

El ciclo financiero: una herramienta imprescindible para entender la economía

A los seres humanos les encantan los ciclos. Ya sean vitales, históricos, políticos... o futbolísticos. Si no, que se lo pregunten a todos los entrenadores a los que han destituido con un manido «Su ciclo se había agotado». Los economistas, lo crean o no, también somos humanos y no podíamos ser menos. Los ciclos macroeconómicos (es decir, los altibajos en la producción de bienes y servicios) fueron nuestro principal objeto de estudio durante décadas. Pero, tras la crisis de 2008, nos dimos cuenta de que no se podía analizar el ciclo económico sin tener en cuenta los factores financieros, lo que dio lugar a un nuevo concepto, y otro ciclo: el financiero.

Aunque no existe una definición universal de ciclo financiero, la expresión denota cómo las interacciones entre las percepciones y actitudes hacia el riesgo de los agentes económicos y financieros junto con las condiciones de financiación y crediticias de la economía acaban generando ciclos de auge (*boom*) y caída (*bust*) de las principales variables financieras. Hoy en día, se distingue entre el ciclo financiero doméstico y el ciclo financiero global, hasta el punto de que el economista del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) Claudio Borio¹ ya habla de una «historia de dos ciclos», parafraseando al gran Charles Dickens.

El ciclo financiero doméstico

El ciclo financiero doméstico se caracteriza por la evolución del crédito y de los precios de la vivienda: el crédito provee una buena descripción de las restricciones en el acceso a la financiación para hogares y empresas, mientras que los precios reflejan las percepciones de los agentes sobre el valor de sus activos, y el riesgo asociado a estos.

En su artículo seminal sobre el ciclo financiero,² Borio combinó la información sobre estas dos variables en EE. UU. para obtener una medida del ciclo financiero. Como se observa en el primer gráfico, el ciclo resultante dura más que el ciclo macroeconómico y, además, se ha ido alargando con el paso de los años. Asimismo, los picos del ciclo financiero se alcanzan cerca del estallido de crisis financieras de origen doméstico, algo común al resto de economías avanzadas. La razón es que en las épocas de auge aumenta el riesgo en el que incurren los agentes, lo que amplifica el *boom* de crédito y el incremento de los precios de los activos, en lo que es la antesala de una futura crisis. En otras palabras, ¡las crisis se gestan durante los *booms* del ciclo financiero!

Esta estrecha asociación entre el ciclo financiero y las crisis financieras puede ayudar a entender el notable impacto que tiene el ciclo financiero en la economía real: las recesiones en las economías avanzadas son el doble de severas cuando coinciden con la fase de contracción del ciclo financiero.³ De esta forma, el ciclo financiero amplifica el ciclo macroeconómico.

Lógicamente, las características del ciclo financiero no caen del cielo. ¿De qué dependen? Se han identificado tres factores principales, a saber: el sistema financiero, la política monetaria y el sistema económico-institucional. En cuanto al primer factor, la liberalización financiera que se ha producido durante las últimas décadas ha favorecido un mayor acceso al crédito pero, al mismo tiempo, también ha hecho que el ciclo financiero sea más sensible a la actitud ante el riesgo de los agentes. La política monetaria es también clave y, de hecho, en los artículos siguientes exploraremos en detalle su papel. Aquí nos limitaremos a decir que una política monetaria centrada únicamente en controlar la inflación no actuaría ante *booms* financieros que se produjeran en un contexto de inflación baja (sin embargo, existen alternativas de política monetaria que sí que pueden corregir los excesos del ciclo financiero). Y, finalmente, en lo que respecta al sistema económico-institucional, reformas económicas que permitan aumentar el crecimiento potencial de los países pueden generar cambios en los patrones de concesión de crédito y en el comportamiento de las principales variables financieras.

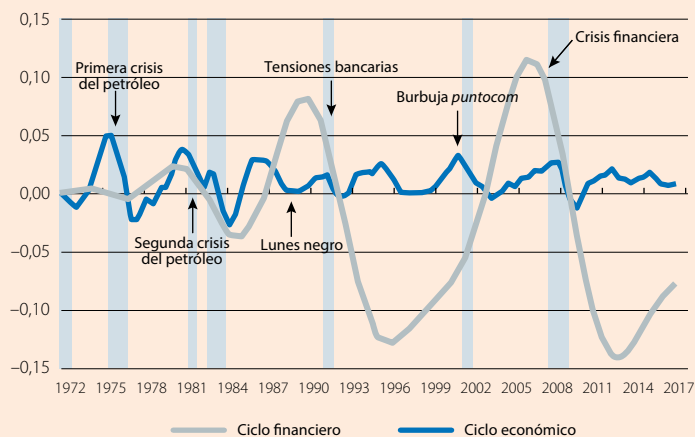
1. Véase Borio, C. (2019). «A tale of two financial cycles: domestic and global». BIS Lecture.

2. Véase Borio, C. (2012). «The Financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?». BIS Working Papers n.º 395.

3. Véase Drehman, M., Borio, C. y Tsatsaronis, K. (2012). «Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!». BIS Working Paper n.º 380.

EE. UU.: ciclo financiero y económico

Desviaciones respecto a la tendencia (logaritmos)



Fuente: Borio, C. (2012), «The Financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?». BIS Working Papers n.º 395.

