

## BURBUJAS Y ESTABILIDAD FINANCIERA

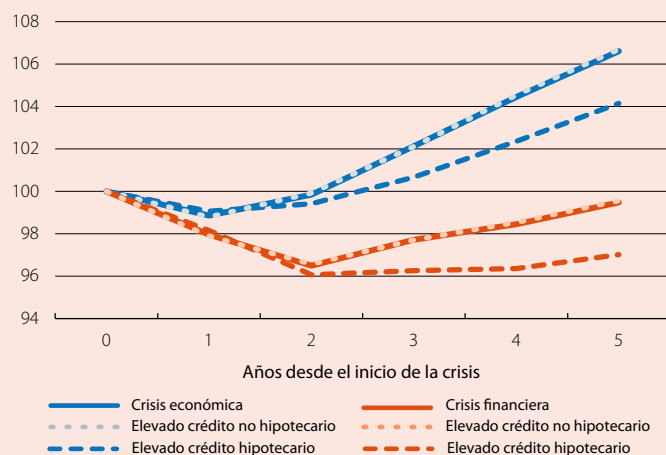
## La inestabilidad financiera y el ciclo económico

La crisis financiera supuso un antes y un después en la corriente principal de pensamiento de la macroeconomía. Durante muchos años, esta obvió el sistema financiero de su análisis de las fluctuaciones económicas. Como era de esperar, la crisis financiera cambió el *statu quo*. Así, casi 10 años después del inicio de la crisis, nos preguntamos sobre la situación del ciclo actual. ¿Hemos aprendido de los errores pasados o estamos sembrando las semillas de la próxima crisis financiera? A modo de resumen, en este artículo mostraremos que la severidad de las crisis financieras está relacionada con el crecimiento del crédito, en especial del crédito hipotecario, que tiene lugar antes de la misma. Primaremos la presentación de la nueva evidencia empírica que ha aparecido recientemente por encima de la discusión de los mecanismos que puedan generar los procesos observados. También veremos que, si bien, en la mayoría de las economías desarrolladas, el crédito aún no parece haber alcanzado niveles alarmantes, sí se da el caso entre algunas de las economías emergentes.

Medir la solidez del sector financiero a lo largo del ciclo económico y cómo este puede condicionar la evolución del conjunto de la economía puede precisar el seguimiento de un gran número de variables. Sin embargo, el economista Borio<sup>1</sup> sugiere que esta interrelación está sintetizada en gran medida en el comportamiento cíclico del crédito bancario al sector privado no financiero (crédito en pos de la brevedad) y del precio de la vivienda. Por un lado, el autor muestra que las crisis financieras suelen estar precedidas por periodos de fuerte crecimiento del crédito y del precio de la vivienda. Por otro lado, Jordà, Schularick y Taylor, usando datos sobre 17 países desarrollados entre 1870 y 2013, muestran que las crisis económicas y financieras que han sido precedidas por un crecimiento del crédito superior al del promedio histórico han resultado ser más largas y severas que aquellas que fueron precedidas por un crecimiento por debajo del promedio histórico.<sup>2</sup>

### PIB real per cápita

Índice (100 = inicio de la crisis)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Jordà et al. (2016).

Asimismo, resulta que no todos los tipos de crédito afectan al ciclo económico de la misma forma. El rol preponderante que el crédito hipotecario ha alcanzado en el sistema financiero después de la Segunda Guerra Mundial (GM2) ha modificado a su vez el impacto que tiene sobre el ciclo económico.<sup>3</sup> Primero, hay indicios que sugieren que un crecimiento desmesurado del crédito hipotecario puede ser una fuente de inestabilidad financiera. Ello se puede entrever, por ejemplo, en el hecho de que el crecimiento del crédito hipotecario ha pasado de ser una variable poco informativa sobre la probabilidad de que acaeciera una crisis financiera en el periodo pre-GM2 a ser un buen predictor en la muestra pos-GM2.<sup>4</sup> Segundo, los *booms* de crédito hipotecario, en los casos que han sido seguidos por una recesión económica, han dejado secuelas económicas mucho más graves que aquellas que fueron precedidas por *booms* crediticios de otra índole (véase el primer gráfico).<sup>5</sup>

