

## BOMBOLLES I ESTABILITAT FINANCERA

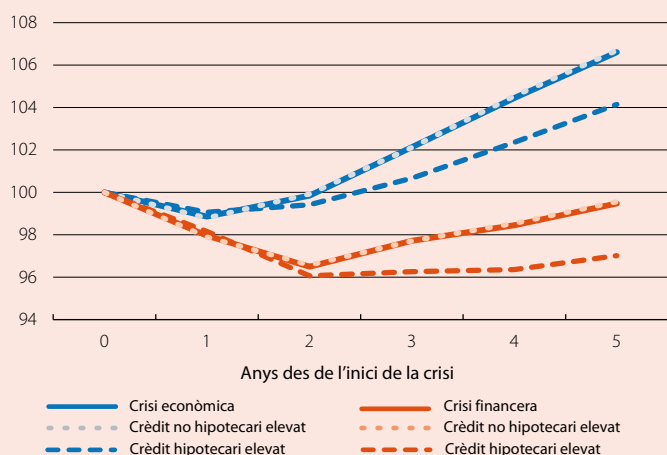
## La inestabilitat financera i el cycle econòmic

La crisi financera va establir un abans i un després en el corrent principal de pensament de la macroeconomia. Durant molts anys, la macroeconomia va obviar el sistema financer de la seva anàlisi de les fluctuacions econòmiques. Com era d'esperar, la crisi financera va canviar l'*statu quo*. Així, gairebé 10 anys després de l'inici de la crisi, ens preguntem sobre la situació del cycle actual. Hem après dels errors passats o estem semblant les llavors de la propera crisi financera? A tall de resum, en aquest article, mostrarem que la severitat de les crisis financeres està relacionada amb el creixement del crèdit, en especial del crèdit hipotecari, que té lloc abans de la crisi. Farem prevaldre la presentació de la nova evidència empírica apareguda recentment per damunt de la discussió dels mecanismes que puguin generar els processos observats. També veurem que, malgrat que, a la majoria d'economies desenvolupades, no sembla que el crèdit hagi assolit encara nivells alarmants, sí es dona aquesta situació en algunes de les economies emergents.

Mesurar la solidesa del sector financer al llarg del cycle econòmic i com pot condicionar l'evolució del conjunt de l'economia pot precisar el seguiment d'un gran nombre de variables. No obstant això, l'economista Borio<sup>1</sup> suggereix que aquesta interrelació està sintetitzada, en gran part, en el comportament cíclic del crèdit bancari al sector privat no financer (crèdit a l'encaix de la brevetat) i del preu de l'habitatge. D'una banda, l'autor mostra que les crisis financeres solen ser precedides per períodes de fort creixement del crèdit i del preu de l'habitatge. De l'altra, Jordà, Schularick i Taylor, considerant les dades sobre 17 països desenvolupats entre el 1870 i el 2013, mostren que les crisis econòmiques i financeres precedides per un creixement del crèdit superior al de la mitjana històrica han estat més llargues i severes que les precedides per un creixement per sota de la mitjana històrica.<sup>2</sup>

### PIB real per capita

Índex (100 = inici de la crisi)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Jordà et al. (2016).

Així mateix, no tots els tipus de crèdit afecten el cycle econòmic de la mateixa manera. El rol preponderant que el crèdit hipotecari ha assolit en el sistema financer després de la Segona Guerra Mundial (GM2) ha modificat, al seu torn, l'impacte que té sobre el cycle econòmic.<sup>3</sup> Primer, hi ha indicis que suggereixen que un creixement desmesurat del crèdit hipotecari pot ser una font d'inestabilitat financera. Això es pot entreveure, per exemple, en el fet que el creixement del crèdit hipotecari ha passat de ser una variable poc informativa sobre la probabilitat que es donés una crisi financera en el període preGM2 a ser un bon predictor en la mostra postGM2.<sup>4</sup> Segon, els booms de crèdit hipotecari, en els casos que han anat seguits d'una recessió econòmica, han deixat seqüeles econòmiques molt més greus que les precedides per booms crediticis d'un altre tipus (vegeu el primer gràfic).<sup>5</sup>

