

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL Y SUS IMPLICACIONES PARA COLOMBIA

Organizado por Asobancaria, el pasado martes se realizó el seminario “Perspectivas de la economía mundial y sus implicaciones para Colombia”, evento convocado a fin de examinar los principales riesgos que para nuestra economía suponen la incertidumbre sobre la dinámica de la economía estadounidense, así como la evolución de los mercados financieros globales.

El evento contó con la presencia del Ministro de Hacienda y Crédito Público, Oscar Iván Zuluaga, y con tres renombrados expertos internacionales: Liliana Rojas Suárez, Senior Fellow del Center for Global Development; Jorge Suárez-Vélez, Presidente de ING Private Wealth Management y Eduardo Lora, Gerente de Investigaciones Económicas del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

En esta edición de Semana Económica mostramos que hay indicios fuertes de que la recesión en Estados Unidos puede ser más fuerte de lo esperado, y que ello podría conducir a problemas en los mercados financieros globales. Por fortuna China ayudará a compensar parcialmente esos efectos, en particular para las economías exportadoras de commodities. Para Colombia no será fácil sortear esta coyuntura, que puede llegar a ser larga. Esto porque si bien nuestra economía luce sólida en algunos de sus fundamentales, cuenta también con algunas debilidades derivadas de una política monetaria que ha venido acompañada de una fuerte apreciación del peso y de unos resultados fiscales que no han generado el suficiente ahorro para moderar la expansión de la economía.

Los efectos de la crisis hipotecaria en los mercados financieros

La turbulencia desatada en los mercados financieros, a raíz de la crisis hipotecaria en Estados Unidos, ha generado gran incertidumbre sobre toda la economía mundial. Los bancos centrales en los países industrializados han adoptado una posición monetaria expansiva con el fin de neutralizar algunos de los efectos de la crisis. En Norteamérica, por ejemplo, la Reserva Federal ha venido reduciendo sus tasas de interés de intervención, y muchos analistas apuestan a que esta tendencia continuará.

El origen de la crisis hipotecaria no radica en la complejidad de las estructuras de otorgamiento de los créditos, ya que el sistema podía haber funcionado si la valoración de los riesgos se hubiera hecho de manera adecuada. Sin embargo, la búsqueda de altos “retornos” en condiciones de amplia liquidez a nivel mundial estimuló una excesiva toma de riesgos y dejó al descubierto algunas fragilidades del sistema.

Muchos analistas consideran que lo peor de la crisis aún está por venir, ya que aunque el primer golpe lo están recibiendo los bancos, todavía falta ver lo que sucederá con el consumo de los hogares cuando se empiecen a dar los efectos del aumento en las tasas de las hipotecas a 1,6 millones de deudores que aplicarán por primera vez este año. El impacto podría ser muy fuerte si se tiene en cuenta que en la actualidad la confianza de los consumidores norteamericanos se encuentra en sus menores niveles en 16 años, y que las proyecciones actuales apuntan a que el desempleo en Estados Unidos aumentará hasta un 6,5% como resultado de la recesión.

Por lo anterior, se espera que más créditos hipotecarios se vean afectados, incluso los de alta calidad. Ello, a su vez, podría generar un deterioro en otros sectores como el automotriz y de tarjetas de crédito, sin mencionar el impacto sobre los bienes raíces comerciales.

Así mismo, es importante tener en cuenta que, según estimaciones del Bank for International Settlements (BIS), a junio de 2007 el derivado financiero más importante, con el equivalente a US\$42,6 miles de millones, eran los “credit default swap”, CDS por sus siglas en inglés¹ (seguros contra quiebra). Por lo tanto, de cumplirse las proyecciones sobre el crédito hipotecario, se podría llegar a una situación que desencadene efectos sobre otros sectores que afecten las calificaciones de empresas aumentando las contingencias por los contratos de seguro establecidos a través de estos instrumentos, sin que necesariamente exista la liquidez suficiente en el mercado para responder.

