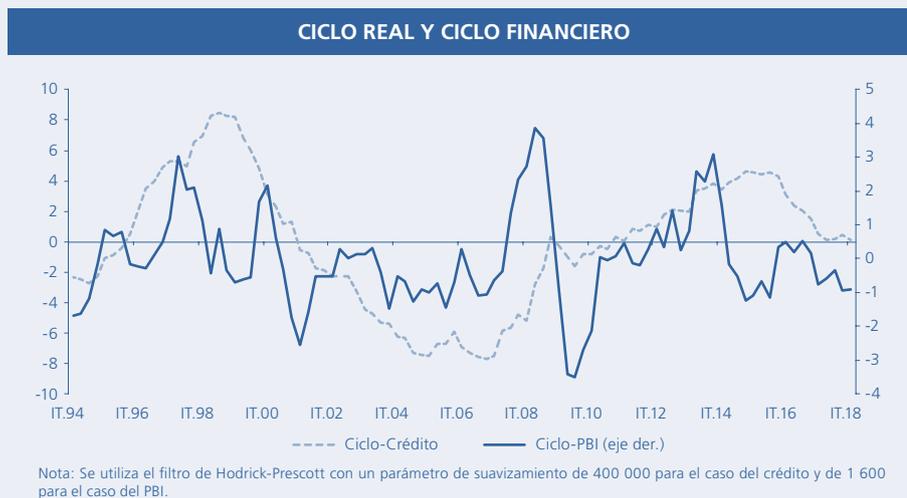


Recuadro 3 EL CICLO FINANCIERO EN EL PERÚ⁶

La medición de los ciclos financieros es de vital importancia para evaluar potenciales riesgos financieros asociados a periodos de excesivo crecimiento del crédito que introduzcan vulnerabilidades al sistema financiero. Una alerta temprana de potenciales desequilibrios ayuda a tomar acciones preventivas oportunas.

En este recuadro se estima el ciclo financiero para el Perú bajo distintas metodologías y se establece la diferencia de éste respecto al ciclo económico. En particular, el ciclo financiero se encuentra más relacionado con la evolución de precios de activos, crédito y otras variables financieras, y en menor medida con el ciclo económico. Asimismo, se detectan episodios en los cuales el crédito al sector privado muestra un ritmo de aceleración que se diferencie significativamente a la dinámica del sector real de la economía; así por ejemplo, un significativo y sostenido mayor flujo de créditos otorgados que no esté acompañado por un crecimiento similar de la economía puede indicar que dicha dinámica esté desalineada a sus fundamentos macroeconómicos y se puedan generar asignaciones ineficientes de recursos. En esa línea, se suele usar el ratio de crédito a PBI⁷ como un indicador de la formación de vulnerabilidad asociadas al ciclo financiero.



En el caso del Perú, en el gráfico anterior se muestra la brecha del ciclo económico y la brecha del ciclo financiero a partir del ratio crédito a PBI, ambas calculadas mediante el filtro de Hodrick-

⁶ Recuadro basado en el artículo "Ciclos Financieros en el Perú" de Fernando Pérez Forero y Diego Vilchez Neira.

⁷ Se suele calcular como la división entre el stock de créditos otorgados al sector privado a fin de periodo (expresados en moneda doméstica) entre la suma acumulada del PBI nominal de los últimos cuatro trimestres.





Prescott⁸. En particular, se puede apreciar la mayor persistencia y amplitud del ciclo del crédito frente al ciclo de actividad, así como también el bajo nivel de correlación entre ambas variables.

Cabe agregar que aun cuando la correlación entre ambos ciclos no sea muy elevada, se debe tomar en cuenta que las políticas macroprudenciales tienen el objetivo de gestionar el ciclo financiero y no así el real, y así evitar mediante acciones tempranas la generación de riesgos financieros sistémicos. En línea con estos argumentos, varios bancos centrales e instituciones internacionales han tomado acciones orientadas a la prevención de estos eventos. Por ejemplo, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea introdujo en 2010 el uso de reservas de capital contra-cíclicas en el marco de Basilea III, el cual se activa cuando se observa un “excesivo crecimiento del crédito”. Esta medida tiene el propósito de proteger a los bancos comerciales de las fluctuaciones del ciclo financiero y las vulnerabilidades sistemáticas asociadas, y fue también implementada en el Perú a partir de año 2012⁹. Un enfoque bastante usado para determinar fases de “excesivo” crecimiento del crédito-respecto al crecimiento real de la economía- involucra calcular la tendencia del ratio crédito a PBI y analizar la diferencia entre dicha estimación el ratio efectivamente observado¹⁰. Como ejercicio de robustez se realizaron las estimaciones con el filtro de Christiano y Fitzgerald (2003): “The Band Pass Filter”, *International Economic Review*, 44(2), pp. 435-465¹¹ y también una estimación bayesiana utilizando el filtro de Kalman a partir de una representación de espacio de estados siguiendo a Galati y otros, 2016: “Measuring financial cycles with a model-based filter: Empirical evidence for the United States and the euro area,” DNB Working Papers 495, Netherlands Central Bank, Research Department.

