

Los Desbalances Globales y los Riesgos en la Economía Mundial

Presentación del presidente del Banco Central, don Vittorio Corbo Lioi, en Seminario del Centro de Estudios Públicos, el 26 de julio de 2006.

El entorno externo para la economía chilena es inusualmente favorable. Aunque con vaivenes, la economía mundial se encamina a completar los mejores tres años de crecimiento en las últimas tres décadas, con tasas promedio más de un tercio mayores que las observadas entre 1970 y 2000. Además, por primera vez en muchos años, este gran dinamismo mundial ha sido empujado por mejoras en todas las regiones. El crecimiento mundial del 2004-2005, impulsado por un solo motor —EE.UU.— hoy viene acompañado por otros importantes actores. Entre estos destaca la Zona Euro, que está saliendo con fuerza de su letargo, y China e India, que sumadas representan lo mismo que EE.UU. en el PIB mundial a PPC, y que crecen a tasas impresionantes que se vislumbra pueden mantenerse en el tiempo, dado el gran potencial que les queda por explotar. Así, este escenario de alto crecimiento es también más balanceado, lo que da luces de mayor sostenibilidad. Para el 2007, se espera un dinamismo algo menos fuerte que en los años recientes, aunque igualmente mucho más potente que en el promedio de las últimas tres décadas.

Las condiciones financieras externas, en tanto, aunque presentan un pequeño deterioro en los últimos datos, provocado por el aumento de las tasas de interés de política y de largo plazo en economías desarrolladas, siguen siendo bastante expansivas. Esto es especialmente cierto en EE.UU., cuyo PIB lleva un par de años creciendo por sobre el crecimiento de su producto potencial, generando presiones inflacionarias en una economía sobrecalentada, y entrando en un ciclo de alzas de la tasa de política monetaria que, luego de muchas subidas, se acerca a su fin.

Los premios soberanos en las economías emergentes también siguen inusualmente bajos, aunque con un leve aumento en los últimos meses. Esto ha repercutido en reducciones importantes en el costo de endeudamiento que estas economías han aprovechado bien para refinanciar sus deudas y mejorar su solvencia. Por último, contrariando las expectativas, los precios de productos primarios han llegado más alto y se han mantenido en esos niveles por más tiempo de lo esperado. El Banco y los agentes del mercado han tenido que hacer continuos ajustes a sus proyecciones de la evolución futura de estos precios pero, afortunadamente en el caso de Chile, estos han sido más fuertes para nuestros productos exportables (cobre y molibdeno) que para nuestros importables (petróleo), dando como resultado una mejora de los términos de intercambio y un aumento del ingreso disponible de sus habitantes.

Sin embargo, este excepcional escenario externo no está exento de riesgos. En el horizonte cercano, preocupa la posibilidad de que los altos precios del petróleo se extiendan

más allá de lo esperado e incluso que alcance niveles más elevados. Ligado a este riesgo está que la inflación de países desarrollados no se reduzca e incluso que aumente aún más, poniendo fin a los tiempos en que el efecto de segunda vuelta de los altos precios de petróleo no se traspasaba a precios, y comenzando un ciclo en el que las economías con brechas de capacidad copadas empiecen a perder su capacidad de aislamiento de las presiones inflacionarias producidas por estas alzas del petróleo, lo que con nuevos choques al precio empeoraría la situación. En un plazo más largo, la preocupación central está en cómo se ordenarán los desbalances globales y cuales serán sus repercusiones.

En la actualidad estamos ante un precio del petróleo inusualmente alto. Desde febrero de 1999 casi se ha cuadruplicado en términos reales. Si bien al principio se pensó que este era un ciclo transitorio similar a los anteriores, en el tiempo se han ido ajustando las expectativas hacia un ciclo bastante más duradero y con niveles de precios muchísimo más altos que lo originalmente previstos. En términos comparativos con los ciclos vividos desde 1975, este es hoy (incluso antes de saber dónde y cuándo terminará) un ciclo anormal. En longitud ya duplica los 28 meses promedio de los cinco ciclos previos, y en amplitud la duplicación de precios que hemos presenciado es muy superior al aumento promedio de 36%. En este contexto, el Banco y el mercado han ido ajustando al alza sus proyecciones. Las primeras proyecciones para el año 2006 que efectuamos en enero del 2005 daban un precio de 34 dólares el barril, esto es, cerca de la mitad de lo que hoy se proyecta para este año. Lo mismo ha ocurrido con las proyecciones para el 2007. También el mercado de los futuros ha ido cambiando constantemente hacia arriba e incluso reducido su pendiente, reflejando la duración esperada de este ciclo.