Los efectos de la crisis en Estados Unidos

Aún cuando la economía colombiana y la norteamericana habían mostrado en el pasado cierta sincronización en el ciclo económico, en esta ocasión la desaceleración en Estados Unidos coincide con un momento de auge en la economía colombiana.

Aunque para algunos la debilidad en el mercado hipotecario estadounidense era un fenómeno transitorio, como ya lo dijimos podría haber un deterioro en el mercado de bienes raíces, lo cual tendría un impacto fuerte y negativo sobre la banca dada su elevada tenencia de MBS's².

El impacto sobre bancos pequeños será mayor, y se estima que aproximadamente 150 quebrarán en los próximos doce

meses, dado que su cartera está altamente expuesta a lo que suceda con la actividad constructora³. Si bien las pérdidas reconocidas por el deterioro en el mercado de crédito ascienden hasta ahora a US\$160 miles de millones, algunos analistas señalan que las pérdidas hipotecarias podrían llegar a estar entre US\$600 y US\$750 miles de millones.

De momento, la crisis en Estados Unidos y la desaceleración europea han sido mitigadas en varias economías por la fuerte dinámica mundial en el precio de los productos básicos. (gráfico 1). Sin embargo, esta alza sostenida en las cotizaciones de los productos agrícolas, minerales y energéticos está teniendo un efecto para nada despreciable en la inflación mundial y en el tipo de cambio.

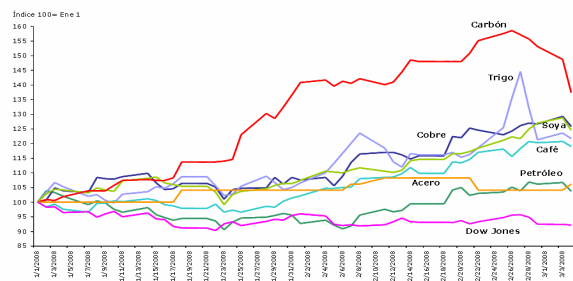
Atrás quedaron los tiempos de los commodities baratos. Mientras persistan las limitaciones estructurales de oferta que mantienen elevadas las cotizaciones de estos productos, es muy poco probable que estos bienes experimenten un ajuste de precios a la baja. Un ejemplo de esto es lo que está sucediendo con el proceso de sustitución de la gasolina por biocombustibles, ya que en la actualidad en los Estados Unidos se ha desplazado cerca de un 30% de los cultivos de maíz destinados a consumo alimentario para destinarlo a la producción de etanol, pero sustituyendo tan sólo un 1% del consumo de gasolina. Si se tiene en cuenta que la meta de ese país es sustituir en los próximos 10 años el consumo de gasolinas por etanol en el equivalente a un 20%, es fácil predecir un choque a la oferta lo suficientemente grande como para garantizar que los precios de los alimentos se mantengan elevados.

¹ Los CDS son contratos a través de los cuales un inversionista se protege mediante la compra de un seguro contra la quiebra o bancarrota de una tercera parte, normalmente una corporación o sociedad.

² Mientras que en 2003 el portafolio de Mortgage-backed security (MBS's) representaba US\$85 miles de millones hoy en día esta cifra equivale a US\$294 miles de millones.

³ Las cifras muestran que su cartera vencida pasó de 2,1% a 7,5% en los últimos 12 meses.

Gráfico 1:
Precios de productos básicos (índices)



Fuente: Eduardo Lora. "China: ¿Canal de contagio o muralla de protección?". Seminario Perspectivas de la Economía Mundial y sus Implicaciones para Colombia. Bogotá, marzo 2008.

