



La montaña rusa financiera

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

Los ciclos financieros suelen ser prolongados y profundos, y su interacción a menudo puede causar auges o colapsos

LA EVOLUCIÓN de la economía durante las dos últimas décadas muestra claramente que los altibajos de los mercados financieros han influido mucho en la actividad real en el mundo entero. Tras la mayor burbuja de la vivienda de la historia moderna, Japón sufrió un colapso masivo del mercado de los activos a comienzos de los años noventa, que marcó el inicio de la “década perdida”. Después de auges de crédito prolongados, muchas economías emergentes asiáticas afrontaron crisis financieras graves en la segunda mitad de ese decenio. Los booms accionarios que vivieron a fines de los años noventa varias economías avanzadas terminaron en colapsos y recesiones simultáneos.

La crisis financiera mundial reciente fue parecida a los episodios anteriores, pero la Gran Recesión fue verdaderamente sísmica, ya que las graves contracciones crediticias y colapsos de los precios de los activos condujeron a la peor recesión internacional desde la Gran Depresión de la década de 1930.

Esta crisis no solo constituyó un amargo recordatorio de la importancia de los ciclos financieros, sino que también mostró cuán poco los comprendemos. Hasta ahora, los estudios se han basado principalmente en narrativas históricas, y no en un análisis sistemático de

los ciclos financieros. Por ende, muchos interrogantes aún no tienen respuesta. ¿Cuáles son las principales características de los ciclos de los mercados financieros? ¿Hasta qué punto están sincronizados? ¿Qué sucede cuando coinciden los ciclos en diferentes mercados financieros?

Para dilucidar estos interrogantes, aplicamos los métodos tradicionales del análisis de los ciclos económicos a una base de datos exhaustiva de ciclos financieros en los mercados de crédito, vivienda y acciones (Claessens, Kose y Terrones, 2011a). Nuestro estudio revela varios hechos. Primero, los ciclos financieros pueden ser episodios dilatados y costosos. Segundo, pueden exacerbarse mutuamente y transformarse en crisis financieras. Tercero, suelen tener un componente mundial significativo, ya que están sumamente sincronizados entre países. Por último, cuando ocurren simultáneamente en muchos países, suelen tener desenlaces más costosos. Estas determinaciones, sumadas a los resultados de estudios recientes, tienen implicaciones importantes para la formulación de las políticas macroeconómicas y financieras.

Identificación de los ciclos financieros

Es útil extraer algunos paralelismos entre las fases de las fluctuaciones cíclicas de los mercados financieros que identificamos y las fluctuaciones del producto asociadas a los ciclos

económicos. Un ciclo económico completo tiene dos fases, la de *recesión* (del máximo al mínimo) y la de *expansión* (del mínimo al máximo siguiente). También se han estudiado a fondo las recuperaciones tras las recesiones. La fase de recuperación es la primera parte de la fase de expansión y generalmente se define como el tiempo que le lleva al producto regresar del punto bajo al nivel que había alcanzado justo antes de que comenzara el declive.

Utilizamos un enfoque parecido para definir un ciclo financiero. La fase de recuperación la denominamos *aceleración*, y la de contracción, *desaceleración*. Para la fase de recuperación, tenemos en cuenta cuánto llevó regresar al máximo anterior (por ejemplo, el nivel elevado de precios de la vivienda) y cuánto aumentó la variable financiera durante el primer año siguiente al mínimo. Excluimos el resto de la fase de expansión, que suele ser mucho más prolongado y puede verse afectado por muchos factores estructurales (como el nivel de desarrollo del sector financiero y sus instituciones).

Al estudiar los ciclos económicos, está claro qué variable utilizar: un indicador agregado de la actividad económica como el producto interno bruto (PIB). Pero, al analizar ciclos financieros, es posible emplear numerosas variables. Como constituyen el núcleo de la intermediación financiera, nos concentramos en los ciclos de tres segmentos separados pero interdependientes del mercado: el crédito, la vivienda y las acciones.

Concretamente, nos centramos en el volumen de crédito, los precios de la vivienda y los precios de las acciones en 21 economías avanzadas, miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, entre 1960 y 2007. Excluimos los años siguientes a la crisis reciente porque aún no han llegado a su fin varios episodios del ciclo financiero vinculados a la crisis. El volumen de crédito corresponde a los derechos agregados de los bancos que captan depósitos ante el sector privado; los precios de la vivienda se refieren a distintos indicadores de índices de precios de viviendas o terrenos, según el país; y los precios de las acciones son índices de precios de acciones ponderados según el valor de mercado de las acciones en circulación. Utilizamos datos trimestrales, desestacionalizados de ser necesario, y precios constantes (es decir, ajustados según la inflación).

