

IV CEPI

Ciclo económico y financiero en la economía argentina (1987-2023). Características y sincronización con el ciclo financiero global.

Mara Leticia Rojas¹

Resumen

En el estudio de los ciclos económicos y financieros, la agenda actual de investigación ha centrado su atención en los vínculos que existen entre ambos tipos de fluctuaciones; particularmente en la sincronización y canales de contagio entre: (a) el ciclo financiero y económico doméstico y, (b) estos ciclos domésticos y el ciclo financiero global (CFG). Parte de esta agenda se aborda en este trabajo, para el caso de Argentina en el horizonte de análisis 1987-2023.

Para el ciclo económico se sigue la noción tradicional (devida a Burns y Mitchell, 1946, para quienes el ciclo económico es la caída y aumento subsecuente del nivel absoluto de producción). En el caso del ciclo financiero, se adopta la idea de Borio et al. (2014): son las interacciones entre las percepciones de riesgo y valor, las actitudes frente al riesgo y las restricciones financieras que se refuerzan entre sí y se traducen en auges seguidos de colapsos. El caso es que habría un conjunto de variables de características diferentes que podrían aproximar los auges y colapsos financieros, definiendo diferentes ciclos según el mercado analizado.

En referencia a los vínculos existentes entre ambos tipos de fluctuaciones, ¿por qué el ciclo financiero debería estar dissociado del ciclo económico? Antes de 2008, buena parte del *mainstream* asumía que las tasas de interés capturaban la interacción entre el lado financiero y el real de la economía y que esto era suficiente para incorporar la “lógica” financiera a los modelos que explicaban fluctuaciones. Una excepción a esto lo constituyó la corriente iniciada por Kindleberger (1978) y Minsky (1986), para quienes los aspectos monetarios y financieros eran epicentro de las fluctuaciones reales (Hipótesis de la Inestabilidad Financiera). La experiencia de 2008 mostró que las cuestiones financieras “tenían vida propia” y que ya no podían ser tratadas solo como amplificadoras de los ciclos del producto, sino posibles causas, plausibles de brindar señales de anticipación a las caídas de la actividad real (Borio, 2014).

Un resumen de la literatura indica que:

- En referencia a los ciclos reales, los mismos tendieron a acortarse a lo largo del tiempo. Los países en desarrollo (PED) muestran ciclos más cortos y de mayor

¹ Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur (UNS), Bahía Blanca, Argentina. Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur, Universidad Nacional del Sur (UNS)- CONICET, Bahía Blanca, Argentina.

amplitud que los ocurridos en países desarrollados (PD). Además, los países de América Latina suelen mostrar expansiones más cortas que el resto de PED

- Los booms financieros a menudo lideran la actividad real, y son seguidos de una baja en la performance económica. El sistema financiero es *excesivamente* procíclico.
- En algunos casos, los picos del ciclo financiero (particularmente los auges en el crédito y en el precio de los activos) están altamente asociados a las crisis financieras a partir de los 80s. Contrariamente, para algunos autores *el ciclo del crédito* tiende a estar rezagado. Dado esto, no hay consenso respecto de cuál es la mejor variable de alerta temprana de crisis financieras.
- El ciclo financiero suele ser más largo, profundo y “empinado” que el ciclo económico. Sin embargo, las recesiones económicas que coinciden con contracciones del ciclo financiero son más severas. Ambos ciclos son a menudo más pronunciados (aunque no necesariamente más largos) en PED que PD.
- No hay consenso respecto de la duración promedio de los ciclos financieros, variando de 20 a 4.25 años (Reinhart y Rogoff, 2009; Claessens et al. 2012; Drehmann et al., 2012; Haavio et al., 2012; Berge y Jorda, 2013; Caldentey et al., 2013; Titelman et al., 2015; Aikman et al., 2015; Borio et al., 2018; Adrian et al., 2019; Aldasoro et al., 2018; Rojas, 2020; Davies y Gai; 2020; Chen y Svirydzenka, 2021; Rubbaniy et al., 2022; entre muchos otros).

Luego, el objetivo de este trabajo es definir las características del ciclo real y financiero para Argentina en el horizonte temporal 1987Q1-2023Q4, utilizando distintos indicadores de ciclo financiero, e interpretando los resultados a la luz de la historia económica reciente del país. Además, se busca determinar si existe alguna vinculación entre ambos tipos de fluctuaciones, si es posible encontrar en las variables financieras alguna señal de alerta temprana de recesiones económicas y cuál es el grado de sincronización del ciclo financiero y real doméstico respecto del CFG. También se analiza si el comportamiento de las fluctuaciones se ha alterado en relación a diferentes ventanas temporales en el horizonte de análisis, y que coincidencias y disidencias existen respecto de las observaciones realizadas por otros autores para países desarrollados y otras economías en desarrollo.

Las series utilizadas corresponden al PBI trimestral a valores constantes para la identificación del ciclo real; cinco indicadores de crédito (dos de crédito doméstico, uno de liquidez global, y dos de brecha crediticia) y dos indicadores de precios de activos para el reconocimiento del ciclo financiero doméstico. Además, se utilizan tres indicadores del CFG.

En primer lugar se realiza el fechado de los ciclos mediante la determinación de los puntos de inflexión mediante el algoritmo de BBQ (siguiendo a Bry y Boschan, 1971; y Harding y Pagan, 2002). Se definen las características del ciclo real y financiero para Argentina en el horizonte temporal 1987Q1-2023Q4 y diferentes lapsos temporales en

función de la lógica económica reinante. Esto implica establecer la duración, amplitud, pendiente y tiempo de las recuperaciones.

Para determinar si existe una vinculación entre ciclo económico y financiero domésticos, y entre ellos y el CFG (y determinar si es posible encontrar en alguna de estas variables una señal de alerta temprana de las recesiones económicas) se evalúa la sincronización a partir del índice de concordancia (IC) incondicional y condicional a las recesiones. Por último, se brinda una narrativa explicativa para la interpretación de los resultados observados a la luz de los hechos económicos.