

Cuando las crisis colisionan

Stijn Claessens, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones

Las recesiones acompañadas por contracciones del crédito y caídas de los precios de los activos son más largas y profundas

Una planta de General Motors cerrada, en Lansing, Michigan.

LA TURBULENCIA financiera que comenzó en Estados Unidos ya ha afectado a la economía real en países de todo el mundo. Pero la gravedad del impacto y la duración de la recesión resultante son materia de intenso debate entre los economistas.

Se plantean diversos interrogantes acerca de las vinculaciones entre el sector financiero y la economía real en las recesiones, por ejemplo: cómo se comportan las variables macroeconómicas y financieras durante una recesión, contracción del crédito o caída del precio de los activos (viviendas y acciones) y si las recesiones vinculadas con estas dos últimas situaciones difieren de otros tipos de recesiones.

Para esclarecer estas cuestiones, se realizó un amplio análisis de los vínculos entre las principales variables macroeconómicas y financieras durante los ciclos económicos y financieros de 21 países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

entre 1960 y 2007 (Claessens, Kose y Terrones, 2008). Se trata del primer estudio empírico detallado de diferentes países que aborda las consecuencias de las recesiones cuando coinciden con problemas del mercado financiero, como la contracción del crédito y la caída del precio de las viviendas y de las acciones.

Recesiones, contracciones y caídas

A fin de determinar las fechas en que se producen las recesiones, contracciones crediticias y caídas del precio de los activos, se empleó una metodología centrada en los cambios en el nivel de las variables para identificar los ciclos. Según los principios rectores de la Oficina Nacional de Estudios Económicos de Estados Unidos, se supone que una recesión comienza justo después de que la economía llega a un máximo de actividad y termina cuando esta alcanza su nivel mínimo. Se identificaron así ciclos del producto (PIB) y de las variables financieras, como el crédito, los precios de las viviendas y los precios de las acciones. Una vez identificados los puntos de inflexión cíclicos, se examinaron las características principales de las recesiones, la contracción del crédito, y las caídas del precio de las viviendas y de las acciones.

Entre 1960 y 2007 hubo 122 recesiones, que en promedio duraron unos cuatro trimestres, siendo el episodio más breve de 2 trimestres y el más largo de 13 trimestres (gráfico 1). La baja del producto desde su nivel máximo al mínimo —la amplitud de la recesión— rondó generalmente el 2%. Combinando información acerca de la duración y amplitud de una recesión para estimar su costo total, se computó también la pérdida acumulada, que fue en general de alrededor del 3%. Las recesiones graves —aquellas en que la caída del producto entre el punto máximo y el mínimo se



ubicaba en el cuartil superior de todas las caídas vinculadas a recesiones— superaron en más de tres meses la duración de la recesión promedio y fueron mucho más costosas.

Se identificaron 28 episodios de contracción crediticia, 28 caídas del precio de las viviendas y 58 caídas del precio de las acciones. Estos episodios corresponden a bajas entre el nivel máximo y el mínimo del crédito y los precios de los activos ubicadas en el 25% superior de todos los episodios de disminución del crédito y de los precios de los activos, respectivamente. Los episodios de contracción del crédito y de caída del sector inmobiliario suelen ser largos y profundos. Los primeros tendían a durar dos años y medio y guardaban relación con una baja del crédito de casi el 20%, medido por el volumen de acreencias frente al sector privado (gráfico 2). Las caídas de los precios de las viviendas tendían a durar aún más, cuatro años y medio, con una baja del 30% en los precios reales. Las caídas de las acciones duraban más de 10 trimestres, y al final el valor real de esos activos se veía reducido a la mitad.

Si no precedían una recesión, los episodios de contracción del crédito y caídas de precios no estaban necesariamente asociados con bajas del producto. De hecho, aunque el crecimiento del producto se desaceleraba —especialmente durante las primeras etapas de contracción del crédito y caída de los precios de las viviendas— a menudo se expandía al final de tales episodios, lo que no es de sorprender, ya que estos no siempre coincidían totalmente con recesiones y duraban el doble que estas últimas. Aun así, la tasa media de crecimiento del producto durante este tipo de episodios fue mucho menor que durante períodos más tranquilos para los mercados de crédito y de la vivienda.

En cambio, los episodios de contracción del crédito y de caída del precio de las viviendas se relacionaban con bajas significativas de la inversión. Los primeros tendían a coincidir con una disminución de la inversión residencial de alrededor del 6%, mientras que los segundos iban acompañados de una caída dos veces mayor aproximadamente. La tasa de desempleo aumentó significativamente, especialmente durante las primeras etapas de los episodios, al comenzar a debilitarse la actividad económica.

