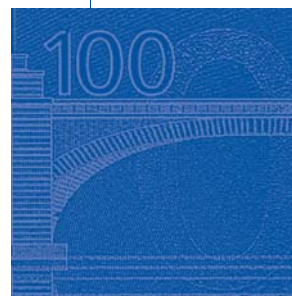


ARTÍCULOS

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO



La evolución de los préstamos al sector privado se valora periódicamente como parte de los análisis económico y monetario que realiza el BCE. Esta valoración ha sido especialmente importante y compleja desde el comienzo de las tensiones financieras, ya que las características de las tensiones podrían provocar restricciones específicas sobre el crédito que, a su vez, podrían agravar su impacto macroeconómico. En este artículo se examina la evolución reciente de los préstamos al sector privado y se llega a tres conclusiones generales. En primer lugar, la crisis financiera tuvo diversos efectos sobre el crecimiento de los préstamos al sector privado de la zona del euro, aunque dichos efectos fueron limitados, debido a las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE. En segundo lugar, la comparación de la evolución observada en los préstamos con regularidades históricas de ciclos anteriores indica que, durante el ciclo económico dicha evolución fue, en general, acorde con lo que cabía esperar, especialmente si se tiene en cuenta la intensidad de la recesión. En tercer lugar, factores relacionados con la oferta de préstamos han ejercido considerables presiones a la baja sobre su crecimiento desde el inicio de las tensiones financieras a mediados de 2007, aunque, en términos cuantitativos, su importancia fue menor que la de otros factores, como los asociados a la demanda. La contracción del crédito que, en ocasiones, fue motivo de conjeturas entre los observadores externos, no se materializó.

I INTRODUCCIÓN

La intensa desaceleración económica que experimentó la zona del euro entre 2008 y 2009, así como la recuperación observada en los últimos trimestres, coincidieron con fuertes fluctuaciones de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado. Concretamente, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a dicho sector se redujo, en términos nominales, desde una tasa superior al 11% hasta situarse en niveles ligeramente negativos a finales de 2009 y principios de 2010, antes de volver a registrar valores positivos posteriormente (véase gráfico 1).

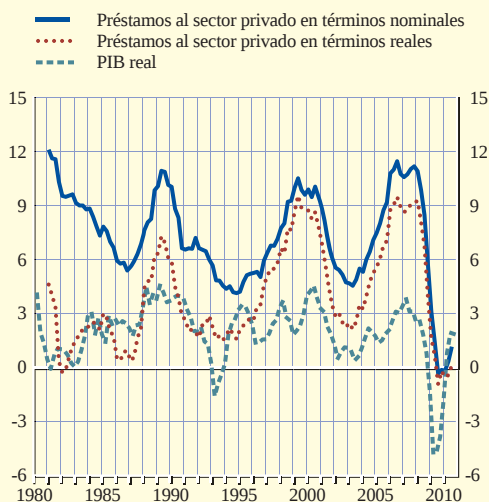
Los ciclos crediticios han sido una característica de las economías avanzadas durante mucho tiempo, y su análisis es importante a efectos de la política monetaria. Ciertamente, para el análisis monetario, la relevancia de la evolución de los préstamos concedidos al sector privado durante el ciclo tiene su origen en el hecho de que son la principal contrapartida del agregado monetario, de modo que su valoración es necesaria para comprender e interpretar la evolución monetaria¹. Además, en la zona del euro, a diferencia de Estados Unidos, los préstamos bancarios son la fuente de financiación externa más importante, no solo para los hogares, sino también para las sociedades no financieras. Por tanto, desempeñan un papel muy

destacado en la configuración de la evolución de la actividad económica y en la transmisión de la orientación de la política monetaria a la economía².

- 1 Véase, por ejemplo, L. Papademos y J. Stark (editores), *Enhancing monetary analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2010.
- 2 Para más detalles, véase el artículo titulado «La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2009.

Gráfico 1 Préstamos de las IFM al sector privado

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: La serie real se ha calculado utilizando el deflactor del PIB.

La valoración de la evolución de los préstamos al sector privado ha adquirido particular relevancia desde el comienzo de las tensiones financieras. Entre las principales preguntas que se han planteado durante los tres últimos años se incluyen las siguientes: i) la medida en que los propios mercados de crédito se han convertido en una fuente de inestabilidad, en lugar de simplemente propagar perturbaciones que tienen su origen en otros sectores de la economía; y ii) cuándo se recuperará el crecimiento de los préstamos al sector privado de la caída sin precedentes que se produjo tras la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008.

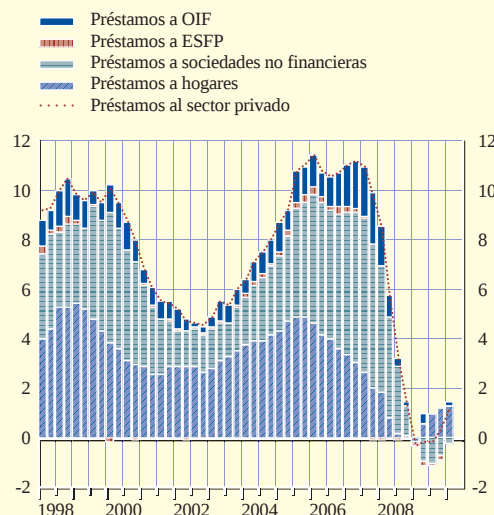
En este contexto, en la segunda sección de este artículo se analiza la evolución reciente de los préstamos al sector privado y el posible impacto causado por la reciente crisis. En la tercera sección se describen los principales hechos estilizados, o regularidades históricas, que caracterizan la evolución de los préstamos al sector privado de la zona del euro. En la cuarta se presenta una descripción de los enfoques alternativos utilizados para estimar el impacto relativo de los factores de oferta y de demanda sobre dicha evolución, y en la última sección se recogen algunas conclusiones.

2 EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA

Para valorar la magnitud del impacto de la crisis financiera reciente sobre la evolución de los préstamos bancarios es útil desglosarla por sectores institucionales individuales, ya que pueden haberse visto afectados de manera diferente por los factores específicos que han actuado durante la crisis. Ciertamente, el análisis que se va a realizar en este artículo se centra principalmente en los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras que, en promedio, han supuesto alrededor del 90% del crecimiento total de los préstamos concedidos al sector privado desde 1998 (véase gráfico 2). Esta sección, después de considerar brevemente algunos de los efectos de la crisis que pueden haber tenido solo un impacto limitado sobre la evolución general de los préstamos al sector privado, se centrará en los efectos de la crisis en el sector bancario. A continuación se

Gráfico 2 Detalle de los préstamos de las IFM al sector privado

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: «OIF» se refiere a otros intermediarios financieros (no monetarios), y «ESFP» a empresas de seguros y fondos de pensiones.

examinarán las medidas de política monetaria utilizadas para contrarrestar el impacto adverso de la crisis y, por último, la evolución de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares durante la crisis.

