

Comentario Económico del día

Centro de
Estudios
Económicos

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Julio 17 de 2014

Inflación Objetivo-Comprensiva (IO-C) y burbujas financieras

En septiembre de 2014, se estará cumpliendo el sexto aniversario del estallido de la crisis financiera, tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Una de las lecciones más importantes que nos deja esta crisis es que constituye un grave error de política económica pensar que la “postura de la política monetaria” no tiene nada que ver con la situación de los mercados financieros (en especial con el mercado hipotecario).

Ello pone de presente la importancia de que nuestros bancos centrales estén realmente migrando de simples esquemas de Inflación Objetivo (IO) hacia lo que hemos venido denominando una Inflación Objetivo Comprensiva (IO-C). Dicho de otra manera, la incidencia de las tasas de interés es crucial a la hora de contener sobre-apalancamientos financieros, pues, al decir del BIS, su postura se cuele por todas las rendijas financieras, aun donde el marco macro-prudencial podría no resultar suficiente.

Poco a poco ha ido ganando aceptación la idea de que lo macro-prudencial debe estar gobernado por el equivalente a un manejo prospectivo de la llamada “Regla de Taylor”, mientras que lo micro-prudencial debería permitir contener desbordes particulares de sectores y/o de instrumentos financieros. Bajo ese marco de la IO-C y en medio de la profunda crisis de 2008-2012, los bancos centrales a nivel global tuvieron que adoptar políticas monetarias ultra-expansivas, dado el colapso simultáneo del sector real y de los mercados financieros (ver *Comentario Económico del Día* 30 de julio de 2013).

Sin embargo, durante 2013-2014, las señales de recuperación del sector real y los riesgos de estar inflando artificialmente los balances del sector financiero llevaron a los bancos centrales de Estados Unidos (Fed) y de la Zona Euro (BCE) a establecer cronogramas de “normalización monetaria”. Pero las velocidades han sido cambiantes, pues mientras el Fed acaba de confirmar la eliminación total de las inyecciones de liquidez para octubre de 2014, el BCE tuvo que salir a reforzarlas ante la postración de su canal crediticio, amén de lo actuado por Japón para escapar su deflación crónica.

En los Estados Unidos las mayores amenazas frente a los excesos de liquidez provienen de: i) la renta variable, donde el S&P500 arroja valorizaciones del 6% durante la primera mitad de 2014 (aun después del +30% de 2013), y registrando relaciones Precio/Ganancia elevadas (26 vs. el 16.5 histórico ajustado por ciclo); ii) la renta fija, donde las tasas de los Tesoros a 10 años se han reducido del 3% de inicios del año hacia los niveles actuales del 2.6% (reversando las expectativas del mercado); y iii) la renta fija corporativa, donde los “bonos-basura” han venido emitiéndose a *spreads* históricamente bajos frente a los bonos soberanos (*spreads* actuales de 300pbs, igualando los mínimos de 2005-2007). De forma similar, el

Continúa

Director: Sergio Clavijo
 Con la colaboración de Nelson Vera

Banco Central del Reino Unido se apresta a iniciar ciclos alcistas en sus tasas de interés para contener los claros excesos de su mercado hipotecario.

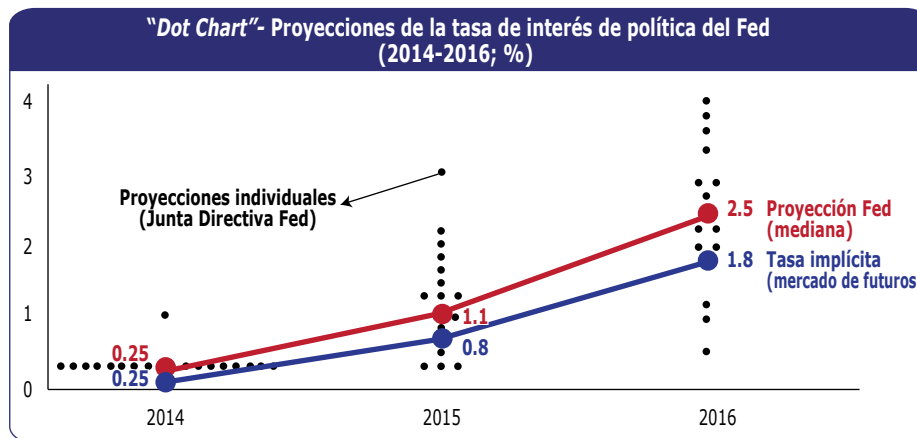
Ahora bien, el Fed enfrenta un delicado balance entre: i) su política de corto plazo, terminando sus compras de activos en octubre; y ii) la de mediano plazo, buscando el momento apropiado para iniciar las alzas en sus tasas de interés (el llamado *Fwd Guidance*), ver gráfico adjunto. Todo esto se ha ido complicando a lo largo de 2014, pues las lecturas del sector real son algo desalentadoras (como ya comentamos), pero las del mercado laboral son ahora más favorables al tenerse niveles de desempleo del 6.1%, no muy distantes del 5.5% del NAIRU.

Estas ambivalencias han reavivado el debate sobre el papel de los bancos centrales: ¿Cuál debe ser la mezcla entre lo macro (tasas de interés) y lo micro-prudencial (marco regulatorio) a la hora de prevenir los sobre-apalancamientos financieros?

Por ejemplo, el BIS ha clamado por incrementos inmediatos en las tasas de interés para evitar repetir los dañinos efectos del llamado Greenspan-PUT del período 2002-2006 (ver <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.htm>). Pero el Fed (Yellen) y el BCE (Draghi) argumentan que por el momento el liderazgo le corresponde a la estrategia micro-prudencial (regulatoria) a la hora de evitar excesos de apalancamiento.

En la coyuntura actual, Anif se inclina a favor de la posición Yellen-Draghi en los casos de Estados Unidos y de la Zona Euro. Los desbalances financieros deben encararse, por el momento, con la línea de defensa a través del marco regulatorio, pues alzas prematuras en sus tasas de interés podrían abortar las frágiles recuperaciones que se están dando durante 2014 (ver *Comentario Económico del Día* marzo 4 de 2014).

¿Qué implica todo esto para Colombia? A diferencia de lo que ocurre en las economías desarrolladas, Anif considera que el Banco de la República (BR) se encuentra actualmente “detrás de la curva” en un doble sentido. En términos de la Regla de Taylor, es evidente que tanto la brecha del Producto como de inflación están desbordadas (así Santos II no lo vea; pero para eso está la independencia del BR). Y también en un sentido crediticio, el BR se encuentra desbordado, pues el crédito continúa expandiéndose a tasas aceleradas (11% real) que duplican el crecimiento de la economía (4.6%). Por esto, Anif estima que la repo-central debería perfilarse hacia el 5% para finales de 2014 (completando alzas por +175pbs durante este año), si es que se quiere contener la inflación por debajo del rango 3.2-3.5%, por el cual transita actualmente, y los excesivos apalancamientos financieros.



Fuente: cálculos Anif con base en Fed y Financial Times.