



Coyuntura cambiaria:

LA ECONOMIA NORTEAMERICANA TIENE LA PALABRA

No cabe duda de que uno de los temas de la mayor importancia en la actual coyuntura económica lo constituye el comportamiento de la tasa de cambio. Si bien la tendencia revaluacionista del peso se viene observando desde octubre del año pasado, tal situación se ha agudizado en los últimos días. En efecto, en lo corrido del 2004 el peso se ha revaluado en cerca del 2%, cifra que contrasta con el 1.81% de devaluación presentado el mismo periodo del año anterior.

Cierto es que factores internos han motivado este comportamiento. Como lo señalamos en la edición 436 de La Semana Económica, determinantes como el diferencial de tasas de interés, el crédito neto público y privado, la inversión extranjera en Colombia y las remesas de colombianos en el exterior han propiciado una mayor entrada de divisas al país y por esta vía una mayor revaluación del peso.

Sin embargo, no hay que perder de vista que también existen factores externos que, en buena medida, han contribuido a una acelerada y considerable apreciación de la tasa de cambio. Hoy es un hecho que la dinámica de la economía norteamericana, enmarcada por elevados niveles de déficit fiscal y comercial y bajos registros de tasas de interés, ha motivado una importante entrada de divisas al país. Sin duda, en materia cambiaria la economía de Estados Unidos tiene la palabra. Es esta una de las principales razones por las que muy a pesar de las decididas acciones de las autoridades económicas colombianas, la tasa de cambio aún no evidencia una corrección en su dinámica revaluacionista.

No hay que perder de vista que, en la medida en que las autoridades económicas norteamericanas propicien una corrección del desbalance fiscal, así como un incremento en los niveles

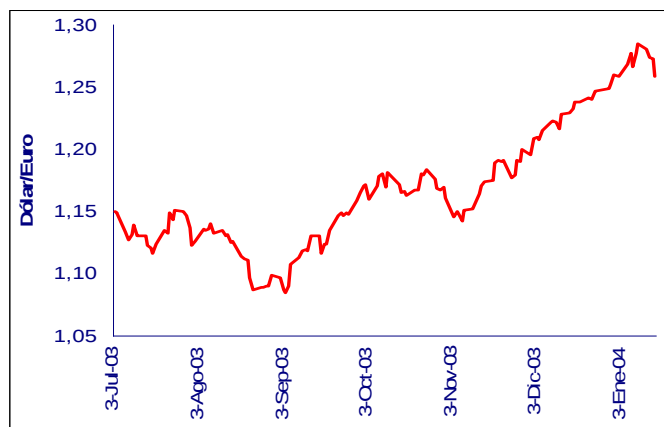
de tasa de interés del mercado local, la tendencia devaluacionista del dólar podría revertirse a nivel global.

El mercado cambiario en Estados Unidos

Mientras que el peso se ha revaluado con respecto al dólar, éste último ha registrado una sostenida devaluación con respecto al euro. Como se observa en el siguiente gráfico, la tendencia devaluacionista del dólar ha sido evidente desde el tercer trimestre del 2003.

Gráfico 1

Tasa de cambio dólar/euro



Fuente: Pacific Exchange Rate Services

Al respecto, la revisión de algunas cifras de la economía norteamericana resultan útiles para explicar la dinámica de su tasa de cambio. Si bien es cierto que el crecimiento económico de Estados Unidos alcanzó en el 2003 niveles sin precedentes (8.2% en el tercer trimestre), la situación fiscal y comercial y sus niveles de tasas de interés han motivado la depreciación de la divisa.