La crisis financiera, que comenzó a mediados de 2007 y se intensificó tras la quiebra de Lehman Brothers, provocó fuertes fluctuaciones de la actividad económica y de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y líneas de crédito. Aunque es probable que el impacto de estas fluctuaciones explique gran parte de la evolución de los préstamos durante la crisis financiera, también intervinieron otros factores. Por ejemplo, en las fases iniciales de la crisis y como consecuencia de la percepción de que habían aumentado las dificultades para acceder a la financiación bancaria, parece que las empresas utilizaron las líneas de crédito disponibles y, por tanto, mantuvieron el crecimiento del crédito en niveles elevados en unos momentos en los que la actividad económica ya se estaba desacelerando. Entre otros efectos «distorsionadores» se incluye el cierre efectivo de los mercados de titulización e

incluso efectos de «reintermediación bancaria». Sin embargo, su impacto al alza sobre el crecimiento de los préstamos quedó compensado por creces por las titulizaciones «retenidas» de las entidades de crédito, que continuaron titulizando préstamos, pero no con el fin de colocarlos en el mercado, sino de utilizar esos valores como activos de garantía en las operaciones de financiación del BCE. En una fase posterior de la crisis, la introducción de «bancos malos» en algunos países también causó un efecto distorsionador a la baja, aunque hasta ahora ha sido limitado, en el crecimiento de los préstamos al sector privado³.

En el contexto de la intensificación de la crisis financiera a partir de septiembre de 2008, las entidades de crédito comenzaron un proceso de desapalancamiento que reflejó su menor capacidad para acceder a determinadas fuentes de financiación, así como intentos de ajustar sus balances. Los principales activos de las IFM de la zona del euro se redujeron sustancialmente en 2009, pero comenzaron a aumentar de nuevo desde principios de 2010. La disminución de los activos y de las ratios de apalancamiento observada en 2009 se debió, en gran medida, a las reducciones de activos exteriores por parte de las IFM, en primer lugar y, posteriormente, de las posiciones cruzadas entre las IFM (operaciones entre IFM). Inevitablemente, los problemas de disponibilidad de fondos en el sistema bancario de la zona del euro causaron cierto impacto sobre los criterios aplicados por las entidades de crédito para la aprobación de préstamos y líneas de crédito. No obstante, es posible que este no haya sido un factor determinante de la caída del crecimiento de los préstamos al sector privado, ya que puede que las entidades hayan tratado, en cierto modo, de proteger sus relaciones con prestatarios de dicho sector. En 2010 se reinició la acumulación de activos, impulsada principalmente por los préstamos entre IFM, los activos frente al Eurosistema, los préstamos a las instituciones distintas de IFM de la zona del euro y las adquisiciones de deuda pública, aunque esta acumulación fue muy limitada en verano.

Durante la crisis, las medidas no convencionales adoptadas por el BCE han sido fundamentales para

apoyar al sistema bancario y, por tanto, también a los mercados de crédito indirectamente, ya que han mejorado sustancialmente la liquidez en el mercado y han contribuido a reducir los riesgos de financiación de las entidades de crédito. Aunque estas medidas no evitaron una disminución significativa del crecimiento de los préstamos al sector privado, es muy probable que este descenso hubiese sido más pronunciado si no se hubieran adoptado, habida cuenta de la caída de la actividad económica. Más concretamente, estas medidas, que se conocen como «medidas de apoyo reforzado al crédito», se diseñaron con el fin de mantener las condiciones de financiación y los flujos de crédito por encima de lo que se habría podido conseguir solo mediante reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE. Como consecuencia de la adopción de estas medidas a partir de octubre de 2008, los tipos de interés del mercado monetario, los diferenciales de este mercado y los tipos aplicados a los préstamos bancarios descendieron considerablemente, y la situación de liquidez de las entidades de crédito mejoró (véase gráfico 3)⁴. Estas medidas, al igual que iniciativas posteriores como el programa de adquisiciones de bonos garantizados, han contribuido a sostener la intermediación financiera en la zona del euro y han sido esenciales para mantener la disponibilidad de crédito para los hogares y las empresas.

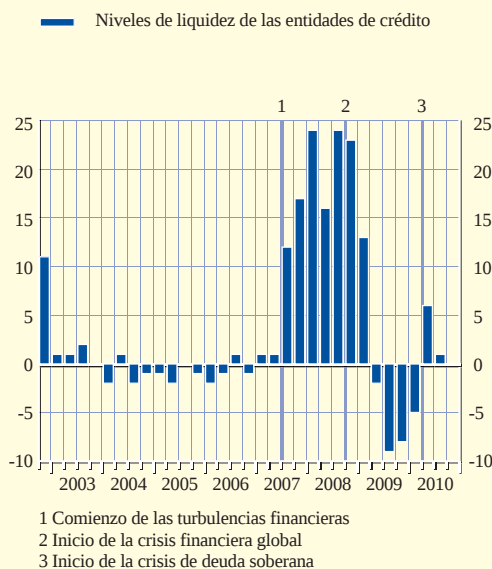
El crecimiento de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro comenzó a disminuir gradualmente en 2008 y continuó cayendo durante el primer semestre de 2010. Una explicación de la prolongada debilidad de los préstamos a este sector puede haber sido el grado aparentemente elevado de sustitución de los préstamos bancarios por la emisión de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas que tuvo lugar entre el primer semestre de 2009 y el primer

3 Para un análisis más detallado, véanse el artículo titulado «El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, noviembre de 2009, y el recuadro titulado «El impacto de los «bancos malos» sobre las estadísticas de balances de las IFM», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, marzo de 2010.

4 Para más detalles, véase el artículo titulado «La respuesta del BCE a la crisis financiera», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2010.

