo, el pasado 21 de mayo se anunció que en abril el gobierno nacional registró superávit primario del orden de 7.520 millones de reales. Esta cifra es superior a los 6.220 millones de reales registrados en el mismo período el año anterior.

La importancia de estos resultados recae en el cumplimiento del acuerdo suscrito entre este país y el FMI.

En él se consigna que el gobierno debe registrar un superávit primario neto de intereses no inferior al 4.25% del PIB, esto es alrededor de 70 mil millones de reales. Con estas exigencias, se busca que la razón deuda/PIB del país, que actualmente es del orden de 57%, se estabilice.

Este resultado, que supera en 5.1 mil millones de reales la meta del gobierno, se atribuye principalmente a los ingresos del impuesto a la renta, que vencen en abril, así como a los impuestos corporativos y a la participación del país en exploraciones de petróleo y gas natural.

Argentina

El crecimiento del PIB durante el cuarto trimestre de 2003 fue de 11.3%. Los últimos resultados publicados del indicador mensual de actividad económica dan cuenta de una variación del 1% en el marzo.

En contraste, en el mismo mes se observó una caída de la producción industrial del orden del 3.9% y un repunte significativo tanto de los indicadores de consumo como de los de importaciones. Estos últimos se incrementaron en 81% durante el mismo periodo.

Pese a los resultados reportados, la encuesta de expectativas de los empresarios se muestra positiva frente a lo que resta del año 2004, ya que en gran medida, el retroceso de la dinámica de la producción es consecuencia de la crisis energética que ha llevado a reducir la escala productiva con el fin de evitar eventuales racionamientos.

Se espera que el crecimiento de la producción retome su ritmo y crezca a una tasa cercana al 10%.

A la desaceleración de la producción de abril, se sumó la caída en la actividad constructora la cual experimentó una variación negativa de 4.9% respecto al mes de marzo.

Por su parte, la dinámica del mercado laboral se caracteriza por una tasa de desempleo, que según la última información disponible, alcanzó el 14.5% al final del año 2003.

Al finalizar dicho año se registró un superávit fiscal de 0.5 % del PIB. Sin embargo este resultado debe revisarse con sumo cuidado, pues

a la luz de las circunstancias puede resultar incipiente. No hay que perder de vista que Argentina se encuentra haciendo los últimos ajustes al plan con el cual pretende reestructurar su deuda pública.

El presidente Néstor Kirchner declaró recientemente que el plan, que se dará a conocer en menos de un mes, propone una reducción del 75% del valor de la deuda. En este momento se discute si el recorte se hará sobre el valor nominal o el valor presente de la misma.

México

Las perspectivas más conservadoras sobre el crecimiento de la economía mexicana en el 2004 están entre el 3.0% y el 3.5%. Esta meta se percibe consistente tras los resultados del primer trimestre que muestran una variación anual del PIB del orden del 8.8%.

No obstante, la preocupación tras las buenas noticias sobre crecimiento económico están centradas en la inflación que durante el mismo periodo de referencia alcanzó un nivel del 4.9 % en el año comprendido entre el primer trimestre de 2003 y el del 2004.

Por su parte, la tasa de desempleo experimentó una leve alza, pasando de 2.9% a 3.5%, entre abril de 2003 y el mismo mes de 2004.

Por su parte, los indicadores del sector público no financiero dan cuenta de un déficit del orden del 0.6% del PIB.

Colombia

El PIB experimentó un crecimiento de 3.7% durante el año 2003, el mayor desde 1995. Para el gobierno el crecimiento durante el 2004 superará ligeramente el del año anterior, ubicándose en el 4%.

El primer trimestre ha reportado un mayor dinamismo del sector exportador. En este periodo las exportaciones crecieron 10.2% frente al resultado del mismo periodo en el 2003.