Auges, colapsos y contracciones

También examinamos las modalidades más intensas de los ciclos financieros —*trastornos* y *auges*— porque los movimientos grandes de las variables financieras suelen estar vinculados a fluctuaciones sumamente volátiles de la actividad económica. Para identificarlas, clasificamos los cambios de cada variable durante las desaceleraciones y aceleraciones. Luego clasificamos un episodio como un trastorno financiero si el cambio de la variable —por ejemplo, los precios de las acciones— durante la desaceleración se ubica en el cuartil inferior de todos los cambios. Denominamos estos trastornos *contracciones* o *colapsos*, según la variable (a saber, una contracción crediticia y un colapso de los precios de la vivienda o de las acciones). Clasificamos un movimiento como un auge si el cambio de la variable durante la aceleración se ubica en el cuartil superior.

Se registraron casi 500 episodios de ciclos financieros entre el primer trimestre de 1960 y el último trimestre de 2007 en 23 países y entre 3 variables. Identificamos 114 desaceleraciones del crédito, 114 de los precios de la vivienda (los datos de esta categoría comienzan

en 1970 o después en la mayoría de los países) y 245 de los precios de las acciones. Al mismo tiempo, observamos 115 aceleraciones del crédito, 114 de los precios de la vivienda y 251 de los precios de las acciones. Los ciclos de los precios de la vivienda son parecidos en número a los ciclos económicos durante este período, en tanto que, siendo sumamente volátiles, los ciclos de los precios de las acciones son más frecuentes. Una cuarta parte de estos episodios son trastornos (contracciones o colapsos) o auges.

Prolongados y profundos

Los trastornos financieros suelen ser mucho más prolongados que las desaceleraciones normales (gráfico 1). La duración promedio de los trastornos va de 10 a 18 trimestres; los más prolongados son los colapsos de los precios de la vivienda, que duran en promedio casi cuatro veces más que las desaceleraciones normales del sector. Por el contrario, los auges de los mercados financieros suelen ser más cortos que las aceleraciones normales. Los auges del crédito son los más cortos —alrededor de 4½ trimestres—, en comparación con la duración promedio de otras aceleraciones del crédito —alrededor de 9 trimestres—, en tanto que, con 13 trimestres de duración, los auges de la vivienda suelen ser los más prolongados.

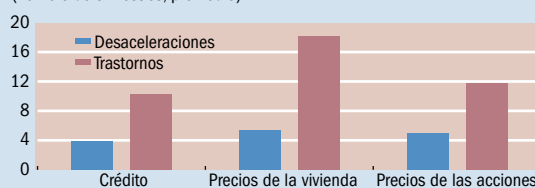
Los ciclos financieros tienden a ser episodios intensos en términos de amplitud; es decir, la disminución de los precios de la vivienda, los precios de las acciones o el volumen de crédito desde el máximo hasta el mínimo durante una desaceleración y el cambio de cada variable financiera durante los cuatro primeros trimestres de una aceleración (gráfico 2). Las contracciones del crédito y los colapsos de los precios de la vivienda son mucho más drásticos —alrededor de cuatro y siete veces peores, respectivamente— que la desaceleración promedio. Los colapsos de los precios de las acciones son más o menos el doble de graves. Pero en términos absolutos las fluctuaciones más marcadas ocurren en los mercados accionarios:

Gráfico 1

Auges y colapsos

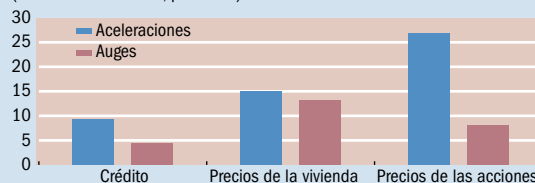
Los trastornos pueden durar mucho tiempo . . .

(número de trimestres, promedio)



. . . en tanto que los auges suelen ser más cortos.

(número de trimestres, promedio)



Fuente: Claessens, Kose y Terrones (2011a).

