



COLOMBIA ANTE LOS MOVIMIENTOS DE ESTADOS UNIDOS

La reactivación mundial y la política monetaria expansiva de los países desarrollados, han sido factores determinantes de la dinámica y el crecimiento de la economía colombiana. Estos elementos, además de impulsar de manera significativa el comercio exterior, han favorecido notablemente la entrada de capitales.

El auge de economías como las de Estados Unidos y China se ha traducido en un aumento de la demanda externa, con un importante incremento de los precios internacionales de los productos básicos. Sin lugar a dudas, la combinación de estos elementos ha sido de gran beneficio para las economías emergentes, y en particular para los países latinoamericanos.

En el caso de Colombia, el buen desempeño de la economía norteamericana ha sido de gran relevancia. Estados Unidos, además de ser nuestro principal socio comercial con una demanda que supera el 40% del total de nuestras exportaciones, concentra más del 45% de la inversión extranjera directa que llega al país.

Como es bien sabido, desde el segundo semestre de 2003 y como resultado de la política expansiva desarrollada por la actual administración, Estados Unidos entró en un período de reactivación que aún se mantiene y que, de acuerdo con varios analistas, ha propiciado el cierre de la brecha del producto. Por este motivo, y con el fin de evitar desbordes adicionales en los precios, desde el año pasado la Reserva Federal ha implementado medidas de ajuste a su tasa de interés de intervención, que le han dado un viraje a la política monetaria expansiva, generando una gran expectativa sobre los futuros efectos que se producirán en el resto del mundo.

Dada la importancia del tema, dedicamos esta Semana Económica a la evolución de la

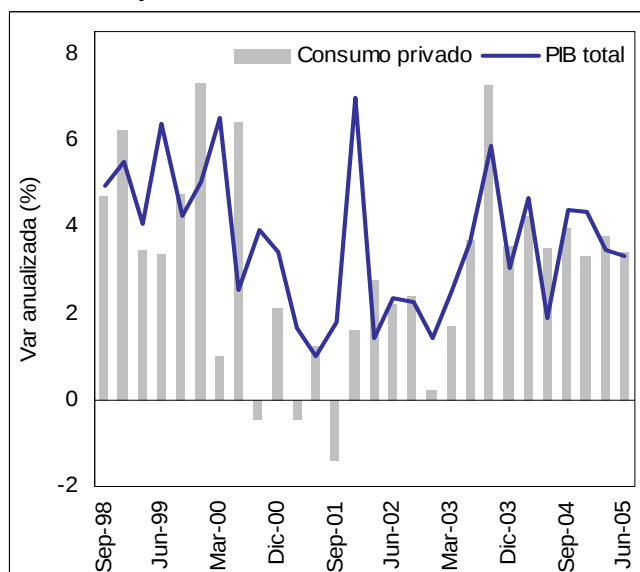
economía norteamericana, enfatizando los posibles efectos que puede generar sobre la economía colombiana el cambio en su postura monetaria.

Creciendo a un buen ritmo

Actualmente la economía estadounidense atraviesa por un período de crecimiento sostenido que se espera se mantenga en el futuro, soportado en el favorable comportamiento que han experimentado el consumo de los hogares y la inversión privada.

Gráfico 1

Variación anualizada del PIB trimestral y el consumo privado



Fuente: St. Louis FED

Al finalizar el segundo trimestre del año, el PIB creció a una tasa anualizada de 3,4%, completando nueve períodos consecutivos de variaciones superiores al 3% (gráfico 1). Este crecimiento estuvo asociado principalmente con el aumento de 3,3 y 11% del consumo privado y de la inversión en equipos y software, respectivamente. Es importante resaltar que

desde el segundo trimestre de 2003 la inversión realizada por las empresas ha crecido a una tasa promedio de 9,2%, similar a los niveles observados a mediados de la década de los noventa, cuando se presentó el más reciente boom de la inversión en esa economía.

