



www.taringa.net

Crisis financiera internacional

e Inflación Objetivo-Comprehensiva (IO-C)

El legado Greenspan

Sergio Clavijo y Alejandro Vera *

Los meses de julio-octubre de 2011 fueron de particular turbulencia en la economía global. El grueso de los analistas elevó del 30% a cerca del 50% las probabilidades de que Estados Unidos experimente una pronta recesión (contracciones del PIB-real en trimestres consecutivos) entre finales de 2011 y principios de 2012. En Europa las cosas pintan aún peor, pues a los graves problemas fiscales de la llamada “periferia”, ahora se suman señales de contagio sobre España, Italia y, nuevamente, sobre Francia (por la vía de la debilidad de su sistema financiero, como bien lo acaba de señalar el FMI). En el caso de Europa, se pronostica crecimiento nulo o una contracción de medio punto durante el año 2012.

Afortunadamente, en las últimas semanas hubo noticias esperanzadoras aunque opacadas por la idea griega de someter lo ya acordado a un referendo en su país. Sólo en la reunión del G-20 lograron abortar esa idea

cuasi suicida para la sostenibilidad del euro (como lo conocemos hoy). Los últimos acuerdos incluyeron: i) elevar el “haircut” de la deuda griega del 20% al 50%, atendiendo sus efectos con una recapitalización del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (probablemente triplicándolo respecto de sus actuales €\$440.000 millones); ii) la toma de conciencia de la urgencia de entrar a recapitalizar el sistema bancario de Europa; y iii) utilizar los dineros del Banco Central Europeo como “última instancia” (posición de Alemania) e impulsar la recapitalización del fondo de salvataje a través de esfuerzos fiscales conjuntos (“periferia”, España e Italia). Empero, todo lo anterior probablemente significará mayores restricciones fiscales y financieras para el mundo desarrollado, a costa de menor crecimiento global. Por ejemplo, el FMI pronostica un crecimiento en el rango 3.6%-4.0% para la economía mundial durante 2011-2012 (ver Anif, 2011a).

Así, del período de la “nueva economía” (2003-2007), postulado y defendido por Greenspan, hemos pasado a una prolongada Gran Recesión (2007-2011), ahora entrando en su quinto año y con perspectivas poco halagüeñas, a pesar de la aplicación del modelo “Helicóptero-Ben” (haciendo alusión a las repetidas inyecciones de liquidez). En particular, se ha empezado a fraguar un cuadro preocupante donde convergen: i) el agotamiento del impulso monetario y financiero, con una trampa de liquidez incapaz de revitalizar la demanda agregada; ii) exigencias de ajuste fiscal inmediato ante déficits fiscales que bordean el 10% del PIB en Estados Unidos y Europa; y iii) la inacción del sistema político, a la espera de solucionar los próximos eventos electorales en las principales economías desarrolladas del mundo (ver Anif, 2011b).

* Director y subdirector de Anif, respectivamente. E-mail: avera@anif.com.co

En este contexto, cabe preguntarse ¿cuáles fueron las causas de esta gran debacle económica? ¿Por qué las autoridades no previeron los efectos de los sobreapalancamientos financieros, especialmente hipotecarios? ¿Será que el “Maestro” Alan Greenspan ya está arrepentido de su inacción regulatoria y de los excesos de liquidez que proveyó y alimentaron dicha debacle? Como veremos, Greenspan no está arrepentido y da a entender que en materia regulatoria no había mucho más que hacer (aunque la Ley Dodd-Frank opina todo lo contrario). Si bien es cierto que él acuñó la idea de una “exuberancia financiera algo irracional”, poco y nada hizo para contener los “espíritus animales” de los administradores de portafolio. Claramente Greenspan confiaba demasiado en su capacidad de persuadir a los mercados a través de la llamada “ambigüedad constructiva”. Pero, paradójicamente, el mercado lo interpretaba en el sentido contrario: existía un “Greenspan-put” que pensaban ellos les permitiría siempre obtener valorizaciones, nunca retracciones financieras. La lección más práctica es que los banqueros centrales pos-

Greenspan deben tener a mano su “caja de herramientas macroprudenciales” para implementar lo que Anif ha denominado la Inflación Objetivo-Comprensiva (IO-C).