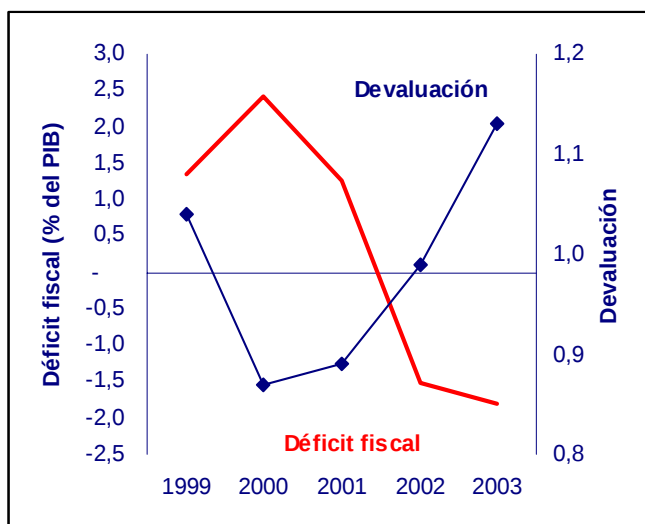
El déficit fiscal

La naturaleza expansiva de la política fiscal que ha experimentado Estados Unidos durante la administración del presidente Bush ha

propiciado un desbalance en materia de ingresos y gastos. Los últimos años se han caracterizado por el cambio radical en esta tendencia.

Las cifras preliminares muestran que al finalizar el año fiscal 2003 el déficit fue cercano a 1.8% del PIB, resultado explicado en buena medida por los menores ingresos tributarios generados por la política de la actual administración y, fundamentalmente, por los mayores gastos en salud, educación y gasto militar. Tal comportamiento ha presionado la devaluación del dólar (gráfico 2)

Gráfico 2
Déficit fiscal como porcentaje del PIB y devaluación dólar/euro



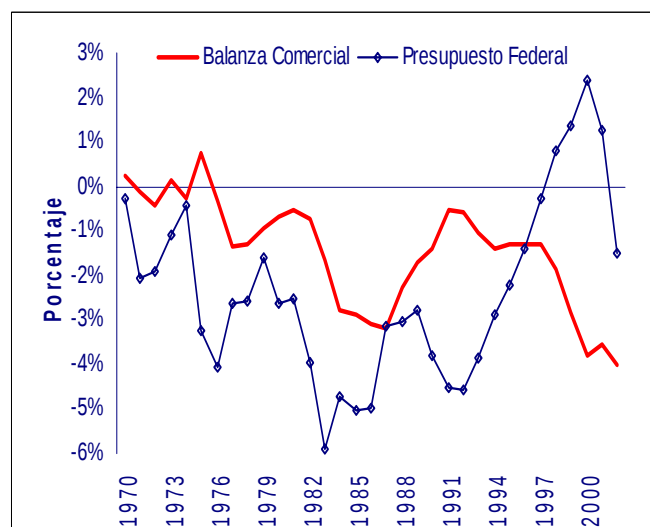
Fuente: The White House: Office of Management and Budget . Pacific Exchange Rate Services

El déficit comercial.

Una consecuencia típica de los desequilibrios fiscales es que se traducen en desequilibrios comerciales en el mismo sentido (déficit gemelos). Teniendo en cuenta la dinámica de los balances fiscal y comercial de la economía norteamericana, se observa que ésta hipótesis resulta válida para explicar los desequilibrios comerciales hasta la década de los 80's en Estados

Unidos e incluso retoma su vigencia a partir del año 2000 (Gráfico 3)¹.

Gráfico 3
Déficit comercial y del presupuesto federal norteamericano. 1970-2002 (% del PIB)



Fuente: Bureau of Economic Analysis, The White House: Office of Management and Budget.

De otra parte, actualmente, el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos es del orden de US\$500 mil millones (cerca del 6% del PIB).

La presión fiscal sobre el ahorro nacional explica este desequilibrio en la medida en que para mantener los niveles de inversión en la economía es necesario acudir al financiamiento en los mercados internacionales²

¹ Feldstein, M. (1992) "The budget and trade deficits aren't really twins" Encuentra que la hipótesis de los déficit gemelos, si bien no es generalizable, permite explicar algunos episodios en los que desbalance fiscal de los Estados Unidos tiene un impacto en el déficit comercial.