El ciclo financiero global

El otro ciclo financiero que debemos tener en mente es el global. Si el doméstico se centra en detectar los desequilibrios macrofinancieros propios de cada economía, el ciclo global se refiere a los factores financieros que se generan en los principales centros financieros del planeta –principalmente EE. UU.– y en cómo se transmiten al resto del mundo a través de los flujos de capital y de los precios de los activos financieros. Las economistas Helène Rey y Silvia Miranda-Agrippino⁴ fueron las primeras en detectar que había un factor común que explicaba el 25% del movimiento de los activos financieros de riesgo y, posteriormente, se observó que este factor también explicaba en torno a una cuarta parte de los flujos brutos de capital.

¿Qué hay detrás de este factor común que describe el ciclo financiero global? El apetito por el riesgo, una variable que se tiende a aproximar con el VIX, el índice que calcula la volatilidad implícita de las opciones sobre las acciones que componen el índice S&P 500. Cuanto menor es el VIX, mayores son la complacencia y el apetito por el riesgo reinantes en los mercados, lo que acelera el crecimiento del crédito y genera un aumento de los precios de los activos. Es interesante matizar que la relación entre el ciclo financiero global y el VIX se ha atenuado tras la crisis financiera de 2008 (véase el segundo gráfico), posiblemente porque muchos bancos globales redujeron sus posiciones internacionales. Recordemos, por ejemplo, que los bancos europeos habían captado abundante liquidez en dólares antes de la crisis.

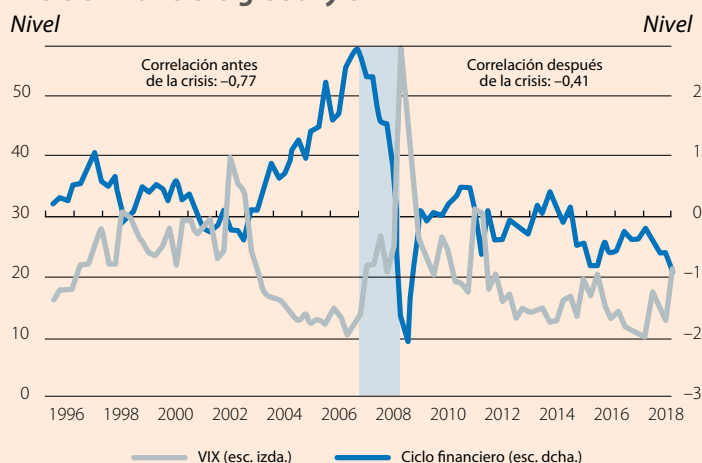
Por otra parte, el ciclo financiero global está muy relacionado con la política monetaria de los EE. UU.: los cambios en dicha política afectan a las expectativas de los inversores y, por tanto, al VIX. Tales cambios se acaban transmitiendo al resto de economías (incluso a aquellas cuyo ciclo doméstico difiere sustancialmente del estadounidense) a través de los flujos internacionales de capitales, lo que acaba afectando al apalancamiento de los grandes bancos y al crecimiento del crédito agregado mundial.

Cabe destacar también que el ciclo financiero global tiene importantes implicaciones de política económica: tradicionalmente, la macroeconomía defendía que las políticas monetarias independientes domésticas solamente se podían lograr, en presencia de capital perfectamente móvil, con tipos de cambios flexibles (el célebre trilema de la macroeconomía internacional). Sin embargo, la existencia de un ciclo financiero global ha trastocado esta visión tradicional: las condiciones financieras de los principales centros financieros globales se transmiten a las condiciones macrofinancieras del resto de los países, de modo que la política monetaria doméstica no puede ser totalmente independiente, incluso si el tipo de cambio es flexible.⁵ Por ejemplo, en los últimos años, al encontrarse las economías avanzadas en un contexto de bajos retornos, la abundancia de liquidez se ha dirigido hacia otras economías vecinas que, con el fin de evitar apreciaciones bruscas de sus monedas y contener las entradas de capital, han relajado sus condiciones monetarias con tipos de interés menores de lo que justifican las necesidades domésticas. De esta forma, la única manera de conseguir una política monetaria independiente es con políticas que incidan sobre los flujos de capital (es decir, pasamos del trilema a un simple dilema); entre otras, a través de políticas macroprudenciales cíclicas que limiten el crecimiento del crédito y del apalancamiento en épocas de *boom*, o de políticas estructurales que pongan un techo al apalancamiento y reduzcan el carácter procíclico de los intermediarios financieros.

En definitiva, la existencia de un ciclo financiero en sus dos vertientes (doméstica y global) es incuestionable. Así que estudiar las principales variables macrofinancieras (como el tipo de interés natural), los ciclos económicos y la propia política monetaria sin tener en cuenta la existencia de dicho ciclo sería algo parecido a asistir a un concierto sin música. Por este motivo, en los próximos artículos de este Dossier pondremos el foco en el ciclo financiero (o, siguiendo la analogía, traeremos la música) para entender su incidencia en la economía.

Javier Garcia-Arenas

El ciclo financiero global y el VIX



Fuente: Borio, C. (2019), «A tale of two financial cycles: domestic and global». BIS Lecture.

4. Miranda-Agrippino, S. y Rey, H. (2018). «US Monetary Policy and the Global Financial Cycle». NBER Working Paper 21722.

5. Véase Hélène Rey (2015). «Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy Independence». NBER Working Paper 21162.