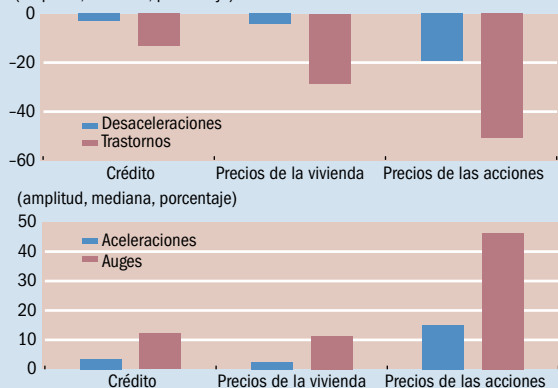
Nota: La duración de las desaceleraciones es el número de trimestres entre el máximo y el mínimo. En el caso de las aceleraciones, es el tiempo que se tarda en llegar del mínimo al máximo registrado antes de la desaceleración. Un trastorno es un episodio que pertenece al 25% peor de las desaceleraciones; un auge es un episodio que pertenece al 25% mejor de las aceleraciones. Los datos representan promedios de casi 500 ciclos financieros entre 1960 y 2007.

Gráfico 2

Períodos intensos

Las fluctuaciones más marcadas ocurren en los mercados accionarios. En el sector de la vivienda, los auges suelen ser menos pronunciados que los colapsos.

(amplitud, mediana, porcentaje)



Fuente: Claessens, Kose y Terrones (2011a).

Nota: Las desaceleraciones miden la disminución del máximo al mínimo; las aceleraciones miden la variación durante el primer año siguiente al mínimo.

los precios durante un auge típico registran un aumento de alrededor de 45%, y durante un colapso, una caída ligeramente mayor. En el caso de la vivienda, las fluctuaciones por lo general son más asimétricas en las dos fases del ciclo: un aumento de 11% durante los auges y una disminución de 29% durante los colapsos.

Refuerzo mutuo

¿Qué factores entran en juego cuando los mercados financieros nacionales se encuentran más o menos en la misma fase del ciclo? ¿Es simplemente una coincidencia? Para averiguarlo, empleamos una regla simple. Concretamente, consideramos que la desaceleración de una variable financiera está vinculada a un trastorno de otra si la desaceleración comienza al mismo tiempo o poco después del trastorno. Empleamos un enfoque parecido para las aceleraciones.

De más está decir que el hecho de que los movimientos de dos variables estén asociados no implica necesariamente causa. Pero nuestros resultados muestran la presencia de fuertes interacciones; por ejemplo, entre el mercado del crédito y el de la vivienda. Las desaceleraciones del crédito son más prolongadas y profundas cuando coinciden con colapsos de los precios de la vivienda (gráfico 3). Análogamente, cuando coinciden con auges de la vivienda, las aceleraciones del crédito suelen ser más prolongadas y más fuertes. Por ejemplo, una aceleración del crédito dura 25% más y es 40% más intensa cuando coincide con un auge de la vivienda. Esto lleva a pensar en la importancia que reviste el crédito hipotecario en muchas economías.

Los ciclos crediticios parecen comportarse de distinta manera cuando coinciden con ciclos en los mercados accionarios. Si bien las desaceleraciones del crédito que van acompañadas de desaceleraciones de los precios de las acciones no son significativamente más prolongadas, suelen ser más graves. Es interesante observar que los ciclos de precios de las acciones no parecen demasiado afectados cuando están asociados a los ciclos en otros mercados financieros, probablemente debido a lo idiosincrático de los factores que impulsan las fluctuaciones en los mercados accionarios.

Los fuertes vínculos entre los ciclos del crédito y de los precios de los activos que documentamos coinciden con los mecanismos descritos en distintos modelos económicos. Por ejemplo, los modelos con un *acelerador financiero* enfatizan la interacción entre los mercados financieros y la economía real, y entre distintos segmentos del sector financiero. Esos modelos sugieren, por ejemplo, que una disminución del patrimonio neto, causada quizá por una caída de los precios de los activos, lleva a los prestatarios a recortar la demanda de crédito, el gasto y la inversión. Esto, a su vez, hace que se reduzca más la producción de bienes y servicios, en un proceso que puede transformarse en un círculo vicioso de caída del producto y de los precios de los activos.