Los postulados de Greenspan

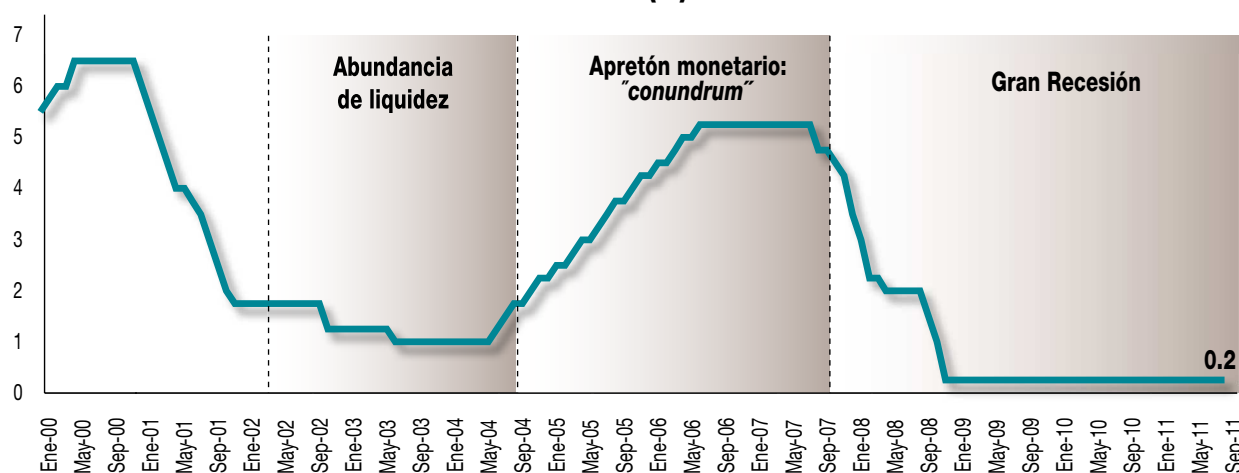
Greenspan estaba convencido de que el sector productivo había cambiado el ciclo económico para siempre a

La lección más práctica es que los banqueros centrales pos-Greenspan deben tener a mano su “caja de herramientas macroprudenciales” para implementar lo que Anif ha denominado la Inflación Objetivo-Comprensiva (IO-C).

través del uso de la tecnología de punta y de “producir sobre pedidos”, minimizando el perverso efecto de la acumulación de inventarios, particularmente durante el período 1995-2005. Bastaba acompañar ese mundo de la “nueva economía” con liquidez suficiente, para evitar ciclos recesivos largos, tal como se experimentó durante 2000-2001.

En efecto, la tasa repo en Estados Unidos se mantuvo entre el 1%-2% nominal durante 2002-2004 y la economía salió rápidamente de dicha minirrecesión. Sin embargo, la porción de este postulado que resultó errada era pensar que el mundo financiero especulativo no caería en el ciclo de manías-pánicos-crisis. Se creía (erradamente) que los mercados competitivos sabrían autocontrolarse y que los derivados ofrecerían todo tipo de coberturas a futuro. Nótese que la Fed reaccionó tardíamente durante 2003-2006 al elevar su repo-central hacia el 5.25%, cuando los mercados *subprime* hipotecarios ya habían generado una gran burbuja, incluyendo la del consumo de bienes semidurables (ver gráfico 1).

Gráfico 1. Estados Unidos: Federal Funds Rate (%)



Fuente: elaboración Anif con base en Federal Reserve.

En sus memorias, Greenspan mencionaba que, aun si quisiera, la Fed no contaba con el conocimiento ni el marco regulatorio adecuado para frenar dichos excesos financieros de 1995-2006 (Greenspan, 2007). Por ello, él recurría a: i) la estrategia de ambigüedad constructiva en el manejo de la tasa repo (*Federal Funds Rate*); ii) evitar el “pinchazo” de burbujas, por miedo a causar mayores problemas (discurso también usado por nuestro Banco Central durante 2005-2007); y iii) confiar en el mercado de derivados financieros como un elemento de autoseguro.

Aunque Greenspan veía esa “exuberancia irracional”, la abundante liquidez que generaban sus políticas pro-crecimiento y pro-profundización financiera producían cosas extrañas. Por ejemplo, se presentaba un raro comportamiento de la curva de tesoros, el llamado “*conundrum*”: un alza en las tasas de interés de corto plazo de la Fed reducía, más que proporcionalmente, el rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano de largo plazo. Esto último, a su vez, arrastraba a la baja el costo del financiamiento hipotecario, con lo cual se impulsaba aún más la actividad económica de corto plazo (en contravía del objetivo inicial). El mercado creía que Greenspan siempre proveería la liquidez suficiente para esperar valorizaciones financieras, confiado en que la “nueva economía” significaba sólo más crecimiento y productividad, cuando en paralelo también se creaba un mundo altamente especulativo.