No obstant això, cal matisar aquest últim resultat. Tot i que hi ha evidència empírica que el crèdit hipotecari pot ser una font d'inestabilitat financera, el risc que aquest tipus de crèdit pot comportar depèn, en gran part, del marc regulador i institucional en què es desenvolupa l'activitat del sector financer d'un país. Així, segons l'FMI, el grau i la qualitat de supervisió del sistema financer per part del regulador i la reducció de la dependència del finançament exterior per a l'extensió del crèdit, entre d'altres, són factors clau perquè l'augment del crèdit hipotecari tingui un efecte positiu sobre el creixement econòmic.<sup>6</sup>

1. Borio, C. (2014), «The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?», *Journal of Banking and Finance*, núm. 45.

2. Jordà, Ò., Schularick, M. i Taylor, Alan M. (2016a), «Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts», *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 31, núm. 1.

3. Segons la base de dades de Jordà et al., el crèdit hipotecari ha passat de representar al voltant del 40% del total de la ràtio del crèdit sobre el PIB entre el 1870 i el 1940 al 56% entre el 2000 i el 2013. Això s'explica, en part, per l'augment del percentatge de llars que han passat a ser propietaris de l'immoble en què viuen. Els motius que expliquen aquesta dinàmica són variats i inclouen canvis en el tracte fiscal de la compra de propietat o en els requisits de capital exigits als bancs per als préstecs hipotecaris.

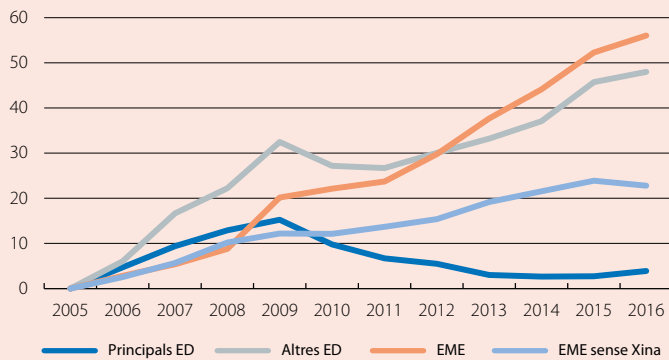
4. Jordà, Ò., Schularick, M. i Taylor, Alan M. (2016b), «The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles», *Economic Policy*, vol. 31, núm. 85.

5. Aquest últim punt és semblant a la conclusió de Jordà et al. (2015) a l'article «Leveraged Bubbles», on els autors mostren que la punxada d'una bombolla financera comporta una crisi molt més virulenta si la bombolla va anar acompanyada d'un boom creditici. Així mateix, els autors mostren que les crisis més severes han estat les posteriors a la punxada d'una bombolla immobiliària finançada per un boom del crèdit hipotecari.

6. FMI (2017), «Global Financial Stability Report», octubre.

## Ràtio crèdit al sector privat no financer sobre el PIB

Desviació en relació amb el valor del 2005 (p. p.)

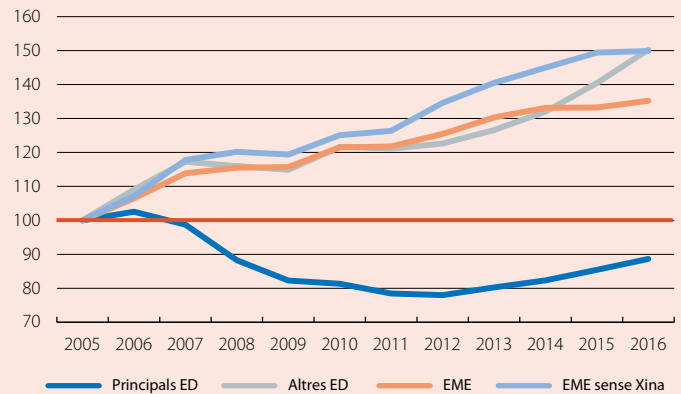


**Nota:** Principals ED inclou: la zona de l'euro, el Regne Unit, el Japó i els EUA. Altres ED inclou: Austràlia, Canadà, Dinamarca, Noruega, Nova Zelanda, Suècia i Suïssa. Mitjanes ponderades pel PIB ajustat per la paritat del poder adquisitiu.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del BIS.

