

Riesgos en la economía mundial

Comentarios a la presentación de Sebastian Edwards

Hernán Avendaño, director de Estudios Económicos
Fasecolda

El economista y consultor internacional, Sebastian Edwards presentó un panorama sobre la economía mundial, en el que desatacó algunos de los factores determinantes de su rumbo corto y mediano plazo. Analizó los probables efectos de esos factores en América Latina y en Colombia.

En este artículo se resumen las apreciaciones de Edwards acerca de los impactos probables de la decisión que tome la Reserva Federal (FED) de los Estados Unidos de subir la tasa de interés, sobre las perspectivas de China y los problemas que puede enfrentar la economía colombiana en ese entorno global.

Tasas de interés en Estados Unidos

En opinión de Edwards, la inminente subida de la tasa de intervención de la FED está más que justificada por varias razones. En primer lugar, porque hay un consenso sobre el exagerado aumento de la liquidez de la economía; la base monetaria se multiplicó por cuatro y esa gran masa monetaria en cualquier momento puede desencadenar procesos inflacionarios difíciles de contener.

En segundo lugar, el nivel de desempleo ha bajado continuamente y puede estar ya en su nivel de

pleno empleo; de no actuar oportunamente, pueden aparecer presiones sobre los salarios y por esa vía sobre la inflación.

En tercer lugar, se empiezan a detectar burbujas en algunos activos financieros como consecuencia de las bajas tasas de interés; aún están frescos en la memoria los problemas generados por la burbuja de las subprime, por no ser contenida a tiempo.

Edwards observó que en los últimos 20 años solo hay tres episodios de aumento de las tasas de la FED. En todos ellos, se observó que después del primer aumento vinieron otros; el incremento total más bajo fue de 185 puntos básicos y el máximo fue de 420 puntos.

En los dos primeros episodios, el impacto en América Latina fue muy grande. El aumento de 1994-95 fue uno de los detonantes de la crisis del



Sebastian Edwards, economista, consultor y conferencista internacional

efecto tequila en México; el de 2004-2006 precipitó la crisis de la caja de conversión en Argentina.

En consecuencia, no solo se puede esperar que la FED tome finalmente la decisión de aumentar la tasa de interés en la reunión de diciembre o en la de marzo del año entrante, sino que en las reuniones posteriores la siga subiendo. Según Edwards, cabría esperar que el aumento total sea del orden de 300 puntos básicos, lo que coincide con lo que han manifestado varios miembros de la junta de la Reserva Federal.

Para los bancos centrales de América Latina, la decisión que tome la FED plantea un dilema: seguirla o no seguirla en su incremento de tasas de interés. Es un dilema porque si aumentan sus tasas de interés, retrasan la recuperación de sus economías, que actualmente se están desacelerando; y si no las aumentan o, por el

contrario, las reducen, los tipos de cambio se pueden depreciar más, porque el dólar se seguirá fortaleciendo.

La evidencia empírica muestra que en los episodios de alza las decisiones de los bancos centrales siguen en la misma dirección (coeficiente de correlación de 0.6). De hecho, en el caso de México el banco central no solo anunció su intención de aumentar sus tasas de intervención, sino que resolvió modificar el cronograma de reuniones, y las programó para el día siguiente a las de la FED, con el objetivo de tomar la decisión lo más pronto posible. Edwards llamó la atención sobre el contraste con Colombia, donde la Junta Directiva del Banco de la República se reunirá tres semanas después de una eventual medida de la Reserva Federal.

Sobre este tema caben cuatro comentarios a la exposición de Edwards. El primero se relaciona con la



➡ Para los bancos centrales de América Latina, la decisión que tome la FED plantea un dilema: seguirla o no seguirla en su incremento de tasas de interés.

solidez de la reactivación de los Estados Unidos. Los indicadores no respaldan del todo la idea de una recuperación plena de la dinámica económica; cabe recordar que la proyección que hizo el FMI en enero de 2015 era del 3.5 % y, en revisiones sucesivas, la bajó al 2.5 % en julio.

Si bien es claro que la caída de los precios del petróleo ha tenido un impacto importante en la inflación, su descenso a niveles cercanos a cero plantea interrogantes sobre el comportamiento de la demanda interna; existe el riesgo de que el aumento de las tasas de interés golpee esta variable y frene el aumento del PIB.

El segundo comentario es sobre el comportamiento del mercado laboral. La tasa de desempleo se ubicó en el 5.1 %, pero hay debates acerca de si está llegando al nivel de pleno empleo o no, pues no es contundente la información sobre crecimiento de los salarios. Mientras Feldstein afirma que los salarios de profesionales están creciendo, Stiglitz indica que el desempleo de afroamericanos está en el 9 % y esto impide el aumento de los salarios.