Las presiones al alza en los precios de este tipo de bienes no sólo son el resultado de los shocks que está experimentando la oferta, sino que además son el resultado de la creciente demanda de países como la China para satisfacer las necesidades de abastecimiento. Adicionalmente, si se tiene en cuenta que ante la debilidad del dólar y los riesgos de mayor inflación, los inversionistas perciben las operaciones de cobertura (hedging) con materias primas como seguras, estos activos continuarán siendo altamente valorados en los mercados y su precio no caerá, al menos en el corto plazo.

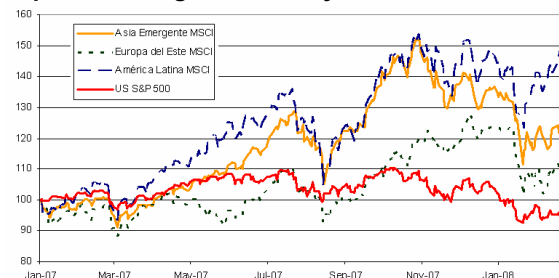
Estas condiciones de precios altos han comenzado a generar incertidumbre entre los analistas ya que podrían conducir a un fenómeno conocido como "estanflación". Prueba de esto es que mientras se prevé una contracción en la dinámica económica, el índice de precios al productor en Estados Unidos subió 7,7%, el nivel más alto en 27 años.

¿Qué tan blindados están los países emergentes?

Hasta el momento, los efectos de la mayor volatilidad financiera de los países industrializados han sido leves sobre los países emergentes, y en su mayoría limitados a las variables financieras. Los efectos de la crisis sobre las diferentes regiones y países han sido heterogéneos. Por ejemplo, Asia Emergente y América Latina han sido los menos afectados, mientras que Europa

del Este ha recibido el mayor impacto. (gráfico 2).

Gráfico 2
Evolución de los índices para los mercados de capitales emergentes MSCI y S&P 500



Fuente: Liliana Rojas-Suarez. "La coyuntura de los mercados financieros internacionales y su impacto sobre los mercados emergentes". Seminario Perspectivas de la Economía Mundial y sus Implicaciones para Colombia. Bogotá, marzo 2008.

Que la reacción de los valores privados, lo que se mide en los índices MSCI⁴, no haya sido profunda, no indica que el impacto de la crisis sobre los mercados emergentes sea despreciable. Más aún si se tiene en cuenta que el escenario puede volverse crítico si se llegara a experimentar una crisis mayor en la banca estadounidense, un debilitamiento de China y una caída en los precios de los commodities. Aún cuando la conjugación de estos factores no tiene una alta probabilidad de ocurrencia, vale la pena considerar lo que ocurriría ante una coyuntura como esta.

El sistema financiero se ha debilitado y el capital bancario se ha contraído. Sin embargo, la situación de fragilidad aún no apunta hacia una crisis bancaria profunda, pero se teme que si la recesión en Estados Unidos es larga ello afectará significativamente el valor de los activos bancarios, lo que conduciría a una situación más crítica. Lo mismo podría suceder en la medida en que sea necesario rescatar al sector asegurador por cuenta de los seguros que estos ofrecieron a las titularizaciones de créditos subprime. Si bien este escenario es probable, el mercado no lo está contemplando todavía. Los pronósticos de crecimiento sugieren que la economía de Estados Unidos crecerá 1,6% en el 2008, y 2,4% en el primer trimestre del 2009 (Tabla 1).

⁴ Índices para los mercados de capitales emergentes.

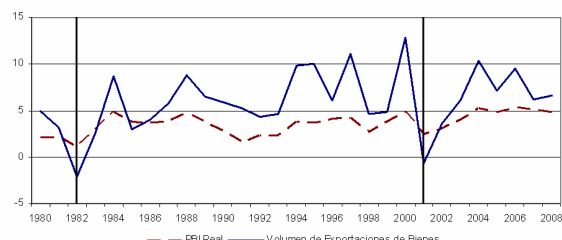
Tabla 1:
Pronósticos de crecimiento en EEUU