Sin embargo, es necesario matizar este último resultado. Si bien hay evidencia empírica de que el crédito hipotecario puede ser una fuente de inestabilidad financiera, el riesgo que este tipo de crédito puede entrañar depende, en no poca medida, del marco regulatorio e institucional en el que se desarrolla la actividad del sector financiero de un país. Así, según el FMI, el grado y la calidad de supervisión del sistema financiero por parte del regulador y la reducción de la dependencia de la financiación exterior para la extensión del crédito son, entre otros, factores clave para que el aumento del crédito hipotecario tenga un efecto positivo sobre el crecimiento económico.<sup>6</sup>

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

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

3. Según la base de datos de Jordà et al., el crédito hipotecario ha pasado de representar alrededor del 40% del total de la ratio del crédito sobre el PIB entre 1870 y 1940 al 56% entre 2000 y 2013. Ello se explica, en parte, por el aumento del porcentaje de hogares que han pasado a ser propietarios del inmueble en el que viven. Los motivos que hay detrás de esta dinámica son variados e incluyen cambios en el trato fiscal de la compra de propiedad o en los requisitos de capital exigidos a los bancos para los préstamos hipotecarios.

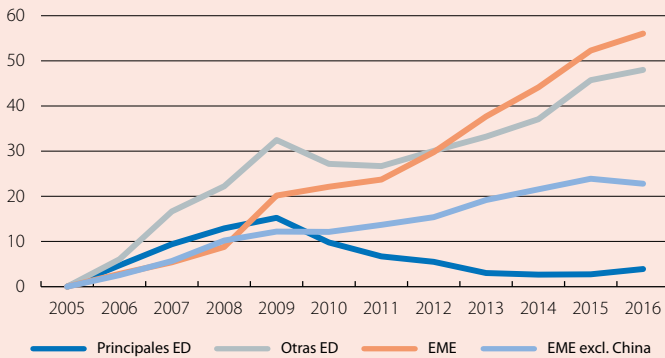
4. Jordà, Ò., Schularick, M. y Taylor, Alan M. (2016b), «The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles», *Economic Policy*, vol. 31, n.º 85.

5. Este último punto es parecido a la conclusión que extraen Jordà et al. (2015) en su artículo «Leveraged Bubbles». En él, los autores muestran que el pinchazo de una burbuja financiera resulta en una crisis mucho más virulenta si la burbuja fue acompañada por un *boom* crediticio. Asimismo, los autores muestran que las crisis más severas han sido las que han seguido el pinchazo de una burbuja inmobiliaria financiada por un *boom* de crédito hipotecario.

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

## Ratio crédito al sector privado no financiero sobre el PIB

Desviación respecto al valor de 2005 (p. p.)

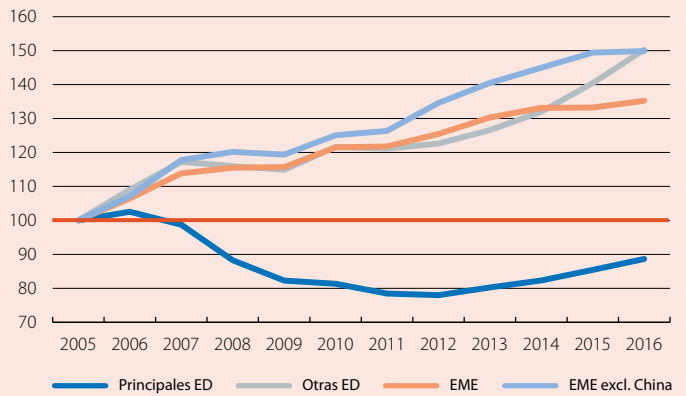


**Nota:** Principales ED incluye eurozona, Reino Unido, Japón y EE. UU. Otras ED incluye Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza. Promedios ponderados por el PIB ajustado por la paridad del poder adquisitivo.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de BIS.