Por su parte, la dinámica positiva que se espera en el consumo privado y que en los trimestres anteriores ha estado asociada con la reactivación del mercado laboral, se soporta en el optimismo frente a la generación de puestos de trabajo. En efecto, mientras que durante la crisis de 2001 y 2002 se perdieron 2,3 millones de empleos, en 2004 y lo corrido de 2005 se han generado 3,5 millones, siendo el sector de la construcción uno de los mayores demandantes de trabajadores.

Las principales amenazas

Evidentemente el panorama para el crecimiento económico derivado de la demanda interna es bastante positivo. Sin embargo, aún persisten dos graves problemas en la economía norteamericana, que amenazan los resultados de mediano plazo: el déficit en la cuenta corriente y el desbalance fiscal.

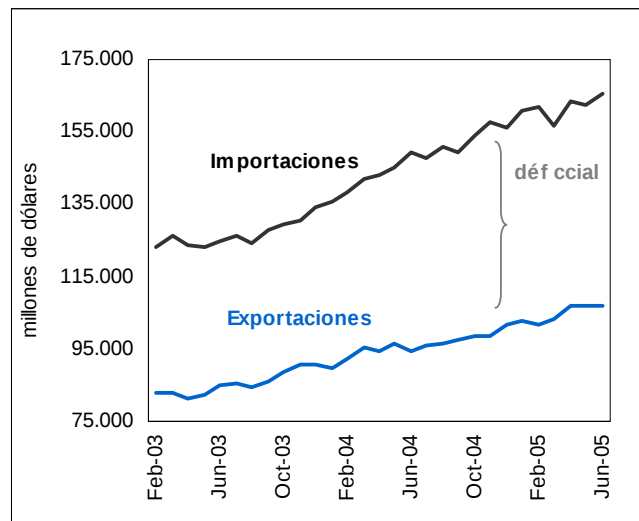
Desde hace un tiempo la balanza comercial de Estados Unidos viene mostrando una tendencia deficitaria. Esto ha generado presiones negativas sobre el balance en la cuenta corriente, de forma tal que en el primer trimestre de 2005 el déficit fue de US\$195 mil millones, cifra superior en US\$6,6 mil millones al valor registrado en el trimestre anterior. Si bien las exportaciones han venido creciendo a un ritmo sostenido de 1% mensual en promedio, la dinámica de las importaciones ha sido muy superior (el déficit comercial acumulado a junio pasado fue de US\$342,9 miles de millones, cerca de 2,8% del PIB) (gráfico 2).

Lo más destacado de esta situación es que el déficit comercial no sólo está respondiendo a factores coyunturales, como puede ser el alza internacional en los precios del petróleo, sino que además obedece a cambios en las preferencias de los consumidores, particularmente por bienes de naturaleza externa y de bajo costo. De hecho,

hoy en día el déficit comercial con China, cuya principal ventaja competitiva son los precios, asciende a US\$90 mil millones, que representan cerca del 25% del desbalance total.

Gráfico 2

Comercio exterior mensual de Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis

En materia de déficit fiscal, el panorama es bastante incierto. Después de que en 2000 el Presidente Bush inició su mandato con un superávit fiscal de US\$236 mil millones, el año pasado el balance alcanzó un saldo deficitario de US\$412 mil millones, lo que representó el 3,6% del PIB.