El Greenspan poscrisis (... aún no converso)

En sus confesiones más recientes (Greenspan, 2010), él argumenta que: i) la Fed sólo controla la tasa del *money market*, pues la correlación entre la tasa repo y las tasas de interés de largo plazo inclusive

Greenspan reconoce explícitamente la falla regulatoria de no haber prohibido las cuotas hipotecarias súper mínimas y los llamados resets (tasas de interés cero en los primeros años, pero después rápidos ascensos, que terminan con daciones en pago).

ha bajado de 0.8 a 0.2; ii) ante un exceso de ahorro (*saving glut*), el mayor crecimiento de Estados Unidos ocurre a través de más deuda (los ahorros de los asiáticos) y es poco lo que la Fed puede hacer al respecto; y iii) la burbuja hipotecaria, dice Greenspan, no la produjo la Fed, sino las excesivas titularizaciones, promovidas por entes cuasi fiscales, como Fannie Mae-Freddie Mac, y por las calificadoras crediticias.

Aunque sería dispendioso contestar cada uno de estos contraargumentos de Greenspan, nuestra visión (simplificada) es que buena parte del problema radica en el punto i), pues la liquidez opera con vasos comunicantes, luego si la de corto plazo se restringe adecuadamente, ello tendrá impactos que permitirán “enfriar” los negocios de largo plazo y evitar sobreapalancamientos. El punto ii) todavía está en discusión y sobre el punto iii) tiene razón Greenspan al mencionar que se trata de fallas regulatorias más gubernamentales que de la Fed. Más aun, en este último punto, Greenspan reconoce explícitamente la falla regulatoria de no haber prohibido las cuotas hipotecarias súper mínimas y los llamados *resets* (tasas de interés cero en los primeros años, pero después rápidos ascensos, que terminan con daciones en pago). Greenspan concluye aceptando que se requiere una reingeniería bancaria, guiada por los lineamientos actuales de Basilea III.

La Inflación Objetivo Comprensiva (IO-C)

Anif ha sido de la opinión de que los bancos centrales no pueden limitarse a controlar la inflación (esquema de IO tradicional), pues detrás de la liquidez también pueden estarse generando excesos crediticios y burbujas especulativas. La Gran Recesión (2007-2011) es buen ejemplo de lo que puede ocurrir cuando no se tiene una visión más comprensiva del asunto monetario-financiero.

Como es sabido, el instrumental preferido por la IO descansa en las “señales” vía tasa de interés repo-central, la cual transmite la postura de la política monetaria a través del conjunto de sus tasas lombardas hacia el mercado interbancario y bancario.

Pues bien, en los años anteriores poco aportó la IO-tradicional a la hora de encarar los graves problemas de sobreapalancamiento del sector hipotecario, la compleja red de titularizaciones y las operaciones “derivadas” por fuera de balance. La excesiva liquidez del período 2002-2006 alimentó especulaciones financieras y las “burbujas mutantes”, que la propia Fed no vio venir (ver Anif, 2006).

En efecto, se trató de un verdadero sistema de “multiburbujas”. En Estados Unidos ese sistema se inició en 1999, con una burbuja especulativa alrededor de las telecomunicaciones

(burbuja *dotcom*). Hoy nadie parece acordarse del colapso de Netscape o de B2Stores, que indujeron valorizaciones del 400% en el Nasdaq (entre otras) antes del estallido en 2001. Esta burbuja tuvo un efecto cascada sobre los activos bursátiles, cuando el S&P 500 se ubicaba muy por encima de su media histórica de 17 veces en su relación precio/ganancia. Coincidieron entonces el inicio de la recesión y los ataques terroristas a Estados Unidos, agravando el ciclo. Sin embargo, se trató de una minirrecesión, donde los esquemas de *just in time* y la mayor productividad de la “nueva economía” dieron sus frutos. En 2004, la excesiva liquidez migró hacia los bonos de deuda privada y en 2005-2007 hacia el mercado hipotecario, con el desenvolvimiento ya conocido por todos de la crisis *subprime*. Todo ello explica la situación de retracción del crédito (*credit crunch*) y la debilidad de la recuperación económica que enfrenta Estados Unidos en 2010-2011 (ver gráfico 2). En Colombia, esas “burbujas mutantes” tampoco fueron detectadas

por la IO utilizada por el Banco de la República. En particular, los excesos de liquidez se manifestaron en burbujas bursátiles y de TES (2005-2006) y en una miniburbuja crediticia que logró ser controlada (2007-2008). Finalmente, ello se manifestaría en rebrotes inflacionarios en 2007-2008, incumpléndose las metas de inflación. Así, para prevenir todo lo anterior,

Se trata de implementar ahora una estrategia de Inflación Objetivo Comprensiva (IO-C). Es decir, la IO-tradicional debía continuar con su manejo vía tasas de interés, pero complementándose con medidas macroprudenciales para prevenir la formación de burbujas especulativas.