## Precio de la vivienda

Índice (100 = 2005)



**Nota:** Principales ED incluye eurozona, Reino Unido, Japón y EE. UU. Otras ED incluye Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza. Promedios ponderados por el PIB ajustado por la paridad del poder adquisitivo. Los precios de la vivienda han sido deflactados por el IPC.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de BIS.

Llegados a este punto, cabe preguntarse si, en la fase expansiva que se está consolidando a nivel global, se están volviendo a cometer los errores del pasado. Con relación a lo discutido, nos centraremos en la evolución del crédito y del precio de la vivienda (cuya correlación con el crédito hipotecario es elevada, véase Borio<sup>7</sup>). En el segundo gráfico, comparamos el crecimiento acumulado, desde el año 2005, de la ratio del crédito bancario al sector no financiero sobre el PIB de las principales economías desarrolladas, otras economías desarrolladas, las economías emergentes y las economías emergentes excluyendo a China (a la izquierda) y el crecimiento del precio de la vivienda (a la derecha).

El gráfico ilustra que, después de un periodo de consolidación a raíz de la crisis financiera, la ratio de apalancamiento en las principales economías desarrolladas ha repuntado ligeramente en el 2016, aunque se mantiene en un nivel claramente por debajo del pico observado justo antes de la crisis. En lo referente al precio de la vivienda, si bien estos han mostrado una tendencia alcista desde el 2013, aún se sitúan por debajo de los niveles observados antes de la crisis. Este no es el caso para el grupo de otros países desarrollados. Estos países sufrieron en menor medida la crisis financiera, lo que limitó los procesos de desapalancamiento. Además, sus economías se han visto impulsadas por las condiciones monetarias ultralaxas propiciadas, en algunos casos, por las políticas de los principales bancos centrales como la Fed y el BCE, o, en otros, por la fuerte caída del precio del petróleo y otras materias primas. Así, en estos países, tanto las ratios de apalancamiento como el precio de la vivienda se encuentran en cotas muy altas. Finalmente, entre el grupo de economías emergentes, cabe destacar el caso de China. Si excluimos a China del grupo de emergentes, podemos ver que en el último año tanto la ratio de apalancamiento como el precio de la vivienda han empezado un proceso de moderación del crecimiento, en gran parte debido a las crisis económicas en Brasil y Rusia. En cambio, si incluimos a China, podemos ver que el crecimiento del crédito ha sido espectacular.<sup>7</sup>

Sin embargo, en una perspectiva a más largo plazo, incluso entre aquellos países que pasaron por un proceso de consolidación del crédito a raíz de la crisis, hay elementos que generan cierta preocupación. En este sentido, el FMI destaca que, en un contexto de políticas monetarias acomodaticias y mejoras de los datos macroeconómicos, la caída de la volatilidad en los mercados financieros y la compresión de los diferenciales de tipo de interés pueden dar paso a la intensificación del ciclo expansivo del crédito.<sup>8</sup>

En definitiva, el conjunto de indicadores que hemos repasado en este artículo nos muestra que los riesgos derivados del sistema financiero parecen haber gravitado desde las principales economías desarrolladas a aquellos países que no formaron parte del epicentro de la crisis financiera, en especial China. A pesar de ello, dado el grado de integración de los sistemas financieros a nivel internacional, ello supone un riesgo global. Invocando la memoria reciente de los estragos que las crisis financieras pueden llegar a ocasionar, deberíamos aprovechar la ventana de oportunidad que nos brindan las condiciones macroeconómicas favorables del momento para implementar políticas que apuntalen la capacidad del sistema financiero para absorber *shocks* negativos.

Oriol Carreras Baquer

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

7. Según datos del BIS, entre 2007 y 2016, la ratio de apalancamiento en China ha crecido en 70 p. p. hasta llegar al 166% del PIB.

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