Los modelos basados en la *oferta de financiamiento* también sugieren la presencia de fuertes vínculos entre distintos segmentos de los mercados financieros. Se centran en los balances de los intermediarios financieros (como los bancos, que captan depósitos y otorgan préstamos) como indicio de su capacidad para conceder crédito y otro financiamiento externo. Enfatizan que las condiciones en los mercados crediticios pueden influir en los precios de los activos (y en la actividad real), y viceversa. Por ejemplo, cuando los bancos aumentan el apalancamiento al acumular deuda, suelen conceder más crédito, lo cual a su vez puede conducir a un aumento de los precios de los activos. Por el contrario, la reducción del apalancamiento puede llevar a una disminución de los precios de los activos.

Fuerte sincronización entre los países

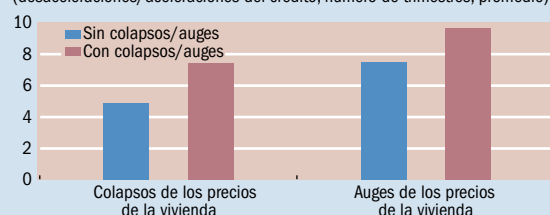
Los ciclos financieros a menudo ocurren simultáneamente en varios países, lo cual lleva a pensar que el alcance internacional de la crisis reciente no es inusual. Examinamos este grado de sincronización usando un *índice de concordancia*, que mide qué

Gráfico 3

Refuerzo mutuo

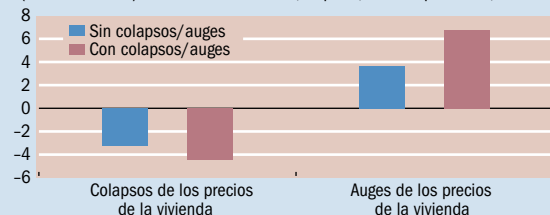
Los ciclos crediticios acompañados de ciclos de la vivienda generalmente duran más . . .

(desaceleraciones/aceleraciones del crédito, número de trimestres, promedio)



. . . y son más marcados.

(desaceleraciones/aceleraciones del crédito, amplitud, variación porcentual, mediana)



Fuente: Claessens, Kose y Terrones (2011a).

Nota: Los paneles muestran la duración y la amplitud de las desaceleraciones/aceleraciones del crédito cuando van acompañadas de colapsos/augues de la vivienda. Se considera que una desaceleración del crédito va acompañada de un colapso de la vivienda si comienza al mismo tiempo que la caída de los precios de la vivienda o después. Análogamente, se considera que una aceleración del crédito va acompañada de un auge de la vivienda si comienza al mismo tiempo que el alza de los precios de la vivienda.

porcentaje de tiempo permanecen dos países en la misma fase de su respectivo ciclo financiero.

Los ciclos crediticios y accionarios muestran el grado más alto de sincronización internacional, 75% del tiempo en la misma fase (panel superior del gráfico 4). Aunque se trata de bienes no transables, el grado de sincronización de los ciclos de la vivienda entre los países es elevado, alrededor de 60%. Esta determinación refleja en parte la importancia de factores mundiales —como la tasa de interés mundial, el ciclo económico mundial y los precios de las materias primas— en los movimientos internacionales de los precios de la vivienda. La sincronización entre el mercado de la vivienda y de las acciones de hecho ha aumentado con el tiempo, probablemente debido a la expansión del comercio y los flujos financieros transfronterizos.

Cuando los ciclos financieros están sumamente sincronizados entre países, suelen ser más agudos (panel inferior del gráfico 4). En el caso de desaceleraciones sumamente sincronizadas de los precios de las acciones, por ejemplo, los precios bajan alrededor de 30%, frente a 18% en otras desaceleraciones. Análogamente, las aceleraciones financieras sincronizadas por lo general son más vigorosas.

Replantearse los ciclos y las políticas

Las principales conclusiones de nuestro extenso estudio de los ciclos financieros son aleccionadoras. Primero, *los ciclos financieros pueden ser prolongados y profundos*, especialmente en los mercados de la vivienda y de las acciones. Segundo, *los ciclos financieros se refuerzan mutuamente* y se intensifican durante desaceleraciones simultáneas de los mercados del crédito y de la vivienda. Tercero, *están sumamente sincronizados entre los países* y la sincronización se ha acentuado con el correr del

tiempo, posiblemente debido a las fuerzas de la globalización. Por último, *las desaceleraciones sincronizadas a nivel internacional suelen estar asociadas a episodios más costosos*, especialmente en los ciclos crediticios y accionarios.