En el gráfico siguiente se muestra el ciclo financiero utilizando las tres metodologías alternativas y datos trimestrales de 1994 a 2018. Así, cada una de ellas recoge similares periodos de expansión y contracción. En primer lugar, se observa un ciclo expansivo entre los años 1994 y 1998. Luego, a partir de la crisis bancaria de 1998, empieza una fase de caída en el ciclo financiero, la cual se empieza a recuperar a mediados de la década de 2000, cuando el crédito al sector privado registraba en dicho entonces altas tasas de crecimiento. Esta fase expansiva se mantuvo hasta los años 2013-2014, en donde precisamente se llevó a cabo el episodio denominado de *Tapering*.

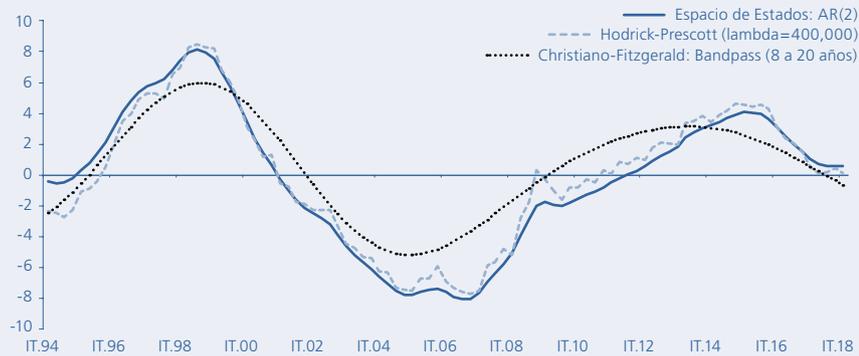
8 De acuerdo a los hechos estilizados del ciclo financiero, se suele utilizar un parámetro de suavizamiento mayor al usual en la estimación del filtro. Hodrick y Prescott (1982): “Postwar U.S. Business Cycles: an Empirical Investigation”; *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1), Feb. 1997, pp. 1-16, sugieren usar un parámetro con valor de 1 600 para datos trimestrales utilizando como referencia la dinámica de los ciclos de negocios (ver también Maravall y Del Río (2001): “Time aggregation and the Hodrick-Prescott filter”, Banco de España — Servicio de Estudios - Documento de Trabajo n.º 0108). En contraste, Borio y Lowe (2002): “Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”. BIS Working Papers No 114, estiman que un parámetro de 400 000 recogería de manera más precisa la dinámica del ratio crédito a PBI.

9 Resolución SBS N°8425-2011.

10 Por ejemplo, el BIS calcula la brecha respecto a la tendencia de este ratio y la usa para determinar cuándo se debe acumular/des-acumular las reservas de capital. En particular, recomienda usar una desviación de 2 por ciento como regla de activación; sin embargo, también sugiere emplear el juicio de los expertos en el sector en este proceso.

11 Aikman y otros (2015): “Curbing the Credit Cycle”, *The Economic Journal*, 125(585), pp. 1072-1109, señalan que las fluctuaciones de mediano plazo que se deben considerar son aquellas comprendidas entre 8 y 20 años. Estas son las que se han considerado en la evaluación de este filtro.

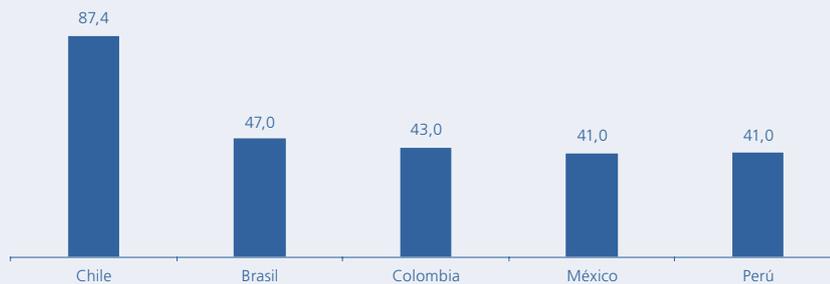
PERÚ: CICLO DEL CRÉDITO/PBI
(En porcentaje)



Nota: Se utiliza el filtro de Hodrick-Prescott con un parámetro de suavizamiento de 400 000, el filtro de Bandpass que captura las frecuencias entre 8 y 20 años y el filtro de kalman con una especificación de espacio de estados que considera tendencia, estacionalidad y ciclo.

A pesar del elevado crecimiento del crédito al sector privado comparado a la evolución de la actividad económica, existe aún suficiente espacio para que el sistema financiero siga profundizándose y extendiendo la cobertura de sus servicios a mayores segmentos de la población. Este espacio se refleja, por ejemplo, en el bajo coeficiente Crédito/PBI de Perú, comparado a otros países de la región.

COEFICIENTE CRÉDITO/PBI*
(Porcentaje)



* Al tercer trimestre de 2018.
Fuente: FMI.

Teniendo en cuenta lo anterior, se puede concluir que el ciclo financiero ha comenzado una nueva fase, la que es similar a la registrada a inicios de la década pasada, con mayores tasas de crecimiento del producto, una tasa de inflación dentro del rango meta y un considerable menor grado de dolarización financiera, lo que reduce la formación de riesgos en la economía. Asimismo, todos los ejercicios empíricos muestran que actualmente no hay evidencia de un excesivo crecimiento del crédito, dado que el ciclo financiero estimado para 2018 se encuentra cerca al cero.