## Preu de l'habitatge

Índex (100 = 2005)



**Nota:** Principals ED inclou: la zona de l'euro, el Regne Unit, el Japó i els EUA. Altres ED inclou: Austràlia, Canadà, Dinamarca, Noruega, Nova Zelanda, Suècia i Suïssa. Mitjanes ponderades pel PIB ajustat per la paritat del poder adquisitiu. Els preus de l'habitatge han estat deflactats per l'IPC.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del BIS.

Arribats a aquest punt, cal preguntar-se si, en la fase expansiva que s'està consolidant a nivell global, es tornen a cometre els errors del passat. En relació amb el que s'ha discutit, ens centrarem en l'evolució del crèdit i del preu de l'habitatge (la correlació del qual amb el crèdit hipotecari és elevada; vegeu Borio<sup>1</sup>). Al segon gràfic, comparem el creixement acumulat, des de l'any 2005, de la ràtio del crèdit bancari al sector no financer sobre el PIB de les principals economies desenvolupades, altres economies desenvolupades, les economies emergents i les economies emergents sense la Xina (a l'esquerra) i el creixement del preu de l'habitatge (a la dreta).

El gràfic il·lustra que, després d'un període de consolidació arran de la crisi financera, la ràtio de palanquejament a les principals economies desenvolupades ha repuntat lleugerament el 2016, malgrat que es manté en un nivell clarament inferior al pic observat just abans de la crisi. Pel que fa al preu de l'habitatge, tot i que ha mostrat una tendència alcista des del 2013, se situa encara per sota dels nivells observats abans de la crisi. Aquest no és el cas per al grup d'altres països desenvolupats. Aquests països van patir menys la crisi financera, la qual cosa va limitar els processos de despalanquejament. A més a més, les seves economies s'han vist impulsades per les condicions monetàries ultralaxes propiciades, en alguns casos, per les polítiques dels principals bancs centrals, com la Fed i el BCE, o, en altres casos, per la forta caiguda del preu del petroli i d'altres primeres matèries. Així, en aquests països, tant les ràtios de palanquejament com el preu de l'habitatge es troben en cotes molt altes. Finalment, entre el grup d'economies emergents, cal destacar el cas de la Xina. Si exclouem la Xina del grup d'emergents, podem veure que, en l'últim any, tant la ràtio de palanquejament com el preu de l'habitatge han començat un procés de moderació del creixement, en gran part a causa de les crisis econòmiques al Brasil i a Rússia. En canvi, si incloem la Xina, podem veure que el creixement del crèdit ha estat espectacular.<sup>7</sup>

No obstant això, en una perspectiva a més llarg termini, fins i tot entre els països que van passar per un procés de consolidació del crèdit arran de la crisi, hi ha elements que generen una certa preocupació. En aquest sentit, l'FMI destaca que, en un context de polítiques monetàries acomodaticies i de millores de les dades macroeconòmiques, la caiguda de la volatilitat als mercats financers i la compressió dels diferencials de tipus d'interès poden propiciar la intensificació del cicle expansiu del crèdit.<sup>8</sup>

En definitiva, el conjunt d'indicadors que hem repassat en aquest article ens mostra que, pel que sembla, els riscos derivats del sistema financer han gravitat des de les principals economies desenvolupades cap als països que no van formar part de l'epicentre de la crisi financera, en especial la Xina. Malgrat tot, atès el grau d'integració dels sistemes financers a nivell internacional, això suposa un risc global. Invocant la memòria recent dels estralls que les crisis financeres poden arribar a ocasionar, hauríem d'aprofitar la finestra d'oportunitat que ens brinden les condicions macroeconòmiques favorables del moment per implementar polítiques que apuntalin la capacitat del sistema financer per absorbir *shocks* negatius.

Oriol Carreras Baquer

Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

7. Segons les dades del BIS, entre el 2007 i el 2016, la ràtio de palanquejament a la Xina ha crescut en 70 p. p. i ha arribat al 166% del PIB.

8. FMI (2017), «Global Financial Stability Report», octubre.