² Esta relación es consistente con la evidencia empírica y se confirma con los ejercicios realizados por la Aso-bancaria. Los resultados de estos señalan que al momento de pronosticar el comportamiento de la cuenta corriente (como porcentaje del PIB), el déficit fiscal es un elemento relevante.

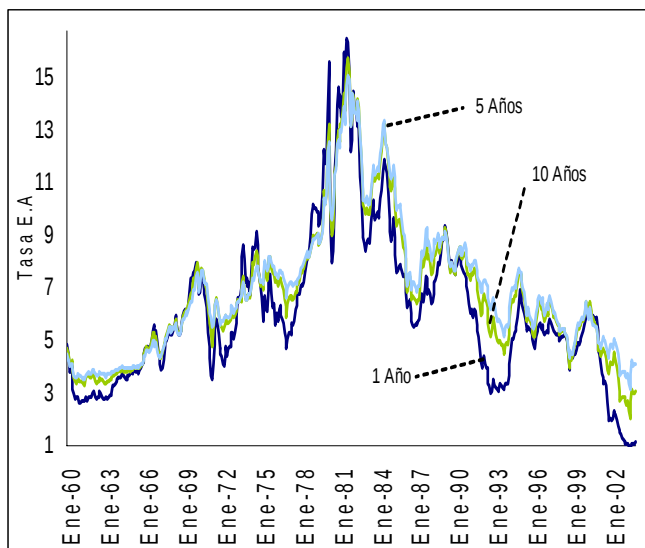
Las tasas de interés y el diferencial de rentabilidades

En la actualidad, un hecho destacado en la coyuntura de los Estados Unidos es el nivel de las tasas de interés. Si bien es cierto que las presiones fiscales y su impacto sobre la cuenta corriente deberían motivar una tendencia alcista, las tasas de interés registran su nivel más bajo de los últimos tiempos (Gráfico 4)

De acuerdo con algunos analistas se señala que por cada aumento en un punto (como porcentaje del PIB) de las proyecciones de déficit fiscal, las tasas de interés se incrementan entre 30 y 60 puntos básicos.³

Gráfico 4

Tasas efectivas anuales de los bonos del tesoro norteamericano 1960-2002.



Fuente: Federal Reserve (FED)

La pregunta relevante es ¿qué permite que las medidas de la reserva federal para mantener este nivel de tasas de interés sean efectivas a pesar de la coyuntura? Al parecer, la respuesta se encuentra en las expectativas favorables al desempeño económico requerido para soportar el déficit actual y futuro.

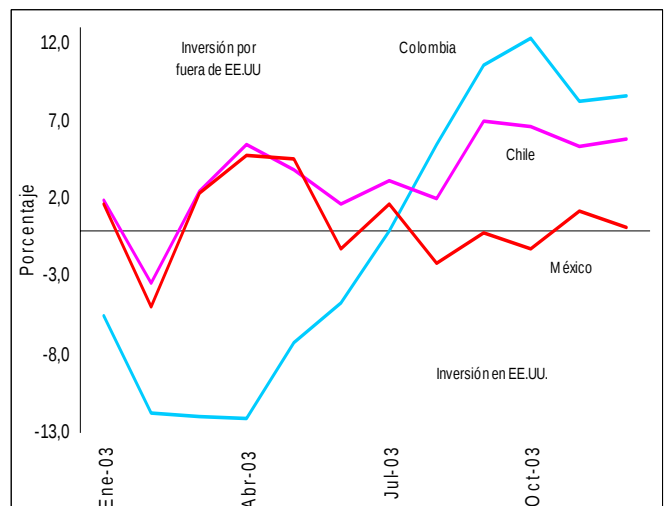
³ Gale, William G. and Peter R. Orszag. (2003). "The economic effects of long-term fiscal discipline"

Pese a lo anterior, no hay que perder de vista que el nivel de las tasas de interés constituye un factor determinante de la orientación de los flujos internacionales de capital. Más aún, una variable que tiene influencia en la tasa de cambio es el diferencial de rentabilidades interno y externo. Definido éste como la diferencia entre la tasa de interés de una inversión financiera entre un mercado externo adicionándole la devaluación y una inversión de un activo de similar naturaleza en los Estados Unidos.

