



Auges de precios ¿Cuál es la mejor forma de manejarlos?

Giovanni Dell'Ariccia

Urbanización inconclusa en Maryland, Estados Unidos.

No todos los auges se parecen; decidir qué política aplicar depende de la forma en que se mantienen los activos y de los afectados por una posible caída

LOS AUGES del precio de los activos son bastante comunes en las economías de mercado. Uno de los primeros fue la manía de los tulipanes en Holanda en 1637: en su punto máximo, los contratos se vendían por un valor diez veces superior al ingreso anual de un artesano calificado. Entre los más recientes está el alza en el precio de las viviendas de Estados Unidos de la década pasada, cuya caída desató la actual crisis económica mundial.

Pero no todos los auges son iguales. Algunos se vincularon a crisis y dificultades financieras, mientras que otros han dado lugar a etapas de crecimiento y a la creación de activos tangibles a largo plazo, como el auge británico de los ferrocarriles en la década de 1840. El alcance y la gravedad de la crisis actual han reavivado el debate de si la política económica debería ocuparse del alza en los precios de los activos y el aumento del apalancamiento. Si así fuera, ¿es materia de política monetaria o de regulación? ¿Debería intervenir la política fiscal? ¿Cuál sería su papel? Este debate seguirá ocupando a economistas y responsables de políticas por un tiempo, pero pueden extraerse algunas conclusiones preliminares.

Los auges con alto apalancamiento son más peligrosos

Lo que interesa no sería tanto el auge de precios en sí, sino quién mantiene los activos y el riesgo, cómo se financia el alza y qué efecto puede tener una posible caída sobre las instituciones financieras. El nivel de endeudamiento vinculado al financiamiento del alza y el grado de participación de los bancos y otros inter-

mediarios financieros determinará la magnitud del efecto sobre los balances y el riesgo de contracción del crédito en una caída.

Como aprendimos estos meses, las caídas son mucho más costosas cuando los bancos participan del auge y los precios se sostienen gracias al crédito de instituciones muy apalancadas. Esto se debe a que la deflación del precio de los activos produce un marcado deterioro de los balances de los deudores, y por ende, de los bancos, lo que lleva a una restricción del crédito que puede perjudicar seriamente a la actividad económica. Durante una reactivación, el mayor valor de las garantías flexibiliza la restricción crediticia. A su vez, el aumento de crédito resultante alimenta el alza en el precio de los activos. En un contexto de desaceleración es posible que se produzca la espiral opuesta, ya que la caída del valor de las garantías impide que los prestatarios obtengan crédito, lo que deprime aún más el precio de los activos (Kiyotaki y Moore, 1997).

En cambio, los auges con grado limitado de endeudamiento y participación de los bancos suelen presentar deflaciones sin trastornos económicos importantes. Por ejemplo, el estallido de la burbuja de las empresas de Internet en 2001 generó una recesión relativamente leve. En ese auge, los bancos cumplieron un papel menor. Si bien la fuerte caída de las acciones afectó a la riqueza, no se produjo el círculo vicioso entre el deterioro de los balances de los prestatarios y de los prestamistas que caracteriza a la crisis actual. Por eso, no se dio el debilitamiento del sistema bancario y la reducción del crédito que se observan ahora.

Si los responsables de las políticas decidieran que se está gestando un auge de precios peligroso y desearan frenarlo antes de que haga estragos en la economía real, ¿de qué medios disponen?

Más atención a la estabilidad macrofinanciera

Tradicionalmente, la primera estrategia ha sido la política monetaria. Pero los bancos centrales son cautelosos y en su mayoría se resisten a usar la tasa de interés para frenar un alza en el precio de los activos. Los partidarios de una política de indiferencia benévolamente alegan que los bancos centrales deben centrarse en la inflación (y si estuviera entre sus cometidos, en el crecimiento). Se puede vigilar el precio de los activos para obtener información útil sobre la situación económica, pero no debería ser un objetivo en sí mismo.

Esta postura se basa en cuatro argumentos:

- La función de la política monetaria es controlar la inflación.
- Es difícil identificar auge de precios de activos.
- La política monetaria puede ser un instrumento demasiado burdo.
- Las medidas de política económica pueden traer más perjuicios que beneficios.

Por estas razones, según este enfoque, la política monetaria sirve más para recomponer la situación tras una caída que para impedir el surgimiento de un auge de precios.