En cuanto al origen del ciclo, a diferencia del de fines de los setenta donde el problema era de oferta desde los países miembros de la OPEP, hoy la estrechez del mercado obedece a una demanda que ha crecido mucho en un contexto de oferta limitada e incierta. Además, no hay que desconocer que parte del aumento obedece a motivos de especulación. Los *hedge funds* y el comercio de productos primarios han aumentado en forma impresionante en los últimos cuatro años.

Por el lado de la demanda, el dinamismo de grandes consumidores de petróleo como China e India contribuye con una potente fuente de mayor consumo. Entre 1990 y 2003, el aumento del consumo de petróleo por parte de ambas naciones explica cerca de un tercio del aumento global. Además, el alza de los precios no ha producido el ajuste esperado del consumo. La elasticidad precio de la demanda es baja en general, aunque varía por regiones, siendo mayor en países asiáticos y relativamente baja en EE.UU. La sustitución, conservación, y mejoras de eficiencia han sido limitadas. Parte de esta insensibilidad obedece a políticas nacionales de impuestos y subsidios, que impiden que los precios reflejen la escasez, inhibiendo el natural ajuste que deberían producir los precios actuales.

Por el lado de la oferta, la capacidad de reacción a los aumentos de precios es bastante lenta y limitada. En primer lugar, los mayores potenciales petrolíferos se encuentran en zonas de alta inestabilidad política, lo que aumenta el premio por riesgo de nuevos proyectos y limita la producción de yacimientos activos. En efecto, a los conflictos relacionados con las pruebas de misiles en Corea del Norte y la disputa nuclear de Irán, se sumó el conflicto entre Israel y el Líbano, que afecta el precio del petróleo al aumentar la

probabilidad de recortes al suministro de crudo. Adicionalmente, si se agregan al conflicto Siria y/o Irán, el precio puede saltar aun más. Por otra parte, los proyectos nuevos toman más tiempo en materializarse por las crecientes trabas impuestas por la regulación ambiental. Aun si se aumenta la extracción de petróleo en los próximos meses, el límite vendrá por la incapacidad de procesarlo y por lo tanto en la oferta de combustibles. Es decir, el cuello de botella está en las refinerías. Por último, ha habido importante recortes de oferta por fenómenos climáticos severos en el Golfo de México.

En conclusión, la precaria estabilidad política de países productores de petróleo, con la consecuente incertidumbre respecto de posibles aumentos de producción en el futuro cercano, junto con el gran aumento de la demanda que se espera de India y China, y la escasa reacción de políticas que incentiven la racionalización de la demanda, sugieren que la estrechez del mercado será más duradera que lo inicialmente esperado y que ciclos previos. La buena noticia es que el mundo está hoy mejor preparado para minimizar los costos de estos choques de precios del petróleo. La alta credibilidad en los objetivos inflacionarios que han logrado la mayoría de las economías y los altos niveles de competitividad, reducen el traspaso a precios. Además, la mayor diversificación de proveedores, potenciales mejoras de eficiencia de uso y sustitución hacia otras fuentes de energía, dan luces de esperanza. De hecho, hoy ya se comercializan a precios aceptables sustitutos como petróleo de arena y de soya. Por último, en la medida en que la composición de la producción de los países se vaya diversificando y aumentando la importancia de servicios en la canasta productiva, la intensidad de uso de energía se reducirá.