Obsérvese que con anterioridad al segundo semestre del 2003, era más favorable tener inversiones financieras en los Estados Unidos. A partir de ese periodo dicha situación se modificó, por lo menos con respecto a algunas economías emergentes. Desde agosto, se observa que la rentabilidad de un activo doméstico (en Estados Unidos), es menor que la de uno en el exterior (gráfico 5)

Gráfico 5

Diferencial de rentabilidades entre Colombia, Chile y México frente a Estados Unidos.



Fuente: Banco Centrales de México, Chile, Colombia y FED.

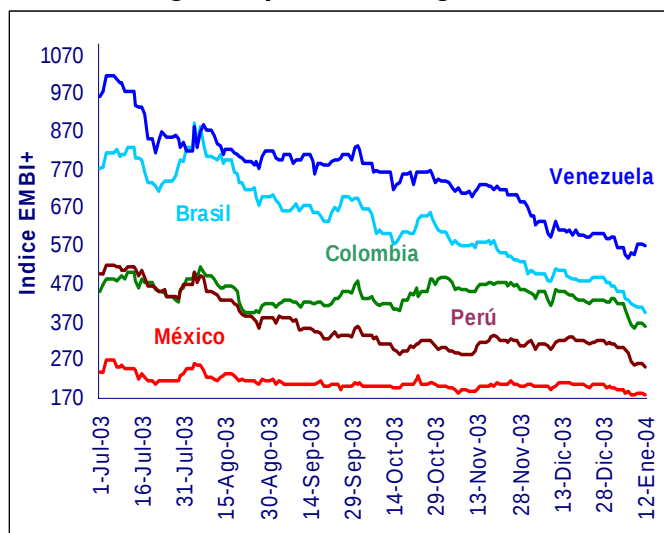
Con el ánimo de ilustrar el efecto del diferencial de tasas de interés realizamos el siguiente ejercicio: un inversionista norteamericano en diciembre de 2003 tuvo dos alternativas de inversión: un *treasury bill* en Estados Unidos a un año o, en un TES en Colombia al mismo plazo.

En el primer caso el rendimiento de su inversión fue del 1.45%. En la inversión en Colombia la rentabilidad obtenida fue considerablemente superior (7.7%).

Este comportamiento es explicado, en buena medida, porque durante la segunda parte del 2003 confluyeron tres elementos: el primero, las bajas tasas de interés de los Estados Unidos, producto de una política monetaria expansionista impulsada por la Reserva Federal. El segundo, el leve incremento de las tasas de captación en economías emergentes. El tercero está relacionado con la apreciación nominal de la tasa de cambio de las economías emergentes.

Unido a los argumentos presentados anteriormente, hay que tener en cuenta que esta coyuntura se ha presentado en momentos en los cuales existen condiciones favorables para la inversión en papeles del gobierno de países emergentes. Así lo demuestra la dinámica del indicador EMBI+ para un conjunto de países de la región (gráfico 6)

Gráfico 6
EMBI+ de algunos países emergentes



Fuente: JPMorgan

Perspectivas en Norteamérica: El ajuste fiscal es prioritario

Antes de ofrecer algún pronóstico en materia cambiaria es importante tener en cuenta

varios elementos que deben ser considerados a la hora de analizar las expectativas en torno al comportamiento próximo de la tasa de cambio de Estados Unidos

Al respecto, en la primera semana del año, en la reunión anual de la Asociación Norteamericana de Economía (*American Economic Association*), se señaló que en ausencia de cambios significativos en la política fiscal, Estados Unidos no solo estará alejado del equilibrio de las finanzas públicas durante la próxima década, sino que el déficit del gobierno federal ascenderá a US\$5 billones (US\$5 *Trillions*), durante este periodo.⁴

No cabe duda de que la corrección de la tendencia de las finanzas públicas norteamericanas será un elemento crucial en el mediano y el largo plazo.

