

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Mayo 5 de 2010

## Crisis Financiera Internacional (2007-2009): Lecciones para Colombia

Las lecciones de la crisis financiera internacional (2007-2009) aún no están claras para el mundo desarrollado. No obstante, en el caso de Colombia ello resulta menos complejo, gracias a lo aprendido en nuestra crisis hipotecaria (1998-2001). Colombia logró “capotear” la difícil situación producida por el riesgo sistémico global sin caer en “retracción del crédito” y, además, evitando “contracciones del producto”.

¿Qué estrategia se utilizó en Colombia para lograrlo? Esta puede resumirse así: a) se aplicó una estrategia de Inflación Objetivo (IO) fundamentada en un compromiso de desinflación intertemporal (hacia el 2%-4% anual) y en la flotación cambiaria (a pesar de algunos episodios de “activismo cambiario”); b) se usaron principios contracíclicos a nivel monetario-crediticio (provisiones y retenciones de utilidades contingentes); y c) se recurrió a los “estabilizadores automáticos” fiscales, evitando recortar el gasto público por cuenta de los menores recaudos tributarios.

Cabe aclarar que en Colombia no se aplicó una verdadera política fiscal anticíclica. De una parte, se gastaron los recursos del FAEP en pleno auge. De otra parte, fue el rezago de 2-3 años en la ejecución de obras civiles lo que permitió “disfrutar” de marcadas expansiones de las obras civiles durante 2008-2009.

Este éxito de la IO en Colombia no implica que ella no pueda mejorarse. De hecho, vale la pena reflexionar sobre algunos afinamientos a la luz de la crisis financiera internacional y de cara al siguiente ciclo expansivo (¿2011-2014?).

Como es sabido, algunos Banco Centrales (BCs) se inclinaron por una visión relativamente “miope” y concentraron sus esfuerzos en lograr (únicamente) las metas inflacionarias. Otros, por el contrario, tuvieron una visión más comprensiva y evitaron excesos de liquidez que pudieran afectar *todos* los sectores. Este último enfoque es el que Anif ha catalogado como Inflación Objetivo-Comprensiva (IO-C), esquema liderado a nivel internacional por la llamada escuela Austriaca (ver *Comentario Económico del Día* 10 de Mayo de 2007).

Análiticamente hablando, las burbujas especulativas pueden tener orígenes de tipo exógeno (provenientes de choques que no controlan los BCs) u orígenes de tipo endógeno (provenientes de excesos monetarios

Continúa



Administre sus cuentas a través de [www.citi.com.co](http://www.citi.com.co)  
y/o de CitiPhone **COMPLETAMENTE GRATIS.**



Productos y Servicios Financieros ofrecidos por Citibank - Colombia S.A. Citi y el diseño del arco es una Marca Registrada de servicios de Citigroup Inc. Citi Never Sleeps es una marca de servicios de Citigroup Inc.

\* La información contenida en el documento anterior no compromete a Citibank - Colombia S.A., ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.

Consúltelo en el home [www.anif.org](http://www.anif.org)

Director: Sergio Clavijo

generados por los BCs). Adicionalmente, estas burbujas pueden tener un carácter determinístico (predecible) o estocástico (sorpresivo, donde a lo sumo se conoce su varianza estadística), ver cuadro adjunto.

Bajo un escenario de burbujas determinísticas (ajenas a los BCs), resulta acertado ceñirse a la IO (tradicional). Bernanke-Gertler (1999) han demostrado que, al usarse IO, implícitamente se estarían controlando las burbujas especulativas, aunque ésta sería una estrategia sub-óptima. Cecchetti (2000) ha señalado que la aplicación de determinadas reglas de Taylor permitiría llegar a controlar dichas burbujas de forma óptima (en un mundo determinístico).

Si se trata de burbujas no provocadas por los propios BCs (choques exógenos), el mundo estocástico indica que todavía el esquema de IO resulta sub-óptimo, según Bernanke-Gertler (2001). Sin embargo, existe la posibilidad de tornarlo óptimo, según Cecchetti (2002). Ahora bien, cuando han sido los BCs los que han causado dichas burbujas (de tipo endógeno y bajo un mundo incierto), los BCs deberían intentar “pinchar” las burbujas (que ellos mismos ayudaron a crear).

Según Filardo (2005), este sería un comportamiento óptimo (y, añadimos nosotros, consistente con el hecho de haber sido los propios BCs los culpables de haber generado dichas burbujas). Bajo este último enfoque (choque endógeno+mundo de incertidumbre), los BCs deben adoptar un esquema IO-C, combinando sus reglas de Taylor (que guían la subida de las tasas repo-central) con un manejo adecuado de la liquidez; inclusive recurriendo al marco regulatorio bancario tendiente a lograr dicho objetivo.

En buena medida esta fue la estrategia adoptada conjuntamente por el BR y la Superfinanciera durante la crisis 2008-2009. El BR se movió (a tiempo) para enfrentar la burbuja que él mismo había venido inflando (2004-2005) por cuenta de las intervenciones cambiarias. Esta estrategia equivale a que el BR haya tenido que “recostarse sobre la burbuja” (*leaning-against-their-bubble*) de excesos crediticios que corrían el riesgo de explotar en 2007-2008, tras la pérdida consecutiva de sus metas de inflación.

En síntesis, las cosas le han salido bien al país en materia macro-financiera cuando se comparan las coyunturas de crisis 2008-2009 Vs. 1998-2001. Se aprendió las bondades de la IO y la flotación cambiaria durante el período 1999-2005 y también las bondades de prevenir las burbujas (endógenas) en 2007-2008 a través de contener los excesos de liquidez.

Actualmente se está aplicando, con buen criterio, las bondades anticíclicas de la política monetaria-crediticia durante los años 2009-2010. En efecto, el BR no sólo ha reducido la tasa repo-central en 700 pbs durante 2009-2010 (mayo), sino que se han diseñado esquemas de liberación de provisiones (aunque estos difícilmente se activarán en el corto plazo).

Control de las burbujas especulativas		
	Determinística	Estocástica
Exógena	Implícito vía IO	Implícito vía IO + apoyo complementario
Endógena		Explícito vía IO-C + “pinchar” la burbuja

Fuente: Anif con base en Roubini (2006) “Why Central Banks Should Burst Bubbles” International Finance.