Un segundo riesgo latente y relacionado con el anterior, es que aumente la inflación en los países desarrollados. Hasta el 2005, la inflación subyacente y del IPC estaban bien contenidas en el mundo. Hoy, aumentos de precios de materias primas e industriales y copamiento de holguras de capacidad han ido presionando al alza los precios. Tanto EE.UU. como la Zona Euro y Japón han visto aumentar sus distintas medidas de inflación en el último año, llegando a niveles que exceden las metas implícitas (EE.UU.) o explícitas (Europa) que se han impuesto. De hecho, en EE.UU. la inflación total excede hoy el límite de la zona de confort de la autoridad monetaria y supera la inflación chilena reciente. El caso de Europa es aún más complicado puesto que al tener un banco central relativamente nuevo que está todavía construyendo su reputación, los agentes miran solo la inflación sucia y su débil credibilidad contribuye a traspasos más expeditos a precios

En este contexto, los bancos centrales de países desarrollados han empezado a reducir la expansividad de su política monetaria. En general, los que vivieron un período de relajación de la política monetaria entre 2001 y 2003, han revertido o están revirtiendo ese estímulo. En EE.UU., el ajuste de tasas comenzó ya en abril del 2005. En su reunión del 29 de junio, la Fed aumentó por decimoséptima ocasión consecutiva la tasa de política monetaria en 25 puntos base, ubicándola en 5,25% anual. En el comunicado señaló que los últimos indicadores sugieren que el crecimiento económico se está moderando, reflejando el enfriamiento del mercado inmobiliario, los efectos rezagados de los aumentos en la tasa de interés y las alzas energéticas. En relación con los precios, se indica que los riesgos inflacionarios se mantienen, a pesar de que la moderación del crecimiento ayuda a limitar las presiones sobre la inflación. El mercado espera que en lo que queda del año se

produzcan una o dos nuevas alzas de tasa antes de dar por finalizado el ciclo de normalización.

En la Zona Euro, el BCE comenzó a recortar la expansividad en diciembre. En julio mantuvo la tasa de instancia en 2,75%, pero señaló que mantendrá una fuerte vigilancia de tal forma de asegurar que los riesgos inflacionarios no se materialicen. Indicios de mejores perspectivas de crecimiento en Europa llevan a esperar más aumentos en el futuro.

El último en subirse a esta tendencia fue el Banco de Japón, que después de un tiempo de tratar de maneras poco ortodoxas de salir de la recesión, inició su ciclo de alza de tasas recientemente con un aumento de esta hasta 0,25%.

En conclusión, es evidente que las presiones inflacionarias se están sintiendo y que pueden aumentar con nuevos choques de precios del petróleo o con un ciclo más duradero. Por ello, es muy probable que se requiera seguir recortando la expansividad de la política monetaria, pero con alta incertidumbre respecto de cuánto y por lo tanto del efecto final en la actividad. Si se subestiman las presiones inflacionarias, se queda atrás en el ajuste de tasas y se permiten aumentos bruscos de la inflación y las tasas, con efectos perjudiciales en los mercados financieros. Por otro lado, si los ajustes que se producen son excesivos, entonces se corre el riesgo de frenar innecesariamente la actividad económica.

El último riesgo que quiero analizar es uno de menor probabilidad, pero con efectos finales que pueden ser de alto impacto. Esto es, la forma en que los desbalances globales se resuelvan. En los últimos trece años, el déficit de cuenta corriente de EE.UU. ha aumentado en forma considerable. Para el 2006 se espera que alcance el 6,5% del PIB americano y más del 2% del PIB mundial. Hasta ahora, este déficit creciente ha sido financiado principalmente por países productores de petróleo, Asia emergente —especialmente China— y Japón. La contribución de América Latina es insignificante.

En el 2005, la región tuvo un superávit equivalente a menos del 1% del déficit de cuenta corriente de EE.UU. Sin embargo, aun cuando no esté contribuyendo a agravar los desequilibrios, puede sufrir las consecuencias de los cambios abruptos en los precios financieros, causados por esta situación que, en la opinión de muchos, es insostenible.