Con este panorama, las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son claras: Estados Unidos requiere una política decidida de ajuste fiscal, aún si la economía experimenta un repunte sólido y opera haciendo pleno uso de la capacidad instalada.

El tema resulta particularmente álgido pues por el lado de los gastos, el presupuesto federal tiene ya un escaso margen de maniobra (los rubros sin destinación específica ya han sido recortados), agudizado especialmente por la gran presión derivada de los temas relacionados con la seguridad, la defensa y el gasto militar.

Para el FMI, el esfuerzo tributario estadounidense debe ser contundente. Las recomendaciones en la materia se enfocan hacia cambios en la legislación tributaria que amplíen la base impositiva tanto como sea posible, al tiempo que mantengan los incentivos a la actividad productiva y logren avances en la simplificación de las normas de impuestos.

Las sugerencias puntuales del FMI pasan por reducciones a los impuestos de renta personales y corporativos que sean compensados con una mayor carga tributaria al consumo, incluyendo al de energía.

⁴ Rubin, et. al. (2004). Sustained Budget Deficits: Longer-Run U.S. Economic Performance and the Risk of Financial and Fiscal Disarray.

Por otra parte, señala como urgente una reforma a la seguridad social y al sistema de salud, orientada a incrementar la edad de jubilación y las tasas de contribución con el fin de reducir la presión futura sobre las finanzas públicas.

Los anuncios oficiales también reconocen la importancia del ajuste fiscal. Recientemente el secretario del tesoro norteamericano John W. Snow, señaló la importancia de reducir el déficit a la mitad durante los próximos cinco años. La meta concreta es ubicar el desequilibrio fiscal estructural en el 2% del PIB. Para el FMI este nivel es conveniente sólo si la economía para entonces, se ubica en una fase expansiva del ciclo.

De otra parte, las opiniones de algunos analistas coinciden en que tras un ajuste fiscal efectivo (con un consecuente repunte en la actividad económica) las tasas de interés de los Estados Unidos tendrán que registrar un alza. Incluso, buena parte de ellos sostiene que dicho incremento será evidente a partir del segundo semestre de 2004. Lo anterior significa un cambio en el escenario de los flujos de capital a nivel mundial.

En esa forma, las presiones de devaluación del dólar (con respecto al euro) tenderían a moderarse en la segunda mitad del año.

Las implicaciones

Existe todo un consenso entre los analistas de que la devaluación del dólar seguirá siendo un elemento protagónico de la dinámica de los mercados internacionales en el 2004.

El impacto de la coyuntura económica norteamericana ha sido notable. La forma como se han transmitido los desequilibrios macroeconómicos de los Estados Unidos a los mercados internacionales es la devaluación del dólar.

Es importante señalar que el comportamiento devaluacionista del dólar con respecto a otras monedas es común en economías con diversas características (gráfico 7)

Este comportamiento de la moneda norteamericana ha sido motivo de preocupación para el resto de las economías. Muestra de ello son las declaraciones de consejeros de gobierno del Banco Central Europeo en el sentido de que la devaluación del dólar debe ser vigilada de cerca

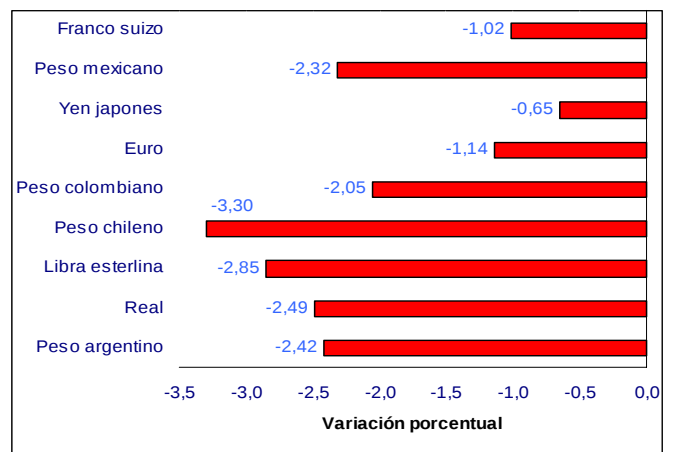
por cuanto los niveles que han alcanzado las cotizaciones del dólar constituyen una amenaza para la recuperación económica de la zona Euro.

