

## **LA ECONOMÍA COLOMBIANA FRENTE A LA RECESIÓN NORTEAMERICANA**

**Carlos Gustavo Cano\***

Cada día crece la evidencia de que la economía de Estados Unidos, nuestro más grande socio comercial, ha empezado a afectarse de manera seria por una recesión. A la luz de la información y de los últimos análisis provenientes de las fuentes más reconocidas y autorizadas, el ritmo del aumento tanto de la producción como del empleo en ese país ha comenzado a decaer.

La razón principal yace en el colapso que se halla sufriendo su mercado de la vivienda, cuya crisis todavía está lejos de detenerse. A pesar de que los precios apenas se han reducido en una décima parte, el excesivo número de habitaciones nuevas no vendidas indica que éstos tendrán que bajar mucho más, dando lugar a un efecto riqueza negativo y al consiguiente recorte del consumo, según lo insinúa el sustancial deterioro del índice de confianza de los consumidores, calculado por la Universidad de Michigan, hoy en su índice más bajo de los últimos 15 años, excluyendo el episodio del huracán Katrina.

De manera simultánea, las condiciones crediticias continúan endureciéndose, y el margen de gasto restringiéndose por el impacto del encarecimiento del petróleo y sus derivados, al adelgazarse por esa causa la capacidad de compra de los hogares. De otra parte, el emprendimiento de nuevas construcciones se ha venido abajo en 47 por ciento en relación con su nivel máximo antes alcanzado. De acuerdo con cálculos de Roubini Global Economics, el promedio de duración de las últimas siete recesiones de dicho mercado desde 1960 alcanzó los 32 meses.

Ben Bernanke, presidente del banco central norteamericano, conocido como la Fed, en su último informe al Congreso el 8 de noviembre pasado, admitió que las perspectivas de la economía de Estados Unidos se hayan severamente lesionadas por estos fenómenos, y que la calidad de la cartera hipotecaria atraviesa una fase de demérito progresivo. En consecuencia, el ritmo reciente de crecimiento de la economía no podrá mantenerse en el corto plazo. Por el contrario, la información estadística y los pronósticos disponibles indican que la desaceleración de la actividad productiva se anticipó en el último trimestre del año 2007, y que el pulso del mercado crediticio empeorará.

La incertidumbre rodea a los mercados de muchos productos financieros empaquetados bajo distintas modalidades opacas de crédito estructurado, fruto de audaces innovaciones de sus participantes en el campo de los derivados con el fin de dispersar los riesgos de cartera entre el mayor número posible de inversionistas. De ahí se desprende la enorme dificultad de distinguir los buenos riesgos de los malos, exacerbándose por tal causa el problema conocido con el nombre de selección adversa.

Adicionalmente, se ha diezmado en materia grave la calidad de la cartera de vivienda del segmento 'subprime' - o sea la que se halla en manos de deudores deficientemente documentados y respaldados -, lo que a su turno ha debilitado aún más los precios de

---

\* Codirector del Banco de la República

la vivienda, o sea las garantías hipotecarias. Similar circunstancia afecta por igual a no pocas instituciones financieras en la medida en que las garantías que ofrecen para respaldar los empréstitos que requieren de otras entidades prestamistas se han tornando cuestionables. Por tanto, los prestamistas se muestran menos propensos a conceder créditos a costa de la inversión y, por tanto, de la demanda agregada.

En promedio, desde ahora hasta finales de 2008, cerca de 450.000 hipotecas 'subprime' estarán sujetas a un reajuste trimestral de tasas, provocando en el pago típico mensual un aumento del 25 por ciento. Por otro lado, la declinante tendencia de los precios de la vivienda les está impidiendo a los deudores refinanciar sus obligaciones en mejores términos de costo. Por ende, cada día es mayor el número de obligaciones hipotecarias superiores al valor de los inmuebles. Lo que, a su vez, ha generado un mayor número de incumplimientos y juicios de lanzamiento, provocándoles la pérdida de sus residencias a cientos de millares de hogares norteamericanos, con sus secuelas en términos de caídas por doquier de los precios de estos activos y de efectos riqueza negativos.

Los ciclos de este tipo fueron magistralmente caracterizados por el economista Hyman P. Minsky hace tres décadas. En momentos de auge, sostenía Minsky, la gente suele sobre endeudarse para invertir. Cuanto más dure la euforia, los prestamistas asumen riesgos superiores, hasta el punto de que los ingresos generados por los activos adquiridos por los prestatarios dejan de ser suficientes para amortizar sus deudas. Y los acreedores tienden entonces a exigir el pago inmediato de créditos, lo cual obliga a los deudores a desprenderse precipitadamente de sus activos especulativos, por contera provocando el desplome de sus precios. En el caso de Estados Unidos, las pérdidas por concepto de operaciones hipotecarias se cuentan por cientos de miles de millones de dólares.

Es cierto que la depreciación del dólar - reforzada últimamente tras los sustanciales recortes de la tasa de interés de la Fed -, ha estimulado las exportaciones. Pero éstas, que sólo representan el 12 por ciento del producto interno bruto (Pib), no podrán llenar el vacío dejado por la contracción de los gastos de los consumidores, que alcanzan el 70 por ciento.

Así las cosas, el equipo técnico de la Fed prevé para la última parte del 2007 una reducción de los índices de crecimiento del Pib, reflejando una declinación abrupta en los de los sectores de la construcción de vivienda, la producción automotriz y las ventas al detal en diversas regiones del país. Y en lo que toca con el 2008, sus expectativas señalan que la inversión en vivienda y sus precios seguirán perdiendo dinamismo, y que el crédito continuará endureciéndose. Todo ello, sumado a las altas cotizaciones del petróleo, contribuirá a erosionar tanto la confianza de los consumidores como su riqueza, y asimismo a frenar aún más el gasto de las empresas y los hogares, conduciendo, en consecuencia, hacia una disminución de la tasa de crecimiento del Pib por debajo de su potencial.