Gráfico 3 Indicador del nivel de liquidez de las entidades de crédito obtenido de la encuesta sobre préstamos bancarios

(porcentaje neto)

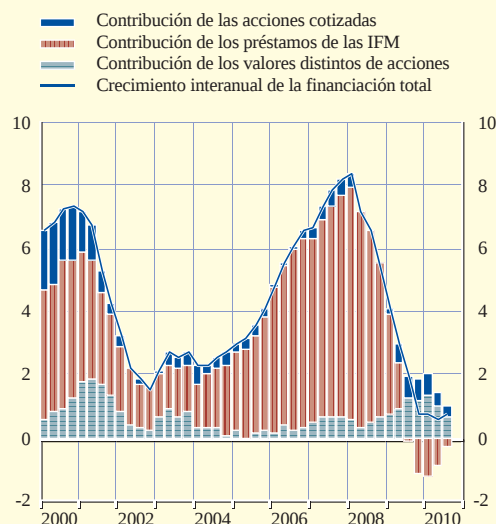


Fuente: BCE.

Notas: El indicador representa la valoración de los niveles de liquidez de las entidades de crédito como un factor que afecta a los criterios aplicados para la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas. Los porcentajes netos se definen como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que este factor ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación.

Gráfico 4 Principales fuentes de financiación de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

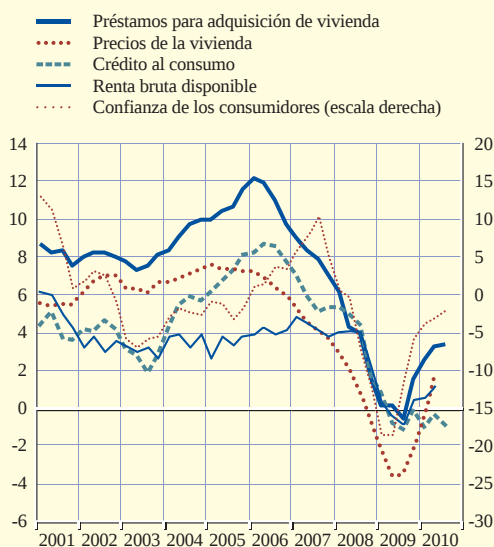
semestre de 2010 (véase gráfico 4). En términos más generales, la evolución de la financiación empresarial durante la crisis financiera indica que la debilidad de los préstamos a las sociedades no financieras obedeció, en gran parte, a una estrategia financiera, según la cual las empresas prefieren recurrir a la financiación interna o a la financiación en los mercados para reducir su endeudamiento y su dependencia de las entidades de crédito. No obstante, a priori no está clara la medida en que estas estrategias y el proceso de desintermediación asociado han sido una reacción a las mayores dificultades de acceso al crédito bancario o un reflejo de los costes relativos de la financiación. También queda por ver hasta qué punto constituye este proceso una tendencia más duradera, que puede hacer que la recuperación de los préstamos sea más débil que en episodios anteriores.

En cuanto a los préstamos concedidos a los hogares, los destinados a adquisición de vivienda y el

crédito al consumo han seguido tendencias divergentes en los últimos trimestres. Tras experimentar un acusado descenso entre 2007 y mediados de 2009, que fue paralelo a una disminución similar de los precios de la vivienda, el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda se ha recuperado considerablemente desde entonces (véase gráfico 5). En cambio, el crecimiento del crédito al consumo, que registró una caída igualmente pronunciada en ese mismo período, ha permanecido en niveles negativos en los trimestres más recientes. Por un lado, esto se debe, en parte, al débil crecimiento de la renta disponible, a la persistencia de unos niveles reducidos de confianza de los consumidores y al elevado grado de incertidumbre. Por otro, las diferencias observadas en la evolución de estos dos importantes componentes de los préstamos a los hogares, así como la debilidad de los préstamos a las sociedades no financieras, pueden estar relacionadas con la preferencia de las entidades de crédito, en épocas en las que se

Gráfico 5 Préstamos a hogares, renta disponible, precios de la vivienda y confianza de los consumidores

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: La confianza de los consumidores se presenta como la desviación con respecto a la media a largo plazo.

percibe la existencia de riesgos macroeconómicos, por conceder préstamos para adquisición de vivienda, ya que están garantizados y pueden utilizarse con mayor facilidad para respaldar bonos garantizados, cuyo mercado se ha recuperado mientras tanto. Como la evolución del mercado de la vivienda ha sido muy diferente en los distintos países de la zona del euro en los últimos años, es poco probable que el argumento relativo a los préstamos garantizados sea igualmente válido para todos los países. Sin embargo, para la zona del euro en su conjunto, el impacto de la crisis financiera sobre los préstamos para adquisición de vivienda ha sido menos intenso y persistente que en otras áreas económicas, debido a la ausencia de mercados hipotecarios *subprime* importantes y al hecho de que es muy posible que la vivienda siga percibiéndose como una inversión más segura a largo plazo, mientras que, actualmente, la mayoría de las demás inversiones a largo plazo se consideran inciertas o que ofrecen una rentabilidad reducida.

En general, la crisis financiera y las respuestas de los participantes en el mercado y de las políticas

macroeconómicas han originado una serie de factores que podrían explicar la medida en que, en los tres últimos años, el crecimiento de los préstamos ha mostrado un comportamiento diferente del que habría cabido esperar a partir de los principales determinantes macroeconómicos. En la tercera sección se considera hasta qué punto ha sido diferente la evolución del crecimiento de los préstamos.

3 REGULARIDADES HISTÓRICAS

Los hechos estilizados o regularidades históricas del ciclo económico constituyen un punto de referencia de utilidad para valorar la evolución de los préstamos y las perspectivas al respecto. Naturalmente, ningún ciclo es exactamente igual y, por tanto, es de esperar que se produzcan algunas desviaciones con respecto a dichas regularidades. No obstante, son importantes para valorar la intensidad del efecto de factores específicos en los mercados de crédito y en la economía en general en un momento determinado. Ciertamente, una pregunta que se ha planteado con frecuencia en los últimos meses ha sido si el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras comenzará a recuperarse transcurrido aproximadamente un año desde el inicio de la recuperación del crecimiento del PIB real, como se ha observado en ciclos económicos anteriores, o si factores específicos podrían aplazar el repunte.

Entre 1980 y 2010, los préstamos concedidos por las IFM al sector privado de la zona del euro aumentaron a una tasa interanual media de alrededor del 7,5%, en términos nominales, o el 4,1% en términos reales (véase cuadro). El crecimiento interanual medio de sus dos principales componentes sectoriales, los préstamos a los hogares y los préstamos a las sociedades no financieras, fue similar, tanto en términos nominales como reales. Estas tasas de crecimiento, especialmente las tasas en términos reales, pueden utilizarse como referencia de la fortaleza que cabe esperar que registre el crecimiento de los préstamos en la mitad del ciclo si no existen factores distorsionadores.