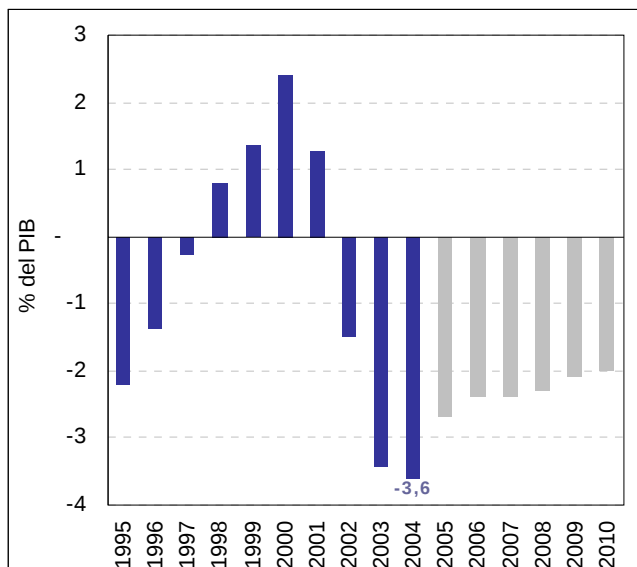
Sin duda, una importante fracción de este déficit sirvió para impulsar la economía, toda vez que los ingresos de la nación se contrajeron como consecuencia de la política de rebajas impositivas con fines expansionistas. Adicionalmente, las presiones sobre el gasto derivadas de las medidas de lucha contra el terrorismo mundial, contribuyeron a que la tendencia se acentuara, fenómeno que hoy se ha convertido en una de las principales preocupaciones del gobierno.

En este contexto, a lo largo de 2005 las autoridades económicas han implementado algunas medidas para corregir la tendencia de las finanzas públicas, las cuales, acompañadas del dinamismo económico, deberán tener efectos

positivos sobre el desbalance total. De hecho, de acuerdo con el último reporte del Congressional Budget Office (CBO), al cierre de 2005 el déficit deberá ser de US\$331 mil millones, cifra inferior en US\$81 mil millones al desbalance registrado en 2004, como consecuencia de los mayores ingresos derivados del aumento en la rentabilidad de las empresas.

No obstante, la CBO anunció que si no se producen cambios en la dinámica de la economía, el desbalance se mantendrá por encima de 2% del PIB hasta 2010. A partir de ese año, deberá ajustarse como resultado de la pérdida de la vigencia de los alivios fiscales que se decretaron durante el período de crisis de principios de esta década (gráfico 3).

Gráfico 3
Balance fiscal anual*



* Los valores a partir de 2005 corresponden a proyecciones
Fuente: Congressional Budget Office

Claramente el panorama fiscal no es muy alentador. A pesar de que no se estima un mayor deterioro en las finanzas públicas, es evidente que esta situación continuará limitando el crédito disponible y el desempeño del sector privado. En la actualidad más del 40% de la deuda se encuentra en manos de los agentes privados,

fenómeno que restringe el espacio a actividades asociadas con la inversión.

La inflación y los continuos ajustes monetarios

La coyuntura internacional de la cotización del petróleo y sus efectos sobre el agregado de los precios de la economía norteamericana, han hecho de la inflación otra de las posibles amenazas al dinamismo económico.

En julio, el nivel general de precios registró una variación anual de 3,1%, frente a 2,5% del mes anterior. Como era de esperarse, las principales presiones se derivaron del rubro de la energía, cuyo crecimiento anual fue de 14,2%, impulsado por el aumento en los costos asociados a los combustibles líquidos.

Desafortunadamente para el FED, en el tema inflacionario la principal incertidumbre se ha centrado en el comportamiento futuro de los precios del petróleo, sin dejar de lado los efectos que se derivan de la dinámica del dólar en los mercados internacionales. Entre más devaluada se encuentre su moneda, mayores serán los costos que tendrán que asumir los consumidores nacionales.

En este sentido, el manejo de la política monetaria ha sido uno de los elementos de mayor atención por parte de las autoridades económicas del país. En respuesta a la recuperación económica, y con el propósito de contrarrestar los posibles brotes inflacionarios, a partir de junio de 2004 la Reserva Federal comenzó a ajustar su tasa de interés de intervención, incrementándola en 25 pbs en cada reunión, a tal punto que hoy en día se encuentra en 3,5%.