Las primeras visiones de cómo se produciría el ajuste estaban teñidas por las crisis asiática y mexicana, por lo que se esperaba que la solución a este desbalance se produjera abruptamente cuando los inversionistas extranjeros perdieran el interés por mantener activos americanos en sus carteras, provocando un quiebre brusco al financiamiento del alto consumo americano. En tal caso, las tasas de interés de EE.UU. aumentarían y el dólar sobre-reaccionaría. Se desaceleraría el consumo en EE.UU. sin ser compensado por aumentos en otros países, con fuertes efectos en el crecimiento mundial.

Creo que este escenario, muy popular hasta hace un par de años, es poco probable. La flexibilidad y profundidad de los mercados financieros y de las decisiones de portafolio del resto del mundo, hacen pensar que el ajuste debiera producirse en forma bastante más gradual a través de movimientos más suaves en los precios financieros. En este caso cabe esperar que la demanda se mueva gradualmente desde países con déficit a países con

superávit, y que el consumo y precio de activos converjan suavemente a sendas sustentables, como de hecho ya estamos observando. Así, el mayor ahorro en EE.UU. y el mayor consumo y/o inversión en el resto del mundo llevan a un escenario más benigno para el crecimiento mundial, donde la desaceleración de la demanda de EE.UU. es compensada, en parte, por una demanda más vigorosa de otros países. La gradualidad de este ajuste se vería beneficiada si Asia, especialmente China, flexibilizara sus tipos de cambio para producir la necesaria reasignación del gasto. Esta mayor flexibilidad también sería beneficiosa para que los países retomaran control sobre su política monetaria. Pero igual este ajuste benigno estaría acompañado de una desaceleración moderada en el crecimiento mundial.

Una visión alternativa de este ajuste gradual es la que ha hecho pública una línea de investigación del economista chileno Ricardo Caballero, quien plantea que estos desbalances son una solución de equilibrio en un mundo donde países emergentes muy dinámicos no han desarrollado suficientemente sus mercados financieros ni instrumentos atractivos de inversión, mientras que EE.UU. lo ha hecho con notable eficiencia. En este caso, el ajuste también sería gradual y se produciría en la medida en que los mercados financieros se desarrollaran en los países emergentes y parte de los flujos de capitales volvieran a sus países de origen al encontrar alternativas de inversión rentables.

Acontecimientos recientes de aumento de demanda en Japón y la Unión Europea y de desaceleración del consumo privado y del mercado inmobiliario en EE.UU., hacen más probable un ajuste gradual. Sin embargo, aunque con baja probabilidad, los riesgos de un ajuste abrupto todavía están presentes y, dado los altos costos que este involucraría, las autoridades no pueden esperar pasivamente a que se corrijan los desbalances globales. Deben, en cambio, promover un ajuste gradual y cooperativo y tomar acciones para reducir los efectos perjudiciales que este ajuste puede tener en sus países.

Para promover un ajuste gradual y cooperativo se debe incentivar el ahorro en EE.UU. mediante un esfuerzo fiscal e incentivos al ahorro privado; incentivar el consumo privado en China —que hoy ahorra más de la mitad del PIB— a través de reformas al sector financiero que mejoren el acceso de las familias al crédito y ampliando las redes de protección social para reducir el ahorro familiar por motivo precaución, como los propuestos en el último Congreso del Partido Comunista. También aumentar la inversión en Asia emergente —que se desplomó en 1997 y no ha logrado recuperarse desde entonces— mediante incentivos a la inversión de calidad a través de reformas estructurales que aumenten los retornos esperados —mejoras al ambiente de negocios, a la flexibilidad laboral y a la asignación eficiente de recursos en el mercado financiero.

Los países asiáticos han enfrentado las crisis con fuertes acumulaciones de reservas internacionales, que a las tasas y cambios vigentes les resulta relativamente barato, e incluso rentable, y con ello esperan evitar una nueva crisis como la del 97. Lo malo que han tenido una fuerte expansión del crédito (especialmente China) y que han descuidado las reformas en el mercado financiero que los protegerían de manera más eficiente de una posible crisis. Por último, ayudaría bastante a este ajuste que se redujera el valor relativo del dólar con respecto a otras monedas, especialmente la china.