Los ciclos avanzan en forma sincronizada entre los países

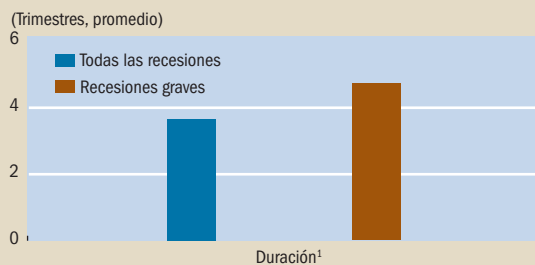
Aunque algunos observadores consideran que el alcance mundial de la crisis actual no tiene precedentes, la evidencia histórica indica lo contrario. Con frecuencia se han producido recesiones, contracciones crediticias y caídas de precios al mismo tiempo en diferentes países. Las recesiones de muchas economías avanzadas se agruparon en cuatro períodos durante los últimos 40 años y a menudo coincidieron con shocks mundiales.

Así como muchos países experimentan recesiones sincronizadas, también atraviesan episodios simultáneos de contracción del crédito. Además, las bajas del precio de las viviendas y las acciones tienden a ocurrir al mismo tiempo. Por ejemplo, las caídas de precios de las viviendas coinciden mucho entre diferentes países, lo que refleja la importancia de los factores financieros mundiales, como los movimientos comunes de las tasas de interés nacionales, en las fluctuaciones de dichos precios. El mayor grado de sincronización

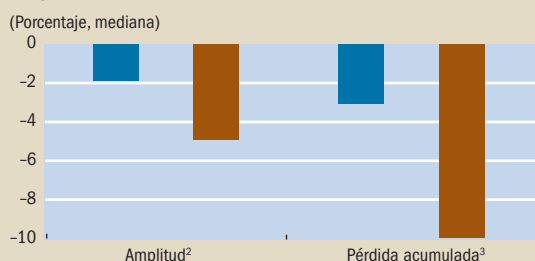
Gráfico 1

Un camino largo y difícil

Las recesiones graves duran más tiempo . . .



. . . y son mucho más costosas que otras recesiones.



Fuente: Claessens, Kose y Terrones (2008).

¹La duración es el número de trimestres entre los puntos máximo y mínimo de una recesión.

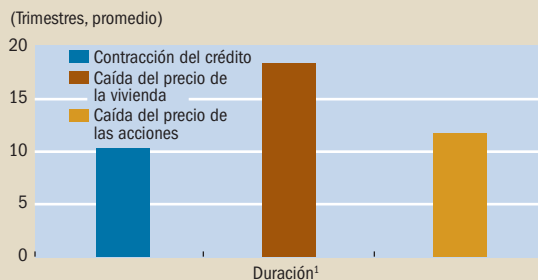
²La amplitud es la variación del producto interno bruto (PIB) entre el punto máximo y el mínimo.

³La pérdida acumulada es la cantidad total de PIB perdido entre los puntos máximo y mínimo de una recesión.

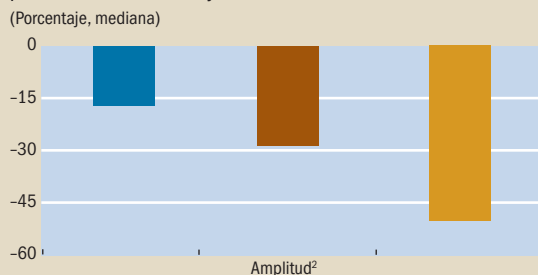
Gráfico 2

Extendidas y más costosas

Las contracciones del crédito y las caídas del precio de los activos suelen ser episodios prolongados . . .



. . . con bajas sustanciales del volumen de crédito y de los precios de la vivienda y las acciones.



Fuente: Claessens, Kose y Terrones (2008).

¹La duración se refiere al número de trimestres entre los puntos máximo y mínimo de una contracción del crédito o de una caída del precio de los activos (viviendas y acciones).

²La amplitud es la variación del volumen de crédito o del precio de los activos entre los puntos máximo y mínimo de una contracción del crédito o de una caída del precio de los activos, respectivamente.

se presenta en los precios de las acciones, probablemente debido a la gran integración financiera de esos mercados. Pero el número de países cuyos mercados accionarios sufren tendencias a la baja frecuentemente excede del número de los que experimentan una recesión. Como suele afirmarse: “Wall Street ha predicho nueve de las últimas cinco recesiones”.

Un doble revés

A fin de determinar si las recesiones vinculadas a una contracción del crédito o caída del precio de los activos son peores que las demás, se aplicó primero una regla simple para establecer sus fechas. Si una recesión comenzaba en el mismo momento que una contracción del crédito o caída de precios, o después de su inicio, se consideró que estaba vinculada al episodio respectivo. Esta regla describe la vinculación de los dos eventos en el tiempo, pero no implica una relación causal.