El desempleo en Colombia alcanzó el 13.6% en marzo de 2004. Esta cifra es inferior a la registrada al finalizar el año 2003 (14.7%)

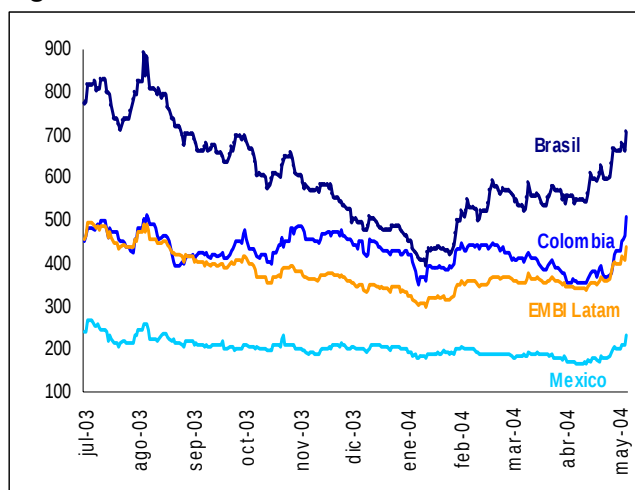
En abril se experimentó una variación del IPC de 0.46%, que se traduce en una inflación del 3.57% en lo corrido del año.

El panorama anterior se caracteriza, en general, por buenos resultados, expectativas favorables para las economías de la región y señales claras de reactivación. No obstante hay que tener en cuenta la presencia de aspectos, que en cada caso, configuran una amenaza para la consolidación del crecimiento económico de los países vecinos.

El hecho concreto: un cambio en los flujos de capitales

Tal como se ha venido señalando en entregas anteriores de La Semana Económica², pese a que del lado de los fundamentales de las economías no parecen existir razones que justifiquen un cambio en la percepción del riesgo de las mismas, los inversionistas buscan reaccionar con anticipación a los anuncios que se presume se conocerán el próximo mes.

Gráfico 1
Evolución del EMBI+ de las economías de la región



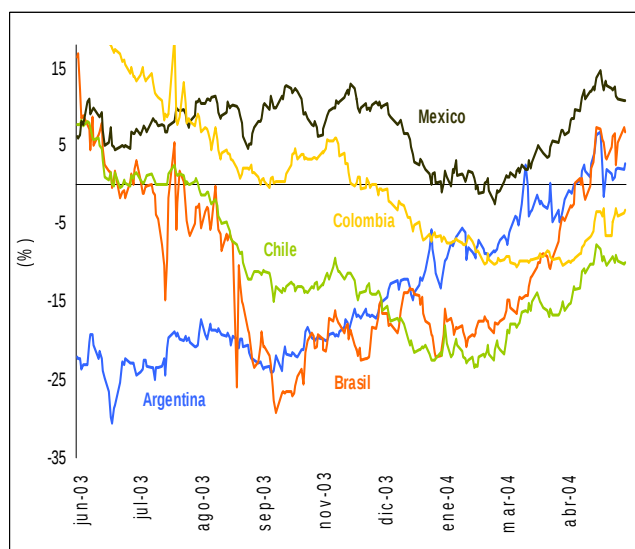
Fuente: J.P. Morgan

² Mercados financieros: tres buenas noticias y un mal resultado. En La Semana Económica No. 455.

El efecto empieza a ser notorio sobre las economías latinoamericanas y recientemente en el ámbito local. El cambio en esta tendencia también se manifiesta en el repunte que experimenta el índice EMBI+ para los países de la región.