A pesar de que en varias ocasiones el mercado ha percibido señales encontradas frente a la sostenibilidad del dinamismo económico, para el Comité Federal de Mercado Abierto el crecimiento actual es sostenible, y por lo tanto es indispensable llevar las tasas de interés a un nivel normal, entendido éste entre el 4 y 5%.

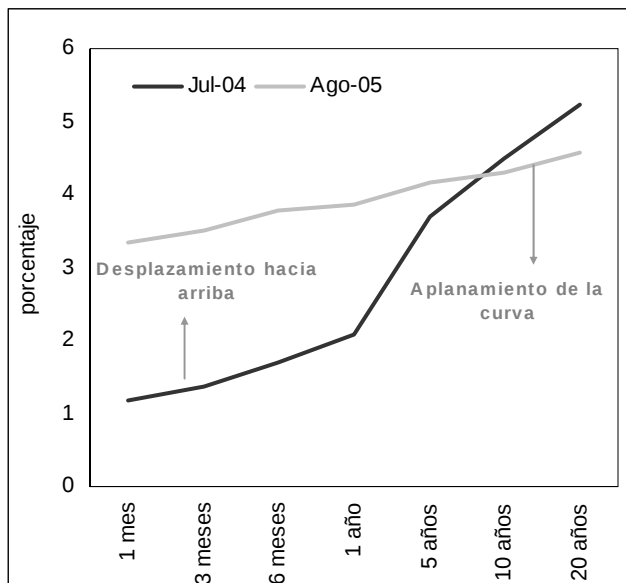
De acuerdo con la última intervención del Presidente de la FED, Alan Greenspan, el ritmo de los ajustes seguirá siendo moderado. Lo anterior debido a que, según su opinión, además

de que la economía aún no se recupera del todo, los cambios paulatinos permiten que los agentes y las variables más sensibles a la tasa de interés se acomoden adecuada y progresivamente.

Pese a estas medidas, la evolución de las tasas de interés de los títulos de largo plazo ha causado curiosidad y revuelo, en particular por que su comportamiento ha ido en dirección contraria a la de los ajustes en las tasas de intervención.

Si bien la curva de rendimientos de los bonos del tesoro ha mostrado un desplazamiento hacia arriba en el tramo de menor plazo, en el de largo plazo se ha registrado lo opuesto (gráfico 4).

Gráfico 4
Curva de rendimiento de los títulos de deuda de Estados Unidos



Fuente: St. Louis FED

De hecho, mientras que entre julio de 2004 y lo corrido de agosto de 2005 la tasa de los Treasuries a 1 año se ha incrementado en 178 pbs, la de los bonos de 10 años ha caído 19 pbs, lo que se ha reflejado en el aplanamiento de la curva de rendimientos.

Este fenómeno ha sido de gran relevancia para las economías emergentes, debido a que, contrario a lo que se esperaba, el aumento en las tasas del FED no ha hecho más atractivas las

inversiones de largo plazo en ese país, y por lo tanto no ha contribuido a contrarrestar una de las presiones revaluacionistas que aún persisten en nuestras economías.

De acuerdo con la teoría de los determinantes de los activos de renta fija, los cambios en la curva de rendimientos pueden responder a tres elementos: las expectativas, la preferencia por la liquidez y la segmentación de los mercados¹.

En el análisis del primero, se define que las tasas de interés de los títulos de largo plazo deben ser un reflejo de los valores esperados en el futuro, de los títulos de corto plazo.

En el segundo caso, se hace referencia a que los inversionistas prefieren destinar sus fondos a inversiones de corto plazo, dado que las de mayor plazo implican un riesgo superior y son menos líquidas, por lo que las tasas de este tipo de títulos estarían determinadas nuevamente por el promedio de aquellas de corto vencimiento y una prima de riesgo adicional.