Hechos estilizados sobre los préstamos al sector privado durante el ciclo económico en la zona del euro

(porcentaje; tasas de variación interanual; número de trimestres)

	Ponderación media	Crecimiento medio	Desviación típica	Características durante el ciclo económico	Correlación máxima	Adelanto/retardo medio
Préstamos al sector privado	100,0	7,5	2,7	Procíclicos	65,4	-2
Préstamos a hogares	47,7	7,6	2,4	Procíclicos	60,7	1
Préstamos para adquisición de vivienda	28,5	9,2	3,1	Procíclicos	50,6	1
Crédito al consumo	7,0	6,7	3,2	Procíclicos	50,9	1
Otros préstamos a hogares	12,0	4,7	2,8	Procíclicos	32,9	-1
Préstamos a sociedades no financieras	44,4	7,4	4,1	Procíclicos	70,7	-3
Préstamos hasta un año	29,3	6,1	6,9	Procíclicos	75,0	-3
Préstamos a más de un año	15,1	8,1	3,2	Procíclicos	55,2	-3
Préstamos a instituciones financieras	7,9	8,5	12,1	Acíclicos	7,7	7

Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: Basados en las tasas de crecimiento interanual de datos nominales trimestrales para el período comprendido entre el primer trimestre de 1980 y el tercer trimestre de 2010, salvo indicación en contrario.

En cuanto a las características cíclicas del crecimiento de los préstamos al sector privado, puede observarse que el crecimiento interanual del total de préstamos y de los principales componentes es de carácter procíclico, es decir, tienden a mostrar una correlación positiva con el crecimiento del PIB real. Además, su grado de asociación con el ciclo tiende a ser elevado, como señala el alto valor de la correlación máxima. No obstante, el adelanto o el retardo medio del crecimiento de los préstamos tiende a variar en los distintos componentes (véase la última columna del cuadro). Ciertamente, aunque el crecimiento total de los préstamos al sector privado tiende a ir dos trimestres a la zaga del ciclo, en promedio, esto oculta patrones diferentes en los dos componentes principales. En particular, mientras que el crecimiento de los préstamos concedidos a los hogares tiende a adelantarse al ciclo un promedio de un trimestre, el de los préstamos a las sociedades no financieras tiende a presentar un retardo de unos tres trimestres. Adelantos y retardos similares se observan en los puntos de giro de las tasas de crecimiento interanual del total de préstamos y de los principales componentes, en comparación con los del crecimiento del PIB real, y los adelantos y retardos medios son también muy similares para estas series en términos reales y nominales⁵. Al mismo tiempo, las correlaciones dinámicas indican que aunque el retardo observado en el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras es estadísticamente significativo, no lo es el adelanto registrado en el crecimiento de los préstamos a los hogares. En otras

palabras, el crecimiento de los préstamos a los hogares puede clasificarse más apropiadamente como coincidente en relación con el ciclo, con un rango de incertidumbre relativamente amplio en la relación cíclica adelanto/retardo medio.

Es probable que diversos factores expliquen estas diferencias en los adelantos y retardos medios de los principales componentes de los préstamos. Por ejemplo, el carácter adelantado, o coincidente, del crecimiento de los préstamos a los hogares puede deberse a que este sector ajusta su comportamiento de gasto con relativa rapidez cuando se observan señales que apuntan a una nueva fase del ciclo económico. La caída de los precios de la vivienda y de los tipos de interés durante las desaceleraciones, por ejemplo, suele animar a algunos hogares a reanudar su demanda de préstamos para adquisición de vivienda cuando aumentan las expectativas de recuperación. En cambio, el patrón de retardo de los préstamos a las sociedades no financieras puede tener su origen en el hecho de que las empresas disponen de fuentes de financiación alternativas y pueden recurrir primero a la financiación interna, cuya disponibilidad aumenta a medida que mejoran los flujos de efectivo durante el repunte, o pueden financiarse mediante la emisión de valores. Al mismo tiempo, puede que otros factores también sean relevantes, como la posible preferencia de las entidades de crédito durante una

⁵ Véase, por ejemplo, la evidencia analizada en el recuadro titulado «Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2009.

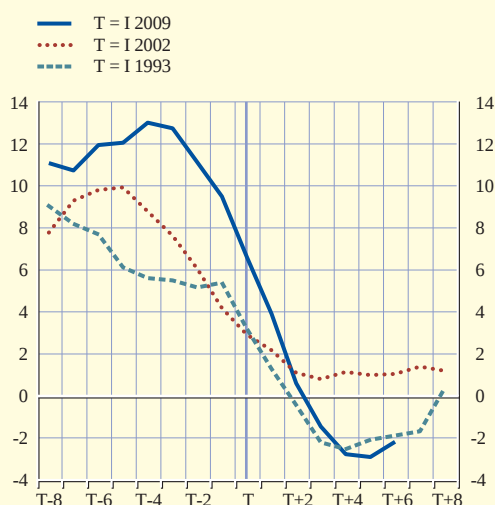
recuperación por aumentar los préstamos a los hogares, en lugar de a las empresas, porque los préstamos a los hogares, principalmente los destinados a adquisición de vivienda, están mejor garantizados, y porque la situación del balance de las empresas tarda un tiempo en mejorar.

Para interpretar la evolución reciente de los préstamos en términos de regularidades históricas puede resultar de interés centrarse en episodios de fuerte desaceleración. Al comparar la evolución de los préstamos a principios de la década de los noventa, a comienzos de la década de dos mil y las fluctuaciones actuales, se debe tener presente el hecho de que, en términos históricos, la recesión reciente fue mucho más intensa, pero también la fortaleza de la recuperación registrada en los últimos trimestres. Para realizar comparaciones históricas es más adecuado centrar la atención en las series de préstamos en términos reales, es decir, los préstamos deflactados por el deflactor del PIB, ya que el aumento de las tasas de inflación observado a principios de los años noventa, por ejemplo, distorsionaría la imagen. El gráfico 6 muestra que el

crecimiento interanual de los préstamos en términos reales a las sociedades no financieras ha descendido más en los últimos trimestres que en todos los episodios anteriores considerados, aunque la diferencia con respecto al período de principios de la década de los noventa es menor. No obstante, si el nivel mínimo registrado en el crecimiento interanual de los préstamos en términos reales en el primer trimestre de 2010 queda confirmado por datos futuros, esto situaría el repunte en unos cuatro trimestres después que el del crecimiento del PIB real, muy similar a la evolución histórica observada, en promedio, incluida la registrada en las recuperaciones de principios de la década de los noventa y de la de dos mil. El crecimiento de los préstamos en términos reales a los hogares se redujo de manera más acusada durante la desaceleración reciente que en otras anteriores (véase gráfico 7). Sin duda, esto se debió al hecho de que la contracción registrada en el mercado de la vivienda fue mucho más intensa en el episodio más reciente. Además, en este último episodio, parece que el crecimiento de los préstamos en términos reales a los hogares alcanzó un punto de giro dos trimestres