Adicionalmente, las tasas de cambio de algunos de estos países presentan un quiebre en las tendencias revaluacionistas experimentadas al final del 2003 y comienzos del 2004. (Gráfico 2)

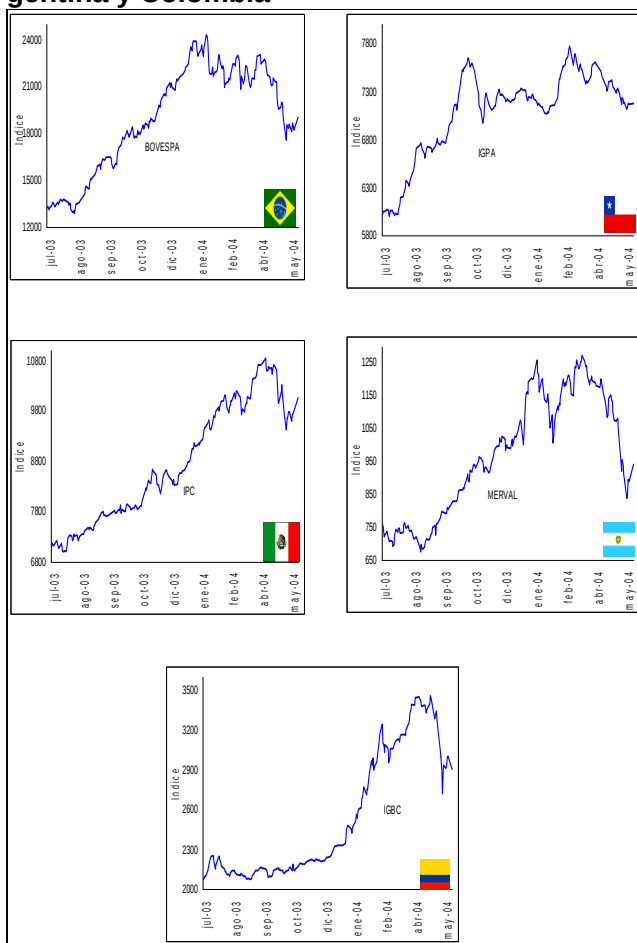
Gráfico 2
Devaluación anual de las tasas de cambio frente al dólar



Cálculos: Asobancaria.

Finalmente, en el gráfico 3 se muestra que durante las últimas jornadas las bolsas de la región han registrado caídas significativas, cuya magnitud deja de ser apreciable en la mayoría de los casos.

Gráfico 3
Índices bursátiles de Brasil, Chile, México Argentina y Colombia



Fuente: Bolsas de Valores de Colombia, Brasil, México, Chile y Argentina

Comentarios finales

Los agentes anticipan los cambios en el entorno económico a través de las expectativas. Estas son las previsiones sobre las magnitudes futuras de las variables económicas. Si éstos agentes se comportan racionalmente, formarán sus expectativas haciendo uso de toda la información que se encuentre a su alcance.

Para los agentes el aumento de las tasas de interés de la Fed en los próximos meses es casi una certeza, especialmente por dos razones: (i) Otros mercados como Inglaterra y Australia ya

corrigieron sus tasas al alza, (ii) existen presiones inflacionarias en la economía norteamericana que requieren la toma de medidas de política monetaria.

La decisión de la Reserva Federal para muchos analistas ha tardado más de la cuenta. Esto ha generado volatilidad en los mercados y presionando a que el ajuste requerido sea mayor. Ante esta situación, los agentes económicos han venido recomponiendo sus portafolios, liquidando sus posiciones en activos de mercados emergentes lo cual ha generado un autocumplimiento de sus expectativas sobre los flujos de capitales.

No es fácil establecer si el escenario actual es el principio o el final del ajuste. Existe una gran incertidumbre sobre las reacciones de la economía norteamericana y sobre si las decisiones de política en materia de tasas de interés permitirán llevar a la economía al nivel adecuado sin que se presente un ajuste brusco.

Ahora bien, lo que sí queda claro en los países de la región es que los síntomas de reactivación y satisfactoria dinámica de sus economías son un hecho. Sin embargo, la percepción generalizada de que el ambiente de tasas internacionales no es sostenible, ha generado un considerable efecto sobre los flujos de capitales hacia estos mercados.

Ojalá el incremento en las tasas de interés de los Estados Unidos no supere los pronósticos de los agentes y no termine por afectar el proceso de recuperación económica de la región.