Por último, el enfoque de la segmentación de mercados, aclara que no debe haber algún tipo de relación entre las tasas de interés de corto, mediano o largo plazo, dado que cada una de éstas debe responder a las fuerzas de oferta y demanda de los bonos en el mercado.

Teniendo en cuenta lo anterior, se podría pensar que la coyuntura actual de los títulos de deuda norteamericanos de largo plazo está respondiendo a la última teoría.

Todo parece indicar que el apetito de los países asiáticos por aquellos activos denominados en dólares, puede ser la razón por la cual las tasas de los Treasuries con vencimiento a 10 años no han respondido a los movimientos de la Reserva Federal, es decir que su alta demanda externa ha impedido el alza en las tasas. En efecto, hace algunos días el gobierno de Estados Unidos anunció que revivirá su colocación de Treasuries con vencimiento a 30 años, la cual además de servirle para financiar sus desbalances, le permitirá aprovechar el bajo costo derivado de la alta demanda.

¹ Hull, John. *Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones*. Prentice Hall, cuarta edición.

¿Qué puede pasar en Colombia?

Teniendo en cuenta que Colombia depende sustancialmente del desempeño de la economía estadounidense, es claro que los efectos de los ajustes monetarios pueden reflejarse sobre la economía nacional, en especial en lo referente a la demanda externa, la deuda externa y la Inversión Extranjera.

En el frente comercial, como ya se mencionó, los efectos se derivan del dinamismo que mantenga la economía estadounidense vía su demanda por importaciones. A la vez, es importante la evolución que tenga la cotización del dólar a nivel internacional, dado que, en caso de presentarse una mayor devaluación, puede registrarse una contracción de la demanda por bienes extranjeros como consecuencia de un incremento en sus costos.

En cuanto a las consecuencias sobre la deuda externa, los ajustes en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal incrementan el costo del servicio de los préstamos externos sujetos a una tasa variable. En este sentido, de acuerdo con el Ministerio de Hacienda, a junio de 2005 el saldo de la deuda externa del Gobierno Nacional Central sujeta a una tasa variable ascendió a US\$3.600 millones, lo que representó el 18% del total, porcentaje que sin duda no puede ser olvidado a la hora de evaluar el impacto fiscal de los ajustes monetarios externos.

En materia de Inversión Extranjera, las alzas en las tasas de interés de Estados Unidos no acompañadas de movimientos similares en la economía colombiana, deberían reducir el atractivo de las inversiones a nivel nacional, dado que esto se traduce en una reducción del diferencial de rentabilidad que podría no compensar el *trade off* de los inversionistas entre riesgo y rentabilidad.

Aunque en teoría esto iría en contra de la evolución de la Inversión Extranjera, hasta el momento dicha situación no se ha presentado. Por el contrario, los flujos de capital destinados a América Latina atraviesan por uno de sus mejores momentos, luego de la desaceleración que registraron a finales de la década pasada.

La explicación a esta situación puede relacionarse con el hecho de que, además de mantenerse los diferenciales de rentabilidad en parte debido a la evolución contraria de las tasas de interés de los títulos de largo plazo en los Estados Unidos, los inversionistas globales continúan percibiendo un clima favorable en las economías emergentes que les reduce su percepción de riesgo.

No obstante, es importante señalar que la no transmisión del efecto puede ser un elemento temporal, especialmente si se tiene en cuenta que en el próximo año varios países de América Latina entrarán en períodos preelectorales. La percepción que tienen los analistas internacionales de estos procesos, es que generalmente van acompañados de desajustes en los fundamentales económicos y de desbordes en el gasto público, los cuales incrementan el riesgo país. Colombia no es ajena a este juicio.

Por este motivo, y si el país quiere que sigan llegando capitales provenientes del exterior, es importante reforzar la idea de conservar un ambiente propicio para la inversión extranjera en el que se mantengan estables las reglas de juego, y en particular es vital que las autoridades económicas sigan mostrando su intención de avanzar en el proceso de ajuste macroeconómico.