Analista	2008	2009-I trim
Barclays Capital	2,3%	3,0%
HSBC	2,1%	2,7%
Bear Stearns	2,0%	n.d.
US Chamber of Com.	1,8%	n.d.
BBVA	1,7%	2,2%
Wachovia	1,7%	2,9%
Credit Suisse FB	1,6%	n.d.
U. of Maryland	1,6%	2,7%
Lehman	1,5%	0,9%
Moody's	1,5%	3,0%
Swiss RE	1,2%	2,6%
Goldman Sachs	0,9%	n.d.
Merrill Lynch	0,7%	n.d.
Promedio	1,6%	2,4%

Fuente: Bloomberg. Tomado de Oscar Iván Zuluaga: "Perspectivas de la Economía Mundial y sus Implicaciones para Colombia". Seminario Perspectivas de la Economía Mundial y sus Implicaciones para Colombia. Bogotá, marzo 2008.

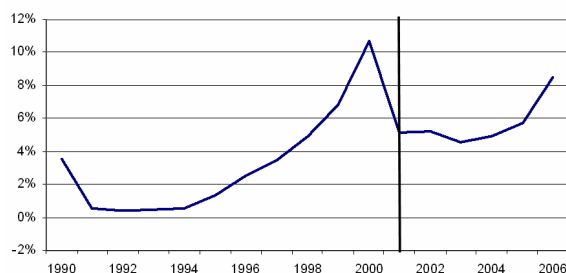
Una recesión severa y prolongada en Estados Unidos tendría fuertes consecuencias en América Latina. No sólo se podrían afectar los flujos comerciales (gráfico 3), sino también, posiblemente los flujos de inversión extranjera directa hacia los mercados emergentes tal y como ocurrió en el pasado (gráfico 4).

Gráfico 3:
Volumen de exportaciones y PIB real mundial
Variaciones porcentuales



Fuente: Liliana Rojas-Suarez. "La coyuntura de los mercados financieros internacionales y su impacto sobre los mercados emergentes". Seminario Perspectivas de la Economía Mundial y sus Implicaciones para Colombia. Bogotá, marzo 2008.

Gráfico 4:
Inversión extranjera directa a nivel mundial
como % del PIB



Fuente: Liliana Rojas-Suarez. "La coyuntura de los mercados financieros internacionales y su impacto sobre los mercados emergentes". Seminario Perspectivas de la Economía Mundial y sus Implicaciones para Colombia. Bogotá, marzo 2008.

Si el síndrome de crisis estadounidense contagia a Europa, países a los que se dirige buena parte de las exportaciones del mundo emergente, el impacto podría ser muy severo.

China y su papel como "muralla de protección"

La fuerte dinámica económica de China, si bien no compensa del todo el deterioro esperado de Estados Unidos, si amortiguará o podrá servir al mundo emergente como muralla de protección ante los efectos de la crisis⁵.

En general los países de América Latina se han visto favorecidos por los altos precios de las materias primas a nivel mundial. Venezuela y Ecuador se han beneficiado de la alta cotización del petróleo, ya que este producto representa el 90% y 58% de sus exportaciones totales de materias primas, respectivamente. Por su parte, Chile y Perú poseen un componente importante de materias primas representado en metales, que equivale a 64 y 62% de sus exportaciones de este tipo de productos. Para el caso de Colombia, las exportaciones de petróleo representan un 25,9% de las ventas al exterior de bienes primarios, mientras que los metales y otros productos relacionados con la agricultura equivalen al 30,4% del total.

Gracias a esta coyuntura de precios altos, los países de la región han podido evitar que los efectos de la crisis en los Estados Unidos golpeen con más fuerza sus economías. Sin embargo, existen temores de que esto no sea sostenible debido a que China también podría comenzar a sentir los efectos de la recesión en los Estados Unidos.