Gráfico 6 Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras durante las principales desaceleraciones y recuperaciones desde 1990

(tasas de variación interanual)

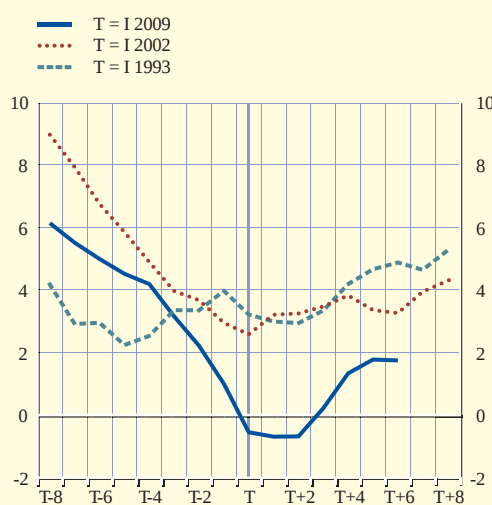


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Puntos de giro identificados por el algoritmo de Bry-Boschan aplicado a la serie de tasas de crecimiento interanual. El período T representa un trimestre en el que se identificó un mínimo en el crecimiento del PIB real durante una desaceleración importante.

Gráfico 7 Préstamos de las IFM a los hogares durante las principales desaceleraciones y recuperaciones desde 1990

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

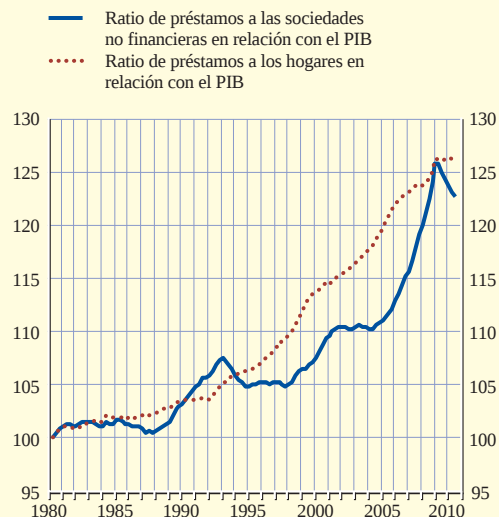
Notas: Puntos de giro identificados por el algoritmo de Bry-Boschan aplicado a la serie de tasas de crecimiento interanual. El período T representa un trimestre en el que se identificó un mínimo en el crecimiento del PIB real durante una desaceleración importante.

después del observado en el crecimiento del PIB real. Esta evolución contrasta con el patrón típico de adelanto, o coincidente, del crecimiento de los préstamos en términos reales a los hogares, pero no carece de precedentes, ya que también fue patente en la desaceleración que se produjo a principios de la década de los noventa. No obstante, el reciente repunte del crecimiento de los préstamos en términos reales concedidos a este sector parece haber sido más pronunciado que en recuperaciones anteriores, lo que puede deberse a que, en los episodios anteriores, el crecimiento de los préstamos en términos reales había disminuido mucho menos.

Pese a que el crecimiento de los préstamos en términos reales concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares se redujo más durante la última desaceleración que en episodios anteriores, si se tiene en cuenta la intensidad de la reciente recesión, esta disminución no parece haber sido excesiva. Por ejemplo, en los últimos trimestres, la ratio de préstamos a las sociedades no financieras en relación con el PIB experimentó una caída similar a la de principios de los años noventa, mientras que la ratio de préstamos a los hogares en relación con el PIB se ha mantenido prácticamente estable en los últimos trimestres, al igual que sucedió a principios de la citada década (véase gráfico 8). La

Gráfico 8 Ratios de los saldos vivos de préstamos de las IFM en relación con el PIB (normalizadas)

(porcentaje; II 1980 = 100)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

opinión de que, una vez se toma en consideración la debilidad de la actividad económica, la evolución reciente es acorde, en general, con las regularidades históricas, queda confirmada por la valoración basada en un modelo de vectores autorregresivos (VAR) bayesianos (véase recuadro 1).

Recuadro 1

VALORACIÓN BASADA EN MODELOS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS CONCEDIDOS POR LAS IFM A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DURANTE LA CRISIS FINANCIERA

La intensidad de la crisis financiera y de la desaceleración económica experimentadas recientemente ha suscitado la cuestión de si las relaciones estructurales que regían la economía de la zona del euro antes de la crisis han seguido siendo válidas, tanto durante como después de la crisis. Giannone et al. describen un modelo amplio de vectores autorregresivos (VAR) bayesianos (con 42 variables) para la zona del euro que capta las complejas relaciones dinámicas existentes entre las variables macroeconómicas, financieras, crediticias y monetarias en el período que precedió a la crisis (es decir, antes de agosto de 2007)¹. El objetivo del modelo utilizado en este recuadro es valorar si la evolución de los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras (el componente con la respuesta cíclica más intensa del total de préstamos a las sociedades no financieras) en el período de

1 Para una descripción completa del modelo, véase D. Giannone, M. Lenza y L. Reichlin, «Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area», en L. Papademos y J. Stark (editores), *Enhancing monetary analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2010, pp. 252-262.

la crisis financiera y la recesión recientes, puede explicarse por las relaciones económicas existentes antes de la crisis, después de controlar los efectos derivados de la intensidad de esta última recesión económica.