Dentro de este orden de expectativas, la Junta de la Fed consideró que la pérdida de vigor de la economía constituye un factor de amortiguación de las presiones inflacionarias originadas en el incremento de los costos de la energía y en la transmisión a los precios al consumidor de la significativa depreciación del dólar. Dicha circunstancia facilitó su determinación de reducir la tasa de interés de modo

sucesivo en cada una de sus últimas tres reuniones – 18 de septiembre, 31 de octubre y 11 de diciembre -, en una proporción del 19 por ciento con relación al nivel que observaba con anterioridad, a fin de tratar de contrarrestar la recesión así sea parcialmente, cuya ocurrencia la mayoría de analistas considera inevitable.

Lo había anticipado el profesor Martin Feldstein hace año y medio. El desde entonces previsible enfriamiento del mercado de la vivienda en Estados Unidos, la caída de los precios de sus activos, el resultante efecto riqueza negativo y la contracción del consumo, además del impacto acumulado de las alzas de las tasas de interés de la Fed (hasta antes del pasado 18 de septiembre), llevarían a que la desacumulación de los ahorros de sus familias comience a invertirse. Como en efecto ha empezado a sentirse de forma contundente.

Un primer choque sobre los mercados emergentes – en especial los más dependientes del norteamericano, como el colombiano -, podría ser una drástica disminución de sus exportaciones, adicional a la registrada durante el último año, y sus secuelas adversas en términos de producción y ocupación. En tal evento, según Feldstein lo prudente sería permitir ajustes en sus tipos de cambio, y en cuidarse de apretar en exceso la política monetaria, pues en adelante tendrían que depender mucho más de su propio consumo.

Finalmente, la recuperación del ahorro de los hogares en Estados Unidos – y el correspondiente descenso de su consumo -, provocará presiones adicionales hacia la baja sobre sus tasas de interés real haciendo más competitivo al dólar. He aquí otra razón para evitar un mayor debilitamiento de nuestra demanda interna ante la eventual reducción, mucho más pronunciada que la que hasta hoy hemos vivido, de las exportaciones hacia su mercado, en especial de las de más alto valor agregado.

Por primera vez en nuestra historia comercial, el ostensible retroceso sufrido por nuestras ventas a la economía norteamericana está siendo compensado por las exportaciones a Venezuela, con un crecimiento anual del 70 por ciento, aún no superado por ningún otro mercado en el globo. En el caso de las de bienes industriales, por ejemplo, de las cuales depende una muy significativa porción de empleo formal, estable y bien remunerado, cabe destacar que su monto en términos absolutos ya supera el valor de las efectuadas a Estados Unidos. Sin embargo, semejante escenario coloca a Colombia en una situación de extrema vulnerabilidad de cara a la coyuntura política y económica que atraviesa la vecina nación, cuya bonanza no luce sostenible.

Además, si los severos indicios de recesión que se están presentando en la economía norteamericana arrastraran en la misma dirección a la Unión Europea y Japón, como todo ahora parece indicar, aparte del previsible aumento de la oferta mundial de hidrocarburos, no sería descartable una mengua de las cotizaciones del petróleo, y, de paso, de la capacidad de compra de la economía venezolana, el segundo destino - y al mismo tiempo el más dinámico - de nuestras ventas externas.

Ahora bien, fiel a su compromiso constitucional de avanzar hacia una inflación baja y estable en el largo plazo, entre todos los bancos centrales del mundo el de Colombia ha sido uno de los que durante los últimos dos años ha elevado en la más alta proporción su tasa de interés de intervención (un incremento del 58 por ciento sobre el nivel que tenía en abril de 2006). Igualmente, en el continente americano, con la

excepción de Brasil, exhibe el tipo de interés real más alto, es decir descontando la inflación (3,88 por ciento, en contraste con Chile con tasa real negativa de -1,54, Estados Unidos 0,72, Canadá 1,81 y México 3,44).

A partir de julio de 2007 ya habíamos ingresado al tramo neutral de la política monetaria al haber fijado una tasa de interés del 9,25 por ciento. Sin embargo, mediante el último reajuste, efectuado en la reunión de la Junta del 23 de noviembre, adoptamos una postura restrictiva al haberla elevado al 9,5 por ciento. Fue una medida destinada a contraer el crédito y la oferta monetaria con la mira de obtener un seguro que selle la credibilidad del mercado y ancle sus expectativas en el cumplimiento de las metas de inflación establecidas en esa misma fecha para 2008 y 2009.

En mi opinión, después de este movimiento, siempre y cuando no sobrevengan alteraciones significativas de las actuales condiciones de la economía, las necesidades de incrementos adicionales desaparecen. Es más. Dependiendo del comportamiento de los niveles internos de precios y del empleo, y de la evolución de las variables externas, en especial de Estados Unidos y Venezuela, eventualmente se podría regresar a una postura más neutral. O, si fuere necesario, a una política monetaria expansiva, como fue el caso durante 2005 y 2006.

Bajo tales criterios, el objetivo prioritario de la autoridad monetaria consiste en propiciar el máximo crecimiento sostenible del Pib y el empleo. Esto es, aquel que sea coherente con la estabilidad de precios, de suerte que no se coloque en peligro el logro de las metas de inflación referidas. Tras el dinamismo sostenido de la inversión y de las importaciones de bienes de capital, que continúan ampliando la capacidad instalada y contribuyendo a la elevación de la productividad, dicho crecimiento no debería ser inferior al 6 por ciento anual.

**CGC/Bogotá, Diciembre 12 de 2007**