las políticas macroprudenciales ahora impulsadas por el FMI y el G-20 tienen una orientación adecuada. Ellas contienen muchos de los elementos que, desde el año 2005, viene estimulando el BIS y que Anif también había recogido desde esa época (ver Anif, 2005) antes del estallido de la crisis en agosto de 2007, ver cuadro 1. Así, se trata de implementar ahora una estrategia de Inflación Objetivo Comprensiva (IO-C). Es decir, la IO-tradicional debía continuar con su manejo vía tasas de interés, pero complementándose con medidas macroprudenciales para prevenir la formación de burbujas especulativas. Este tipo de medidas macroprudenciales tiene que ver con, por ejemplo: a) adoptar cuotas iniciales en la adquisición de vivienda; b) límites a la porción del valor que se puede sacar del balance bancario a través de las titularizaciones; c) límites a los apalancamientos en derivados (especialmente con dinero del público); d) manejo de provisiones anticíclicas; y e) encajes sobre moneda extranjera y hasta controles de capital selectivos.

Gráfico 2. Burbujas especulativas multi-mercado (Evolución 1997-2010)



Fuente: elaboración Anif.

Cuadro 1. Enfoque de política monetaria macroprudencial

Objetivo	Instrumento
Estabilidad de precios (baja inflación)	<ul style="list-style-type: none"> • Tasa de interés de corto plazo.
Supervisión financiera	<ul style="list-style-type: none"> • Medidas cuantitativas de control de crédito (provisiones anticíclicas). • Limitaciones a operaciones con derivados. • Restricciones a la exposición en moneda extranjera. • Depósitos al endeudamiento externo y a la inversión extranjera de portafolio.

Inflación Objetivo Pura (IO)

Inflación Objetivo-Comprehensiva (IO-C)

Fuente: elaboración Anif.

En suma, la nueva arquitectura financiera internacional se estará moviendo en la dirección de la IO-C, donde Basilea III y la Ley Dodd-Frank en Estados Unidos ya están en la tarea reglamentaria. En el corto plazo, sin embargo, la situación financiera es tan frágil en Estados Unidos y Europa que seguramente muchos de los elementos precautelativos y de “colchones” de capital y de liquidez tomarán un buen tiempo en implementarse.

Conclusiones

Hemos entrado al quinto año de una crisis internacional que se ha extendido más allá de lo inicialmente previsto. La génesis de los sucesos actuales se remonta a los excesos de liquidez del período 2002-2006. Esto permitió la formación de diferentes burbujas de activos (como el caso hipotecario) así como un sobreapalancamiento de los hogares y un uso excesivo de las titularizaciones y de los derivados financieros. El maestro Greenspan se obnubiló por la “nueva economía” del sector real y dejó en piloto automático al sector financiero. Este último terminó

sobreapalancado y generó riesgo sistémico global. Como vimos, nosotros consideramos que el Greenspan aún no converso a la ortodoxia hubiera hecho bien en frenar la liquidez del período 2002-2006, pues ésta opera con vasos comunicantes hacia los negocios de largo plazo. Es cierto que buena parte de los daños provino de fallas regulatorias ajenas a la Fed, que ahora la Ley Dodd-Frank busca subsanar, pero hasta el propio Greenspan reconoce explícitamente el error de no haber prohibido las cuotas hipotecarias súper mínimas y los llamados *resets* (tasas de interés cero en los primeros años, pero después rápidos ascensos, que terminan con daciones en pago). Hasta Greenspan está de acuerdo con una reingeniería bancaria, guiada por los lineamientos actuales de Basilea III.

En Colombia, las enseñanzas de una estrategia tipo IO-C deberían aplicarse claramente en la coyuntura actual, donde el Banco de la República (BR) ha hablado mucho de su “preocupación” con el crecimiento crediticio y la apreciación cambiaria, pero sin destapar aún su caja de herramientas macroprudenciales. Incluso,

gran parte de esta tarea ha recaído recientemente en la Superfinanciera, que ha tenido que adoptar nuevas medidas de provisiones y garantías para drenar el crecimiento del crédito, que ya llegaba al 20% real al corte de septiembre de 2011. ANIF

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Anif (2011a), “Señales de ALI para octubre de 2011”, *Informe ALI* No. 65 de noviembre de 2011.

Anif (2011b), “Señales de ALI para agosto de 2011: efectos de la turbulencia internacional”, *Informe ALI* No. 63 de septiembre de 2011.

Anif (2006), “Burbujas especulativas multi-mercados y los excesos de liquidez”, *Comentario Económico del Día* 25 de Julio.

Anif (2005), “Valorización, inflación de activos y excesos monetarios”, *Informe Semanal* No. 796 de agosto de 2005.

Greenspan, A. (2010), “The Crisis”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2010.

Greenspan, A. (2007), *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, The Penguin Press, September.