De hecho, muchas recesiones estuvieron vinculadas a una contracción del crédito o caída de precios de los activos. En una de cada seis, también hubo una contracción crediticia en curso, y en una de cada cuatro, una caída de precios de las viviendas. Estas últimas caídas se superpusieron en un tercio de los episodios de recesión. También puede haber rezagos considerables entre las perturbaciones de los mercados financieros y la actividad real. Una recesión, si se produce, puede tardar en comenzar hasta cuatro o cinco trimestres después de aparecer la contracción del crédito o la caída del sector inmobiliario.

Una pregunta crucial respecto de la actual crisis financiera es si las recesiones asociadas con contracciones del crédito y caídas de los activos son peores que las otras. Aquí la evidencia internacional es clara: esas recesiones no solo son más largas sino que también se asocian con pérdidas del producto mucho mayores. Aunque las recesiones acompañadas por graves contracciones del crédito o caídas del precio de las viviendas duran en promedio solo tres meses más, generalmente determinan pérdidas del producto dos o tres veces más altas (gráfico 3).

¿Por qué se trata de recesiones más largas y profundas? Los problemas del mercado financiero provocados por tales contracciones y caídas pueden prolongar y profundizar las recesiones a través de diversos canales. Por ejemplo, las fuertes bajas de los precios de los activos pueden reducir el patrimonio neto de las empresas y los hogares, limitando su capacidad de endeudamiento, inversión y gasto, lo que a su vez hace caer más los precios de los activos. En las contracciones crediticias, los bancos y otras instituciones financieras podrían restringir los préstamos porque su base de capital se reduce, lo que provoca recesiones prolongadas y más profundas.

Una simple observación de la variación de los principales componentes del producto durante las recesiones refuerza esa conclusión. El consumo y la inversión suelen registrar bajas mucho más pronunciadas, lo que agrava la caída del producto global y el empleo durante los episodios que coinciden con problemas financieros. Por ejemplo, durante las recesiones asociadas con caídas de los precios de las viviendas, el consumo disminuyó generalmente el doble que en las demás, probablemente debido a los efectos de la pérdida sustancial de patrimonio inmobiliario. Además, la tasa de desempleo generalmente subió más durante las recesiones acompañadas por contracciones crediticias y caídas de precios.

Aunque las recesiones asociadas con caídas de los precios de las acciones también tendían a ser más largas y profundas que las demás, las diferencias entre esos episodios no eran estadísticamente significativas, lo que confirma que una caída de las acciones tiene una relación menos estrecha con la evolución de la economía real que una contracción crediticia o una caída de los precios de las viviendas.

Lecciones para el momento actual

La economía mundial experimenta una tormenta financiera de proporciones históricas. Los episodios previos de recesión, contracción del crédito y caída de precios resultan aleccionadores, ya que indican que las recesiones que se susciten pueden ser más costosas, porque probablemente se producirán en forma simultánea con contracciones crediticias y caídas de precios de los activos. Asimismo, aunque los efectos de la crisis actual ya se sienten en todo el mundo, los datos del pasado indican que su dimensión mundial tenderá a intensificarse en los meses venideros. No obstante, la naturaleza de una recesión en un país determinado puede depender de muchos factores, como la solidez financiera de sus empresas, bancos y hogares antes de la recesión, y las medidas de política que empleen las autoridades para mitigar sus efectos adversos. La aplicación continuada de políticas contundentes a nivel nacional y mundial podría contribuir a resolver los retos que se vayan planteando. ■

Stijn Claessens es Subdirector y M. Ayhan Kose y Marco Terrones son Economistas Principales en el Departamento de Estudios del FMI.

Referencia:

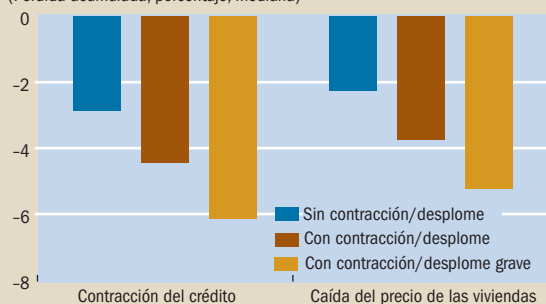
Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco Terrones, 2008, “What Happens During Recessions, Crunches, and Busts”, IMF Working Paper, de próxima publicación.

Gráfico 3

Las consecuencias de una grave contracción sumada a un desplome

Las recesiones que coinciden con graves contracciones del crédito o caídas del precio de la vivienda muestran mayores pérdidas acumuladas del PIB.

(Pérdida acumulada, porcentaje, mediana)



Fuente: Claessens, Kose y Terrones (2008).

Notas: La pérdida acumulada es la cantidad total de PIB perdido entre los puntos máximo y mínimo de una recesión. Las contracciones crediticias o caídas del precio de las viviendas se consideran graves si se ubican en la mitad superior de todos los episodios de contracciones y desplomes.