Por su parte, el FMI estima que el proceso devaluacionista del dólar si bien es una fuente de riesgo e incertidumbre para los mercados internacionales, ha sido un fenómeno que se ha presentado en los últimos años y por lo tanto, la coyuntura reciente no constituye en sí misma una preocupación adicional para la economía global⁵.

No obstante señala que los niveles de las tasas de cambio hacen de la debilidad del dólar una complicación adicional para la política macroeconómica de países como Japón o la zona euro, cuya reactivación, aún incipiente, puede comprometerse con una pérdida de competitividad vía tasa de cambio.

Gráfico 7

Devaluación del dólar frente a otras monedas en lo corrido del 2004.



Fuente: Pacific Exchange Rate Services. Cálculos: Asobancaria

Para el caso colombiano, conviene señalar que la dinámica de la tasa de cambio estará influenciada de manera considerable por el comportamiento de la economía norteamericana y su

⁵ Declaraciones de los directores adjuntos para el hemisferio occidental y la división norteamericana del FMI en la conferencia "U.S. Fiscal Policies and Priorities for Long-Run Sustainability", realizada en Washington el pasado 7 de enero.

moneda. En la medida en que el déficit fiscal de Estados Unidos siga siendo un elemento prioritario y sus tasas de interés se mantengan en los actuales niveles, cabría esperar presiones revaluacionistas adicionales sobre nuestra moneda. Si por el contrario, tal y como lo afirman buena parte de los analistas, se adoptan los correctivos para reducir su desbalance fiscal e incrementar sus tasas de interés, los flujos de recursos que han aumentado la oferta de divisas en nuestro país se reducirán.

De cualquier manera, tal como se señala en el último reporte del FMI, el 2003 se caracterizó por la afluencia de capitales hacia los mercados emergentes y se espera un comportamiento similar, por lo menos durante el primer semestre del 2004, lo cual apuntaría a una mayor oferta de divisas y su consecuente efecto sobre el precio del mismo.

Con el ánimo de ofrecer algunas proyecciones de la tasa de cambio, la Asobancaria realizó algunos ejercicios que muestran que efectivamente al finalizar el 2004 la cotización de la divisa tendrá una importante corrección hacia la devaluación. Nuestros cálculos muestran que la tasa de cambio promedio al finalizar el 2004 puede ser del orden de \$2.941.

En conclusión

La reciente dinámica de la tasa de cambio en Colombia ha estado influenciada por factores internos y externos.

Si bien es cierto que la mayor oferta de divisas en el país ha estado asociada a elementos como el diferencial de tasas de interés, el crédito neto público y privado, la inversión extranjera y las remesas de colombianos en el exterior, es indispensable tener en cuenta que un determinante de la coyuntura cambiaria ha sido el mayor flujo de recursos proveniente de Estados Unidos.

Este país, pese a evidenciar un comportamiento favorable en materia de crecimiento económico, se ha visto afectado por importantes niveles de déficit fiscal y comercial y tasas de interés considerablemente bajas. Lo anterior se ha traducido en una sostenida depreciación de la moneda.

Ahora bien, pese a que las perspectivas son inciertas, buena parte de las opiniones de analistas apuntan a que habrá una corrección: la adopción de medidas en materia fiscal y monetaria se verán reflejadas en una apreciación de la tasa de cambio.

De lo anterior queda claro que el comportamiento de la economía norteamericana y su dinámica cambiaria deben ser elementos a tener en cuenta por parte de nuestras autoridades a la hora de adoptar medidas tendientes a frenar la revaluación de la moneda.