Pero como mostró la crisis actual, los ciclos de auge y caída pueden ser muy costosos. También nos mostró que las medidas tradicionales, como reducir la tasa de interés e inyectar liquidez a la economía, no funcionan bien cuando el sistema financiero está gravemente dañado. Además, aunque no hay duda de que puede ser difícil identificar un alza especulativa, esta tarea puede facilitarse si se limita a los episodios que afectan al crédito y el sistema bancario. Asimismo, si bien es difícil reconocer un auge “malo”, a veces conviene adoptar medidas en base a una decisión subjetiva (como en el caso de la inflación) si existe un riesgo real de que la pasividad origine una catástrofe. De esto se desprende que, como el aumento del riesgo sistémico puede presagiar una fuerte desaceleración y la regulación no puede prevenir completamente tal aumento, los bancos centrales no pueden adoptar una actitud de indiferencia benévolamente ante los auge del crédito y del precio de los activos. La estabilidad de los precios debería ser un objetivo dentro del cometido más amplio de estabilidad macrofinanciera.

Sin embargo, la política monetaria en sí puede ser demasiado tonta para resolver eficazmente las alzas especulativas. ¿Quién querría dejar a un millón de personas sin trabajo por el sobreendeudamiento de sus bancos? Además, en los auge, el rendimiento esperado de los activos es tan alto que no se vería afectado por una variación marginal de la tasa de interés. La apertura al capital limita aún más la eficacia de las tasas de interés: las personas y empresas que solicitan crédito pueden, por ejemplo, llevar su actividad a la sucursal de un banco internacional. Esto pasa especialmente en pequeñas economías abiertas y países con sectores financieros más avanzados, donde los bancos tienen fácil acceso al crédito externo. La restricción de las condiciones monetarias también suele atraer capitales externos y alimentar aún más la demanda de activos codiciados.

Por eso, dado que el principal problema de los auge es la posibilidad de que causen quiebras bancarias generalizadas, las

medidas prudenciales y administrativas pueden ser una solución más focalizada, por lo que deben jugar un papel primordial en una respuesta integrada de política económica.

Mejorar las normas puede ser útil

Un gran problema es que las normas actuales no desalientan el carácter procíclico del mercado financiero y el aumento del apalancamiento. De hecho, hacen lo contrario.

En gran medida, las normas prudenciales no han logrado prevenir la acumulación del riesgo sistémico en épocas de prosperidad y suelen agravar la desaceleración. Exigen que los bancos tengan más capital durante las desaceleraciones al aumentar las medidas ante el riesgo, cuando el capital ya está diezmado. El método basado en la calificación interna del Acuerdo de Basilea II contribuye a este problema porque la probabilidad de incumplimiento suele ser anticíclica (Repullo, Saurina y Trucharte, 2009). Ello obliga a los bancos a reducir el crédito, lo que empeora la desaceleración.

Para ser eficaces, las normas deben alentar a las empresas a atenuar el efecto de los shocks macroeconómicos. Pero la formulación de políticas prudenciales anticíclicas es un tema que los economistas y responsables de las políticas recién han comenzado a abordar.

Al formular tales políticas (FMI, 2009), las autoridades deben considerar las siguientes medidas:

- **Crear amortiguadores de shocks.** Las normas anticíclicas sobre capital y provisión para incobrables podrían tener una función importante para combatir los auge.
- **Limitar el apalancamiento.** Para prevenir el exceso de endeudamiento durante fases ascendentes, los requisitos de capital ponderados en función del riesgo pueden acompañarse de límites simples, pero explícitos, al endeudamiento.
- **Limitar la volatilidad del crédito inmobiliario.** Esto podría hacerse mediante límites anticíclicos a la relación entre préstamo y valor, que podrían basarse, por ejemplo, en el crecimiento del producto, la dinámica del precio de las viviendas o el crédito agregado vinculado a la vivienda.
- **Limitar la toma de riesgo.** Las políticas podrían dirigirse a fuentes específicas de riesgo, por ejemplo, con requisitos más estrictos de elegibilidad y garantía para ciertos préstamos y con límites al riesgo cambiario.
- **Desalentar el exceso crediticio.** Podría hacerse eliminando las garantías cambiarias implícitas o los incentivos fiscales para ciertos créditos y a través de campañas públicas de concientización del riesgo (Enoch y Ötker-Robe, 2007).
- **Vigilar los bancos problemáticos.** Finalmente, deberían adoptarse medidas para mejorar la capacidad de la economía de resistir las caídas.