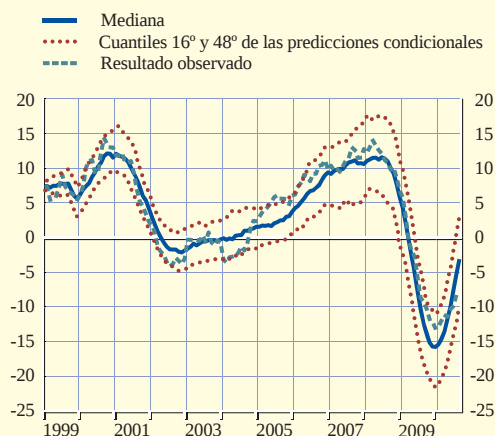
Con el fin de tener en cuenta la estructura económica de la zona del euro antes de la crisis financiera, el modelo se estima con datos para el período comprendido hasta julio de 2007. A continuación, dados los parámetros estimados por el modelo VAR, se calculan las expectativas para todas las variables incluidas en el modelo para el período comprendido entre enero de 1999 y agosto de 2010, condicionadas a: i) los valores de todas las variables hasta diciembre de 1998, y ii) únicamente los de las variables macroeconómicas reales (es decir, la producción industrial en la zona del euro y en Estados Unidos, y el desempleo en la zona del euro) entre enero de 1999 y agosto de 2010. De este modo, las predicciones solo están supeditadas a las perturbaciones que determinaron el ciclo económico en la zona del euro en la pasada década. Por último, las expectativas condicionales se comparan con los resultados correspondientes.

En vista del hecho de que los parámetros estimados por el modelo VAR reflejan la estructura económica de la zona del euro hasta julio de 2007, la comparación de las predicciones del modelo y el resultado observado debe interpretarse de manera diferente al considerar los períodos previos y posteriores a la crisis. Si para una variable específica ya aparecen diferencias importantes entre ambos datos en el período anterior a la crisis, la conclusión más plausible es que la variable considerada no sea muy cíclica, es decir, que fuentes de fluctuaciones distintas de las perturbaciones que determinan el ciclo económico sean relevantes para explicar su evolución. La comparación de los resultados y las expectativas para el período anterior a la crisis basados en variables de la actividad real pueden considerarse un examen preliminar del carácter cíclico de las variables incluidas en el modelo.

En cambio, si surgen discrepancias importantes entre el resultado y las expectativas, sobre todo en el período posterior a la crisis, en tal caso es más probable que se deban a un cambio en las relaciones dinámicas que vinculan las variables al resto de la economía. En el gráfico se presentan los resultados del ejercicio anteriormente mencionado para las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras. La línea verde discontinua se refiere al resultado observado, mientras que la línea azul continua y las dos líneas rojas punteadas se refieren a la mediana y a los cuantiles 16° y 48°, respectivamente, de la distribución de las predicciones, y muestra que ambas cifras son muy similares durante el período analizado para las citadas tasas, y que no se registraron anomalías durante la crisis. Además, parece que la evolución de los préstamos en el período posterior a la crisis no resultó muy sorprendente, habida cuenta de la situación del ciclo económico. En otras palabras, durante la crisis financiera, no parece que los mercados de crédito de la zona del euro se comportaran de manera distinta de lo que habría cabido esperar en función del estado y de las perspectivas del ciclo económico y de las regularidades empíricas del período anterior a la crisis.

Préstamos a corto plazo concedidos por las IFM a las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: La línea azul continua del gráfico es la mediana, mientras que las líneas rojas punteadas representan los cuantiles 16° y 48° de la distribución de las predicciones condicionales. La línea verde discontinua se refiere al resultado observado.

4 FACTORES QUE INFLUYEN EN LA DEMANDA FRENTE A LOS QUE INFLUYEN EN LA OFERTA

CONSIDERACIONES GENERALES

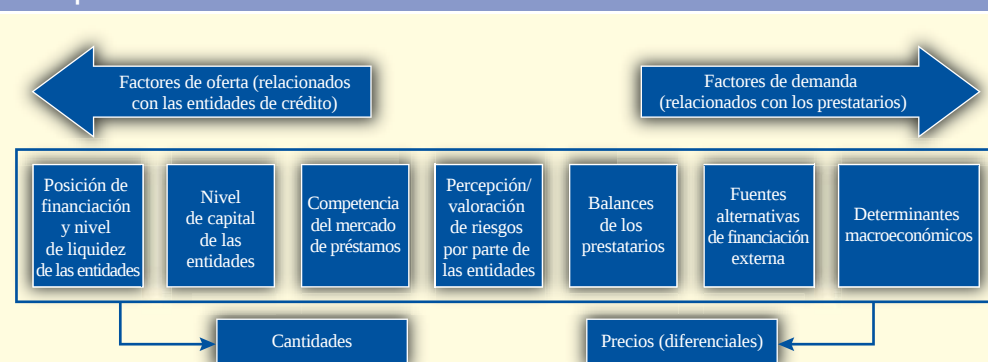
Aunque las regularidades históricas constituyen un punto de referencia útil, no permiten realizar una distinción entre las influencias por el lado de la demanda y por el de la oferta en la evolución de los préstamos, lo que es importante desde la perspectiva de la política económica. Por ejemplo, las repercusiones para esta son muy distintas si los préstamos al sector privado no crecen lo suficiente como para apoyar a la economía debido a una menor disponibilidad de capital y de fuentes de financiación estables en el sistema bancario, o porque los posibles prestatarios no solicitan préstamos por un gasto y unas oportunidades de inversión limitados. Al mismo tiempo, los factores de oferta y de demanda resultan muy difíciles de valorar por diversos motivos.

En primer lugar, desde un punto de vista conceptual, en ocasiones resulta difícil distinguir los factores relacionados con la oferta de crédito de otros factores. En general, la oferta de crédito está determinada por la capacidad y la disposición de las entidades de crédito a conceder préstamos que, a su vez, pueden depender de factores relacionados con la propia situación de financiación de las entidades, de la disponibilidad y el precio de la financiación que se refleja en la gestión de la liquidez, de las restricciones asociadas a su nivel de

capital (que también dependen de la composición de sus carteras de activos) y de la competencia de otras entidades en el mercado de préstamos (véase gráfico 9). Los factores anteriormente mencionados están relacionados principalmente con efectos por el lado de la oferta, pero es posible que en otros casos actúen simultáneamente factores de oferta y de demanda, que pueden solaparse o interferirse. Por ejemplo, un canal de influencia en la evolución de los préstamos en los que el solapamiento es más obvio es la percepción de las entidades de crédito de los riesgos asociados a posibles prestatarios. La clasificación de este factor como factor relacionado con la oferta o la demanda depende de la información a disposición de las entidades de crédito, de cómo evalúan el riesgo y de su nivel de aversión al riesgo, así como de la situación efectiva de los balances de los prestatarios y de sus perspectivas económicas. Desde el punto de vista de los posibles prestatarios, la demanda de préstamos se ve afectada por las condiciones y las perspectivas macroeconómicas generales, por la situación específica de los prestatarios (como los balances y los ingresos de empresas y hogares concretos) y por las perspectivas relacionadas con fuentes de financiación alternativas y su disponibilidad (acceso y precio), como los valores de renta fija y la financiación interna en el caso de las sociedades no financieras.