Reacciones ex post para minimizar los costos de un *ajuste abrupto* dependen del marco de política monetaria y cambiaria. Países con expectativas de inflación bien ancladas en niveles bajos y con descalces cambiarios acotados, deberían dejar que el tipo de cambio se ajustara para liderar el cambio en precios relativos. “Leaning against the wind” solo generará fugas de capitales, inestabilidad financiera y un acortamiento del crédito. Política fiscal y monetaria contracíclica y un sistema financiero local sólido ayudan a enfrentar posibles crisis financieras internacionales con reversión de flujos de capitales, con menor necesidad de acumular reservas internacionales.

Los países con expectativas de inflación desancladas enfrentan un panorama más complejo. La depreciación real será opacada por mayor inflación o, si los descalces de monedas de activos y pasivos son grandes, la depreciación será contractiva al producir importantes efectos de hojas de balance. Para evitar una crisis financiera mayor en estos países, la única herramienta disponible será la política fiscal y sería fuertemente recesiva.

La incertidumbre con respecto a cómo se producirá el ajuste de los desbalances repercute en las decisiones de política económica. La política monetaria de países emergentes tiene impacto limitado -o nulo- en cómo se produce el ajuste. Sin embargo, éste afecta indudablemente las decisiones de política monetaria, su implementación y efectividad. La mayor incertidumbre se debe tener en cuenta a la hora de proyectar el producto y los precios. El escenario global también dificulta la interpretación del impacto de la política monetaria en la demanda y la inflación.

Las políticas y el ambiente macroeconómico sano y estable que han ido construyendo los países latinoamericanos han reducido su vulnerabilidad ante un ajuste de los desbalances globales que pudiera ser más abrupto de lo esperado. En los últimos veinte años, y especialmente en los últimos cinco, se han logrado avances significativos en políticas y resultados económicos. Se ha alcanzado un ordenamiento fiscal nunca antes pensado, con un ejemplo notorio en el caso chileno, pero con mejoras importantes en la mayoría de los países. Se han bajado las tasas de inflación desde cifras anuales de tres dígitos hace no más de 15 años, a niveles de un dígito en los años recientes. Las cuentas corrientes han pasado en su mayoría a posiciones superavitarias y los premios soberanos han bajado a niveles nunca antes vistos, con la consiguiente disminución de costos de financiamiento externo, que ha beneficiado la solvencia de los países permitiéndoles refinanciar sus deudas en condiciones mucho mejores. Por último, grandes avances en el desarrollo, supervisión y regulación del sistema financiero también han contribuido a mejoras importantes de desempeño en los países de América Latina.

Sin embargo, aunque América Latina es más resiliente que en el pasado, no está totalmente protegida y es sensible a cómo se corrijan los desbalances. Un ajuste abrupto aumentaría los premios soberanos, subiría la carga financiera de los países más endeudados, como Argentina y Uruguay, y se perjudicaría a los grandes proveedores de bienes a EE.UU., cuya demanda no sería absorbida por otros países. A pesar de la creciente diversificación, los socios del NAFTA compran 34% del total de exportaciones latinoamericanas (excluyendo México). Dentro de la región, los más expuestos son México y América Central, por su importante relación comercial con EE.UU.

En conclusión, la economía mundial presenta un panorama excepcionalmente favorable, donde la gran novedad es el dinamismo de China e India. Sin embargo, este buen panorama internacional presenta riesgos importantes. Los más inmediatos son alzas mayores y por más tiempo en el precio del petróleo, y posibles aumentos de inflación en países desarrollados. En un horizonte más largo, la forma en que se ajustarán los desbalances globales constituye hoy otra gran incertidumbre. Sin embargo, esta aparece como menos apremiante ya que hay claras señales de que los ajustes graduales ya se comienzan a producir, además, los países están reconociendo que la solución involucra a muchos actores y que necesitan coordinarse. Además, los países han sabido implementar políticas macroeconómicas saludables que ayudan a que el ajuste sea más suave y que el impacto se sienta menos. Ello, sin desconocer que deben seguir trabajando en fortalecer sus políticas para enfrentar un mundo mayor incertidumbre.