La base de estos temores radica en que las exportaciones, que han sido el motor del crecimiento chino, podrían verse debilitadas por la caída en la demanda nor-

⁵ Ver la presentación de Eduardo Lora. "China: ¿Canal de contagio o muralla de protección?" realizada en el Seminario: Perspectivas de la Economía Mundial y sus Implicaciones para Colombia (disponible en www.asobancaria.com).

teamericana y por esta vía se afectaría el crecimiento de la economía, reduciendo a su vez la demanda y los precios de los “commodities” a nivel mundial. El valor de las exportaciones chinas como proporción del PIB ha pasado de representar un 25% en 2001 a cerca del 43% en 2007.

Estos temores no son del todo fundados, ya que una recesión en los Estados Unidos no tendría en principio un impacto tan fuerte sobre la China, ya que tan solo el 19% de sus exportaciones tienen como destino a ese país. (Tabla 2). Lo importante a destacar es que China cuenta con una creciente demanda interna: los niveles de crecimiento de la inversión son cercanos a 12% en términos reales, y una parte importante de ella es en proyectos de infraestructura. Estos proyectos impulsarán la demanda de productos básicos, particularmente de energía (carbón, petróleo, gas natural, entre otros) y por ello una desaceleración en el sector exportador, originado en el desplome de Estados Unidos o incluso de Europa, no impactaría significativamente el crecimiento de China y su demanda por commodities.

Tabla 2
Origen y destino del comercio exterior de China

	Importaciones (% total)	Exportaciones (% total)
Africa	3,8	3,1
Asia	64,9	46,6
Europa	14,6	23,6
América Lat.	5,3	4,2
EEUU	7,3	19,1
Otras regiones	4,2	3,3

Fuente: Eduardo Lora. “China: ¿Canal de Contagio o Muralla de Protección?”. Seminario Perspectivas de la Economía mundial y sus implicaciones para Colombia. Bogotá, marzo 2008.

Si bien China ha jugado un papel importante en la tendencia reciente de los precios de los productos básicos, también hay presiones por el lado de la oferta que han contribuido a su alza. Entre estas se cuentan la brecha entre la capacidad de producción y la demanda de petróleo crudo en el mundo, sequías en Australia que han reducido la oferta de trigo, mayores cultivos de maíz (para etanol) que han desplazado la oferta de otros cultivos como la soya, y choques sobre la oferta de metales como el zinc (caídas en la producción de China) y el níquel (huelga en Cerromatoso), así como

la crisis energética en Sudáfrica (en ese país se produce el 69% de platino, 30% de paladio y 18% de la oferta mundial de oro).

Reflexiones finales

Para poder enfrentar la difícil situación en los mercados financieros globales, las economías emergentes requieren de unos fundamentales macroeconómicos sólidos, y tener la capacidad de implementar, cuando sea necesario, una política que ayude a mitigar los brotes inflacionarios de un ciclo expansivo de la economía.

Colombia cuenta con varias de las condiciones básicas: entre ellas un crecimiento económico fuerte, fundamentado principalmente en la demanda y la inversión interna. Además, hasta ahora nuestro país, junto con una importante porción de las economías emergentes, ha logrado mantener un manejo de su política monetaria “independiente” de lo que está sucediendo en las economías industrializadas.

Pero hay otros elementos que nos hacen vulnerables. Por ejemplo, no es claro hasta cuando se pueda mantener una política monetaria que viene acompañada de un fuerte proceso de apreciación, que puede en últimas vulnerar su credibilidad, y terminar sincronizando el ciclo de tasas de interés con el de Estados Unidos.

Así mismo, la política fiscal de nuestro país debería ayudar a mitigar los impactos de un contexto externo adverso. Si bien hay restricciones legales para lograr mayor flexibilidad fiscal, es necesario que el gobierno nacional genere crecientes superávits primarios, adelantando una política verdaderamente anticíclica. La política monetaria es muy vulnerable al comportamiento de la tasa de cambio, y por ello hay que evitar que sobre ella recaiga la totalidad de la responsabilidad de estabilizar el ciclo económico.