Aunque el racionamiento del crédito con frecuencia se entiende en términos de cantidades, la oferta

Gráfico 9 Presentación esquemática de factores de oferta y de demanda que influyen en la evolución de los préstamos



Fuente: BCE.

también puede reducirse a través de factores incluidos en el precio (como es el caso de las primas de riesgo). En general, el volumen de préstamos que se ofrece al mercado dependerá de su precio, al igual que la cantidad de préstamos solicitados, de forma que los precios siempre influirán en las cantidades. Por diversos motivos relacionados, por ejemplo, con problemas de asimetrías de información, las entidades de crédito pueden restringir los préstamos incluso si los prestatarios están dispuestos a pagar el precio exigido (como sucedería al aceptar condiciones específicas relacionadas con el precio). El caso extremo de estas restricciones en las condiciones no relacionadas con el precio es una «contracción del crédito», que se produce cuando las entidades de crédito restringen la oferta de préstamos con independencia de la disposición de los prestatarios a pagar el precio exigido o un precio más alto.

En segundo lugar, la medición de estos factores es una tarea compleja. A tal fin es importante realizar un seguimiento y analizar varios indicadores relevantes. A este respecto, la perspectiva sectorial es clave, ya que es probable que los préstamos a los hogares, a las sociedades no financieras y a otros intermediarios financieros estén determinados, en cierta medida, por factores diferentes. Además, es necesario combinar distintos tipos de indicadores. Por ejemplo, es importante valorar un posible descenso del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras conjuntamente con las fuentes de financiación alternativas de las empresas, lo que puede apuntar a una simple sustitución de fuentes de financiación. Si ese es el caso, resulta de utilidad valorar si dicha sustitución es voluntaria o forzosa, en cuyo caso deben tenerse en cuenta otros indicadores relacionados con el coste de estas fuentes de financiación alternativas (diferenciales alternativos). También puede obtenerse información relevante de encuestas, como la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE y la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro. Aunque la valoración de los indicadores y los datos disponibles puede contribuir sustancialmente a interpretar la evolución de los préstamos, el análisis debe completarse con estimaciones cuantitativas

de la importancia relativa de los factores de oferta y de demanda.

En tercer lugar, con frecuencia, las estimaciones de los factores de oferta y de demanda dependen del modelo utilizado, y varían en función del enfoque y de las especificaciones del modelo. Se pueden realizar estimaciones a partir de enfoques que comprenden desde modelos basados en series temporales, como regresiones usando indicadores obtenidos de la encuesta sobre préstamos bancarios, hasta modelos estructurales, como un modelo VAR estructural o modelos de equilibrio general dinámico y estocástico. Se ha de tener presente que las estimaciones de la influencia de factores relacionados con la oferta de crédito obtenidas a partir de estos modelos también pueden variar porque cada enfoque capta factores distintos cuyos efectos no se corresponden plenamente. Ciertamente, los modelos basados en series temporales son los que mejor pueden captar alguna correlación entre los indicadores procedentes de encuestas que pueden asociarse a la oferta de crédito y la evolución de los préstamos. En cambio, como los modelos estructurales tienen su origen en la teoría económica, permiten realizar un análisis de causalidad y se sustentan en una diferenciación entre las perturbaciones de carácter estructural que son resultado de cambios inesperados en el comportamiento típico o en desviaciones respecto a dicho comportamiento, y los mecanismos de transmisión. Las primeras, que pueden incluir alteraciones de la oferta de crédito, por ejemplo, conllevan factores que generan fluctuaciones que luego se transmiten mediante diversos mecanismos de propagación, de los que algunos actúan a través de los mercados de crédito. En general, conviene contrastar los resultados obtenidos de los distintos enfoques, aunque es importante tener presente el carácter diferente de las estimaciones.

EVIDENCIA BASADA EN ENCUESTAS

Se puede obtener evidencia cualitativa acerca de la importancia de diversos factores de oferta y de demanda que influyen en la evolución de los préstamos, a partir de indicadores obtenidos de la encuesta sobre préstamos bancarios, que proporciona información sobre la demanda de préstamos y sobre los

criterios aplicados por las entidades de crédito para la aprobación de préstamos y líneas de crédito⁶.

Al utilizar el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos de la encuesta sobre préstamos bancarios como indicador de la influencia de la oferta sobre la evolución de los préstamos, se ha de tener presente que esta serie incluye factores diferentes que pueden clasificarse en tres grupos («percepción de riesgos», «disponibilidad de fondos» y «competencia»). Los factores relacionados con la «percepción de riesgos» resumen la valoración de las entidades de crédito del impacto de las condiciones macroeconómicas sobre los perfiles de riesgo y la solvencia de los prestatarios. Esto puede considerarse una influencia por el lado de la oferta en la medida en que determina la disposición de las entidades de crédito a conceder préstamos. No obstante, hasta cierto punto, refleja también una reacción habitual durante el ciclo económico que no indica un efecto por el lado de la oferta, en los casos en los que el propio sector bancario es el origen de la reducción del crédito. A este respecto, el factor que pue-

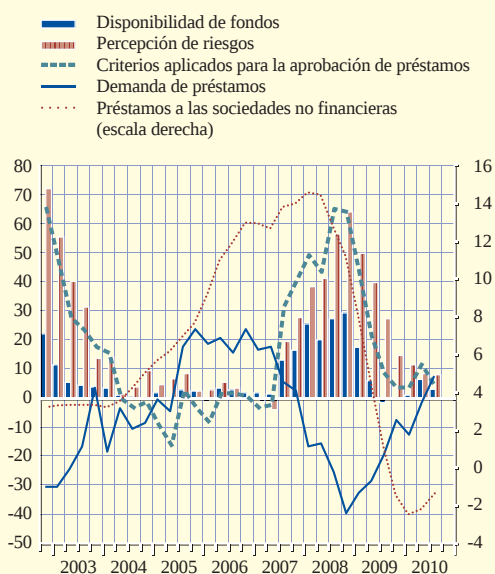
de interpretarse como factor «puro» de oferta es la «disponibilidad de fondos» (en el sentido de que sirve para aproximar el «canal del crédito bancario» de la transmisión de la política monetaria), ya que se asociaría a un escenario de contracción del crédito, por ejemplo, mientras que la «percepción de riesgos» también incluye información relacionada con la demanda de préstamos. El factor «competencia» incluye la competencia de otras entidades de crédito, de entidades no bancarias y de la financiación en los mercados. Aunque este factor ha desempeñado un destacado papel en el pasado, ha demostrado ser menos importante para explicar la evolución en el ciclo durante la crisis financiera, y por tanto no se va a analizar en los apartados que siguen a continuación.

