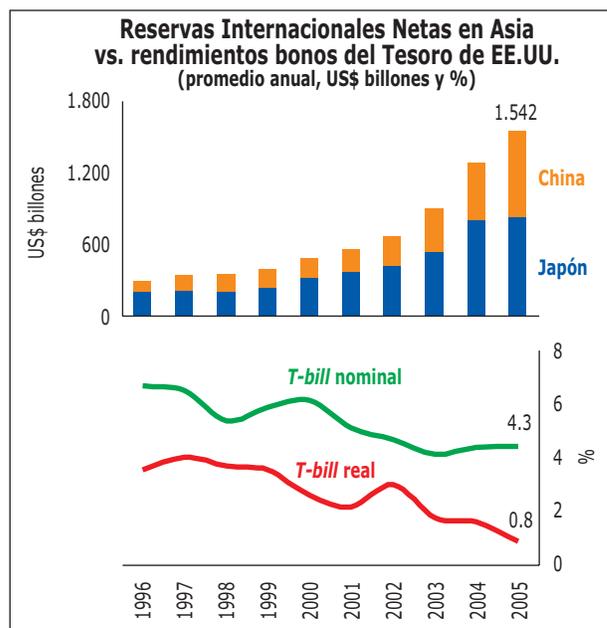


Reservas internacionales y determinantes macroeconómicos fundamentales: el caso de los Estados Unidos 2004-2006

Anif ha venido afirmando que: “Los actuales niveles de las tasas reales de interés de largo plazo no se compaginan con sus determinantes estructurales”. Este dictamen, en realidad, se aplica no sólo a Colombia, sino también al caso de los Estados Unidos.

En efecto, los mercados financieros parecen estar anestesiados frente a los determinantes fundamentales de la economía norteamericana, veamos: 1) El anémico crecimiento de 1.6% (anualizado) registrado en el último trimestre de 2005 refleja un débil crecimiento del consumo privado (tan sólo 1.2% anual); 2) Si bien el déficit fiscal se logró reducir a 2.6% del PIB en 2005, frente al 3.6% del PIB registrado en 2004, se espera que dicho déficit fiscal se eleve nuevamente a 3.2% del PIB durante el 2006; y 3) Se mantiene un déficit comercial persistente, el cual alcanzó un nuevo récord de \$726,000 millones al cierre de 2005, equivalente a un 5.8% del PIB.



Fuente: Bloomberg, Departamento del Tesoro de EE.UU y cálculos Anif.

Los analistas han estado esperando que, a medida que se reduce el exceso de liquidez a nivel internacional, los mercados respondan de forma más vigorosa a estos evidentes desequilibrios macroeconómicos de tipo fiscal y comercial de los Estados Unidos. Cabe recordar que, en los inicios del año 2005, la cotización dólar/euro se acercaba a los US\$1.40 y la lectura del mercado era que ese nivel permitiría empezar a corregir el desbalance externo de los Estados Unidos. Sin embargo, ya hemos explicado los factores que llevaron a revertir dicha tendencia (ver nuestro informe de enero 25 de 2006) y arrastraron la cotización a niveles “impensables” de US\$1.20, como los observados a lo largo del 2006.

Curiosamente, los abultados déficits fiscales de los Estados Unidos (2003-2006) no parecen importarles, al menos en el corto plazo, a los compradores de bonos del Tesoro norteamericano. La tasa de rendimiento nominal de dichos bonos, a 10 años, ha estado oscilando entre 4%-4.5% anual en los tres últimos años. Esto implica un retorno inferior al 2% real anual y en algunas ocasiones ha sido negativo,

Continúa



Comentario económico del día

dada “la inversión de la curva de rendimientos” en meses recientes. Puesto en un contexto de mediano plazo, es muy probable que la parte larga de la curva deba tender a empinarse por razones de índole fiscal. Pero, en el corto plazo, ¿qué fuerzas impiden que esto ocurra?

Para muchos analistas la respuesta se encuentra en Asia. El fortalecimiento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) de los países de esa región (pos-crisis de 1997) y las políticas cambiarias de Japón y China han generado una gran demanda por *T-bills*, lo cual ha mantenido altos sus precios y, por lo tanto, bajas sus tasas de interés. Cabe señalar que los bancos centrales del mundo mantenían US\$1.200 billones de bonos del Tesoro de los Estados Unidos al cierre de 2005, correspondientes a cerca del 30% de sus RIN. Mas aún, Japón y China explican cerca del 77% de dichas tenencias de *T-bills* (unos US\$900.000 millones), habiendo triplicado la tenencia de estos activos en los últimos cinco años.

En síntesis, han coincidido en el tiempo una gran necesidad de financiamiento por parte de los Estados Unidos (inducida por sus abultados déficits gemelos) con el voraz apetito de las economías asiáticas por incrementar sus RIN bajo la forma de *T-bills* de los Estados Unidos. Esto explica la relativa facilidad y el bajo costo de corto plazo que, hasta la fecha, ha enfrentado el fisco norteamericano.

No obstante, un incremento en las preferencias Asiáticas por acumular otro tipo de activo (por ejemplo, el euro o el oro) induciría rápidamente un alza en la curva de rendimientos de los *T-bills* y un empinamiento de su parte larga. Es claro que en los inicios del 2006 se han visto señales en esta dirección y las alzas continuas de las tasas de interés en los Estados Unidos y Europa en cierto sentido han empezado una carrera hacia la compatibilización de los mercados financieros de corto plazo con los determinantes macroeconómicos fundamentales de mediano plazo. Cuando esta oleada de ajustes se haga más fuerte, Colombia deberá estar preparada con menores niveles de liquidez y mayores ajustes fiscales, para lo cual la actual institucionalidad colombiana parece estar bien parapetada.

* *Con la colaboración de Carlos Ignacio Rojas.*

Consúltelo en el home www.anif.org