El tercer punto se relaciona con la hipótesis de Lawrence Summers sobre el estancamiento secular, que se refleja en reducciones continuas del PIB potencial. Este es un aspecto que también mencionó indirectamente Juan José Echavarría en su presentación en la Convención, al plantear el interrogante de lo que ha ocurrido con la dinámica económica de Japón y sobre la posibilidad de que los Estados Unidos entren en un comportamiento similar. Si la hipótesis fuera cierta, el aumento de las tasas de interés por parte de la FED sería un error.

El cuarto comentario, en el caso de América Latina, es la mayor depreciación esperada, que también se relaciona con las dificultades que pueden enfrentar las economías para acceder al financiamiento, pues la percepción de riesgo en el vecindario viene creciendo, como lo refleja el aumento de los

spreads en los meses recientes. Esta es otra razón para aumentar las tasas de interés y para tratar de contener la salida de capitales, especialmente los invertidos en portafolios.

En síntesis, si bien es inminente un aumento de la tasa de intervención en los Estados Unidos, con base en los claros argumentos expuestos por Edwards, hay interrogantes sobre la continuidad de la política.

La incertidumbre china

En sus presentaciones en la Convención, Juan José Echavarría y Sebastian Edwards coincidieron en su percepción sobre los interrogantes que genera China. La opinión de Edwards es que esta economía no va a colapsar, pero sí puede desacelerarse más.

La devaluación del yuan sorprendió a los mercados, cuando, según Edwards, era una situación previsible. Considera que más sorpresiva fue la práctica desaparición del superávit en cuenta corriente, que pasó del 10 % del PIB en el 2008 a menos del 2 % en 2014. Esta fue una señal que la racionalidad de los mercados no interpretó adecuadamente, pero que estaba indicando el fin de la sobrevaluación de esta moneda.

El problema para América Latina es que el menor crecimiento de China y la devaluación de su moneda permiten prever que los precios internacionales de los productos básicos se mantendrán bajos a mediano plazo y que las exportaciones de la región a ese mercado se encarecerán en términos relativos.

Como complemento a las apreciaciones del profesor Edwards, se debe comentar que a los problemas de China hay que ponerles más atención. La experiencia internacional de las últimas décadas ha demostrado que algunos problemas que son considerados marginales, de pronto adquieren dimensiones inimaginables que impactan en la economía mundial. El mejor ejemplo reciente es el de las hipotecas subprime.

➔ El menor crecimiento de China y la devaluación de su moneda permiten prever que los precios internacionales de los productos básicos se mantendrán bajos a mediano plazo y que las exportaciones de la región a ese mercado se encarecerán en términos relativos.

A finales de julio, frente a la volatilidad de la bolsa de Shanghái, Krugman afirmó que «en sí mismo, el precio de las acciones chinas no debería importar tanto» (New York Times, 31 de julio de 2015). La percepción del nobel cambió por una manifiesta preocupación después de la devaluación del yuan: «si de verdad no lo comprenden, hay motivos para preocuparse. China es una superpotencia económica, aún no tan grande como Estados Unidos o la Unión Europea, pero lo suficiente para ser muy importante. Y enfrenta tiempos difíciles. De modo que si sus líderes están tan despistados como últimamente parece, es un mal presagio, no solo para China, sino para todo el mundo» (New York Times, 14 de agosto del 2015).

Otro aspecto a tener en cuenta es que la economía china inició una transición que busca fortalecer el mercado interno y depender menos del mercado externo. Inicialmente buscó sustituir la demanda externa aumentando la inversión, pero ese modelo ya se agotó y generó un exceso de capacidad instalada.

Para reequilibrar la economía son necesarias diversas reformas estructurales que abarcan el sistema financiero, el mercado laboral, reforma fiscal y apertura del sector de servicios, entre otros. El problema es que esas agendas se han retrasado y, por lo tanto, dificultan el retorno de China a tasas de crecimiento del 10 %.

Colombia: problemas a la vista

Sebastian Edwards opina que la visión de la política económica que presentó el ministro Cárdenas en la Convención es la correcta. Tener la sostenibilidad fiscal como el ancla de la política significa cerrar de tajo la opción a quienes plantean que un poquito de inflación no es dañina; Edwards sostiene que ella siempre es dañina y puede llevar a una «pendiente resbalosa en que un poquito de inflación lleva a otro poquito de inflación y antes de que nos demos cuenta estamos en niveles del 20 % o 25 % que matan los mercados de rentas vitalicias, el mercado de capitales y el sistema de financiamiento de las empresas».