Los economistas estudian desde hace tiempo las interacciones entre diferentes tipos de ciclos, y esa investigación ha tenido importantes implicaciones para las políticas. Por ejemplo, el intenso estudio de los vínculos entre los ciclos económicos y los ciclos inflacionarios ha llevado a los economistas a advertir sobre el riesgo de aumento de la inflación si la política monetaria es laxa y la economía produce un volumen de bienes y servicios superior a su potencial. Por el contrario, advierten sobre la deflación si la política monetaria es restrictiva y el nivel de actividad económica está por debajo del potencial.

La crisis financiera mundial reciente ha avivado el debate sobre la formulación de la política monetaria y financiera, recalando no solo el vínculo entre la inflación y los ciclos económicos, sino también el impacto de los ciclos financieros en los ciclos económicos.

Sumadas a los resultados de estudios anteriores (véase “Cuando las crisis colisionan”, en la edición de *F&D* de diciembre de 2008), nuestras determinaciones sobre los ciclos financieros proporcionan observaciones interesantes que, a la luz de las interacciones multidimensionales entre los ciclos financieros y económicos, sugieren que una vigilancia atenta de los ciclos de los mercados financieros debería ser una parte integral de la supervisión y el diseño de las políticas macroeconómicas (Claessens, Kose y Terrones, 2011b). Por ejemplo, quizá convenga que, al formular las políticas monetarias, las autoridades tengan en cuenta, además de los vínculos entre la inflación y los ciclos económicos, el estado de los ciclos financieros.

Nuestro análisis sugiere también que es importante observar las interacciones entre los ciclos financieros al diseñar políticas regulatorias para garantizar la salud del sistema en su totalidad. Por ejemplo, si el crédito y los precios de la vivienda están aumentando rápidamente al mismo tiempo, quizá sea necesario emplear reglas y normas más estrictas para el crédito hipotecario, y engrosar las reservas anticíclicas para moderar las fluctuaciones de la capitalización bancaria, ya que los ciclos del crédito y de la vivienda tienden a reforzarse mutuamente. En un plano más general, la elaboración de reglas macroprudenciales debe tener en cuenta los vínculos entre los ciclos de diferentes segmentos del mercado financiero.

Como los ciclos financieros suelen estar sincronizados a escala internacional, es imperativo tener en cuenta los aspectos mundiales de las políticas de regulación y supervisión financiera. Sin embargo, esas políticas deben ser adaptables y flexibles porque los sistemas financieros operan de distinta manera en cada país. ■

Stijn Claessens es Director Adjunto, M. Ayhan Kose es Asistente del Director, y Marco E. Terrones es Subjefe de División en el Departamento de Estudios del FMI.

Referencias:

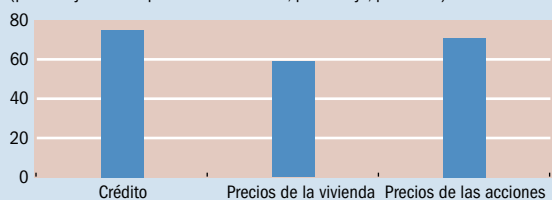
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, 2011a, “Financial Cycles: What? How? When?”, de próxima publicación en NBER International Seminar in Macroeconomics 2010, Richard Clarida y Francesco Giavazzi, compiladores.
- , 2011b, “How Do Business and Financial Cycles Interact?”, IMF Working Paper de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Gráfico 4

Marcha al compás

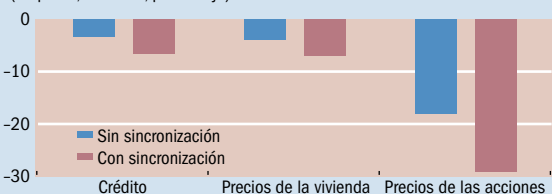
Los ciclos financieros están sumamente sincronizados entre países . . .

(porcentaje del tiempo en la misma fase, porcentaje, promedio)



. . . y cuando las desaceleraciones están sincronizadas, suelen ser mucho más profundas.

(amplitud, mediana, porcentaje)



Fuente: Claessens, Kose y Terrones (2011a).

Nota: En el panel superior, la sincronización es el porcentaje promedio del tiempo en que los ciclos de dos países se encuentran en la misma fase. En el panel inferior, se considera que las desaceleraciones del crédito y de la vivienda están sincronizadas si ocurren durante un período en el cual más de 40% de los países experimentan una desaceleración simultánea. En el caso de las acciones, 80% debe experimentar una desaceleración simultánea.