La formulación e implementación de tales normas no será fácil (véase también “Europa bajo presión” en esta edición), especialmente en un mundo globalizado.

Sin duda es necesaria una mayor cooperación internacional. Las medidas serán más eficaces si los organismos de supervisión colaboran para cerrar las vías de escape, por ejemplo, impidiendo el pasaje del crédito interno en divisas al crédito externo directo. Con la integración de los sistemas financieros, este tipo de cooperación será cada vez más esencial.

Impuestos contra el auge

El último medio disponible, que puede ayudar a contener los auges, es la política fiscal. Al reducir la demanda global, una política fiscal más estricta puede frenar el aumento de la vulnerabilidad. Los impuestos pueden, en particular, afectar el precio de los activos, pero son instrumentos toscos y aún se discute si su aumento debe usarse para contener las alzas súbitas.

Aun así, la actual crisis debe animar a los responsables de las políticas a reevaluar las viejas medidas que favorecen el endeudamiento, como las deducciones al interés hipotecario. Aunque la mayoría de los observadores opinan que la política fiscal tuvo un papel menor en la actual crisis, está claro que en muchos países las normas tributarias propiciaron el alto nivel de deuda de hogares y empresas, posiblemente aumentando la vulnerabilidad macroeconómica.

Perspectivas futuras

No es fácil reconocer un auge incipiente ni formular una respuesta eficaz; por eso los responsables de las políticas suelen rehuir las medidas económicas firmes.

Los auges con financiamiento bancario pueden originar caídas que afecten el suministro de crédito, como aprendimos a fuerza de cometer errores. Alzas de otros tipos, como las del mercado de valores, pueden resolverse por sí mismas con cierta seguridad. La lección de la actual crisis es clara: si el auge se alimenta con el aumento del crédito del sistema financiero, quienes formulan las políticas deberían pensar cuidadosamente si conviene mantenerse al margen.

La justificación de las medidas de política económica depende de cómo se financia el auge y se mantenga el riesgo. Los auges con escaso endeudamiento y participación de intermediarios financieros suelen desactivarse sin mayor trastorno económico. El riesgo para la economía crece cuando el alza del precio de los activos se alimenta de endeudamiento y el riesgo radica principalmente en el sistema bancario.

Posiblemente la mejor forma de frenar un auge sea una combinación de políticas. En el futuro, la política monetaria deberá tomar más en cuenta los auges del precio de los activos y la estabilidad financiera. Pero la respuesta de política económica deberá recurrir más a medidas prudenciales nuevas y flexibles dirigidas a limitar el carácter procíclico de la intermediación financiera. ■

Giovanni Dell'Ariccia es Subjefe de División del Departamento de Estudios del FMI.

Referencias:

Enoch, Charles, y I. Ötken-Röbe, 2007, *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

FMI, 2009, *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*. (Washington); véase <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4316>.

Kiyotaki, Nobuhiro, y John Moore, 1997, "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 105, No. 2, págs. 211—248.

Repullo, Rafael, Jesús Saurina y Carlos Trucharte, 2009, "Mitigating the Procyclicality of Basel II"; véase ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/RST_G20_ebook.pdf.



CUÁNDO: Del 3 al 5 de octubre de 2009

DÓNDE: Estambul, Turquía

Si desea más información diríjase a:
Annual Meetings Program of Seminars
IMF—World Bank Group
Washington, D.C. 20431 EE.UU.

Teléfono: [1](202) 473-3394
Fax: [1](202) 623-4004
Correo electrónico: seminars@worldbank.org
Sitio web: www.worldbank.org/pos

Venga a Estambul, Turquía, para participar en el Programa de Seminarios de 2009

Estimular el debate →

Definir objetivos → Inspirar a la acción

En este programa, que constituye un foro de excelencia mundial, ejecutivos del sector privado del mundo entero, autoridades económicas de alto nivel de 185 países y otros líderes en el campo del desarrollo internacional y financiero participan en un diálogo sobre el fortalecimiento de la red de cooperación económica mundial.

Temas principales en 2009

- ◆ La crisis mundial y las respuestas de política
- ◆ La crisis financiera y los pobres
- ◆ Crisis, recuperación y reforma estructural
 - ◆ Países emergentes de Europa y Asia central
- ◆ El futuro del sistema financiero internacional
- ◆ Una respuesta "más verde" a la crisis
- ◆ El papel de los sectores público y privado después de la crisis