Pero, a pesar de esa visión y de la consistencia de los mensajes del equipo técnico del Gobierno, la economía colombiana no está exenta de riesgos y hay que prepararse para tiempos complicados. Para el profesor Edwards, la rebaja de la calificación de Brasil a bonos basura y con perspectiva negativa, por parte de la calificadora Standard & Poor's, es una señal de alarma para América Latina y especialmente para Colombia.

En ocasiones anteriores, cuando una calificadora «pone el dedo en el gatillo y hace el primer disparo», le siguen otros disparos, tanto de ella como de las otras calificadoras. Así se observó en 1997-1998 cuando bajaron de la calificación de las economías asiáticas en forma sistemática, una tras otra. Según los análisis de Standard & Poor's los próximos candidatos son Malasia, Turquía y Colombia; aun cuando no hay certeza sobre esas decisiones, hay que estar alerta.

En opinión del profesor Edwards, al final volvemos a un tema crucial de toda la vida: la sostenibilidad de la cuenta corriente. Según los cálculos de Merrill Lynch, entre las economías a las que les hace seguimiento, Colombia es el país que requiere de un mayor ajuste en la cuenta corriente para llevarla al nivel que se considera sostenible. Los cálculos de esa agencia también ubican a Colombia como la segunda nación que más tiene de que depreciarse, después de Argentina.



No obstante, Edwards cerró sus comentarios sobre Colombia dando un mensaje de tranquilidad por la confianza que inspira el ministro Cárdenas y el equipo económico del Gobierno, a pesar de que el tema es complejo.

Tomando a Chile como referencia, se debe tener en cuenta que su éxito fue consecuencia de políticas pro competencia, apertura, tarifa uniforme del arancel y reglas de juego claras que permitieron un salto en la productividad de forma nunca vista en América Latina. Ese es un ejemplo para Colombia, según Edwards.

Sin duda, el llamado de atención de Edwards sobre la sostenibilidad de la cuenta corriente es de gran importancia y amerita una discusión amplia en el país. La autoridad monetaria ha dado sus mensajes sobre la inflación, y el Gobierno sobre la acomodación del déficit fiscal a las nuevas circunstancias del mercado mundial. Pero en el caso del déficit en cuenta corriente no es claro el camino que se va a seguir.



El choque externo por la caída de los precios internacionales de los productos básicos ocasionó un gran deterioro de la balanza comercial y de la cuenta corriente. El problema es que no es una caída coyuntural, sino que tenderá a mantenerse a mediano plazo, toda vez que el 50 % de las exportaciones de Colombia hasta 2014 lo aportaba el petróleo.

Las perspectivas petroleras, desafortunadamente, no son las mejores. Por el lado de los precios, en el mercado mundial se está jugando una guerra con profundos intereses geopolíticos y es difícil que alguna de las partes ceda; por eso, en el mejor de los casos, cabe esperar que los precios se mantengan en un rango como el observado en los últimos meses, que equivale al 50 % de los registrados hasta mediados del 2014.

Por el lado de la oferta, Colombia tiene un gran reto, pues las reservas petroleras no dan para más de seis o siete años. Esto significa que difícilmente podrá mantener el volumen de las exportaciones recientes y en los próximos años ellas pueden declinar.

Las esperanzas están puestas en la reacción del comercio a la acelerada depreciación del peso colombiano; por un lado, con el aumento de las exportaciones no minero energéticas y, por otro, con la caída más acelerada de las importaciones, de forma que se cierre el abultado déficit comercial. Pero lo primero difícilmente ocurrirá a corto plazo por el debilitamiento de la demanda mundial que ha llevado a la OMC a revisar nuevamente a la baja el crecimiento proyectado del comercio mundial para el 2005, del 3.3 % al 2.8 %.

Conclusiones

La conferencia del profesor Edwards enriqueció el análisis sobre la economía mundial en la coyuntura actual y mostró aspectos de interés para las economías latinoamericanas, en general, y la colombiana en particular.

El mundo sigue pendiente del aumento de la tasa de interés en los Estados Unidos y, pese a que los mercados aguardan esta decisión, cabe esperar algún grado de volatilidad adicional, mayores depreciaciones de las monedas de las economías emergentes y posibles salidas de capitales. También es posible que las autoridades monetarias de diversos países reaccionen a esto con el incremento de sus tasas de intervención.

China es un tema al que hay que hacer un seguimiento continuo. Otras experiencias muestran que situaciones o inconvenientes que parecen poco importantes se pueden transformar en detonantes de problemas mundiales; en este caso, se trata de la economía emergente más importante, con gran influencia en todos los mercados, como ya lo evidencian los precios de los productos básicos.

Finalmente, la sostenibilidad de la cuenta corriente es un tema al que se debe poner mucha atención y en el que el Gobierno debería explicar con más detalle las bases de sus proyecciones optimistas, con el fin de dar tranquilidad a los mercados y a los analistas internacionales. 