Los gráficos 10 y 11 muestran que, en 2008, el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito resultante de factores relacionados con la disponibilidad de fondos alcanzó el nivel más elevado obser-

6 Véase el *Bank Lending Survey for The euro area*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2010.

Gráfico 10 Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras e indicadores relacionados de la encuesta sobre préstamos bancarios

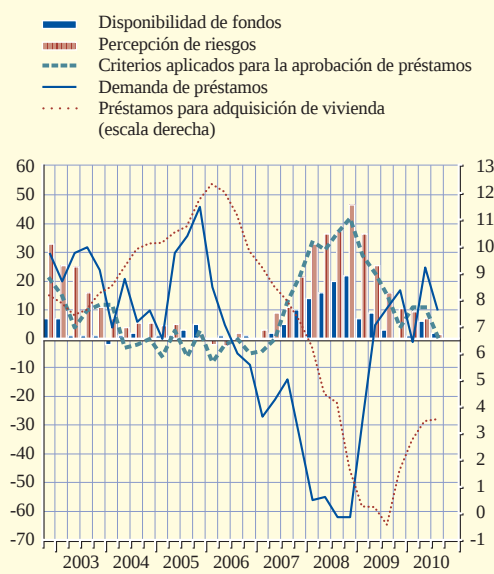
(porcentaje neto; tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Gráfico 11 Préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda e indicadores relacionados de la encuesta sobre préstamos bancarios

(porcentaje neto; tasas de variación interanual)



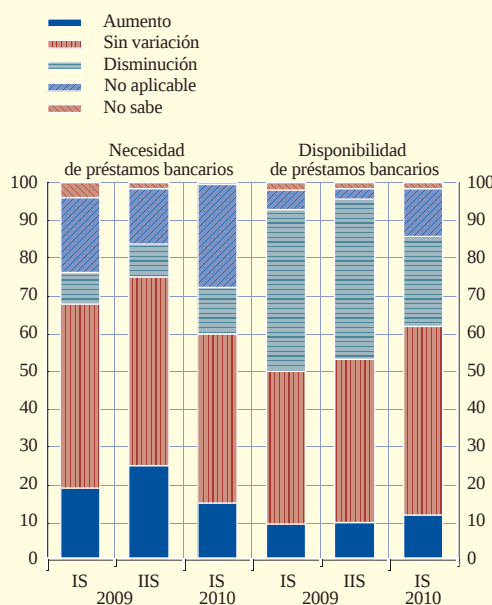
Fuente: BCE.

vado desde que comenzó a realizarse la encuesta sobre préstamos bancarios (a principios de 2003, con información a partir de finales 2002) tanto en el caso de las sociedades no financieras como en el de los hogares (préstamos para adquisición de vivienda). Esto indica que es posible que las restricciones «puras» por el lado de la oferta para la concesión de préstamos bancarios hayan sido la causa de una parte significativa de la desaceleración observada en esta actividad. Los datos de la encuesta también indican que, en términos relativos, los factores que se resumen en la categoría denominada «percepción de riesgos» claramente han desempeñado un papel bastante más relevante. La importancia de la evolución de la demanda de préstamos queda confirmada por su indicador, que ha caído de forma acusada desde el comienzo de la crisis financiera y que registró mínimos históricos hacia finales de 2008. A partir de 2009, los criterios aplicados para la aprobación de préstamos se han endurecido de forma gradualmente decreciente, mientras que la disponibilidad de fondos ha tenido una influencia menor y la demanda parece haberse recuperado progresivamente.

La evidencia procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios puede complementarse con los resultados de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro. La encuesta más reciente sugiere que las empresas de menor tamaño se vieron afectadas por restricciones en la oferta de crédito en mayor medida que las empresas más grandes en 2009 y en el primer semestre de 2010⁷. Al mismo tiempo, esta encuesta indica que las necesidades de financiación externa tendieron a disminuir en el primer semestre de 2010, posiblemente debido a la mejora de la situación en lo que respecta a la financiación interna (véase gráfico 12). Además, se observaron algunas señales de mejora en la disponibilidad de financiación externa. En general, la percepción de las pequeñas y las medianas empresas continuó siendo que la disponibilidad de fuentes de financiación externa se había deteriorado en general, aunque parece que este deterioro fue bastante menos acusado que en 2009. Los resultados de la encuesta también apuntan a una mayor tasa de éxito al solicitar un préstamo

Gráfico 12 Valoración de las pymes de la zona del euro de sus necesidades de préstamos bancarios y de su disponibilidad

(porcentaje neto)



Fuente: BCE.

Nota: IS 2010 corresponde al período comprendido entre marzo y septiembre de 2010.

bancario y a una disposición algo mejor de las entidades de crédito a conceder préstamos, en un contexto de mejora general de las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas. La percepción de la situación de las grandes empresas fue más favorable que las de las pymes. Ciertamente, las grandes empresas señalaron que, en el primer semestre de 2010, la disponibilidad de financiación externa había aumentado, en términos netos, en casi todas las fuentes de financiación existentes.

En general, los datos procedentes de las encuestas indican que los factores de oferta supusieron una limitación para el crecimiento de los préstamos al sector privado durante la mayor parte de 2008 y 2009, pero también indican que su influencia ha disminuido considerablemente en los últimos trimestres. Los datos también sugieren que factores de demanda desempeñaron un papel clave durante la crisis y la subsiguiente recuperación.

⁷ Véase el *Survey on The access to finance of SMES in the euro area: March to September 2010*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2010.

EVIDENCIA BASADA EN MODELOS

Aunque los modelos en forma reducida pueden proporcionar algunas estimaciones del impacto de determinados factores de oferta sobre el crecimiento de los préstamos, únicamente los modelos estructurales permiten realizar un análisis de causalidad. Para ilustrar este enfoque, los gráficos 13 y 14 muestran la descomposición del crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares distinguiendo las contribuciones de distintas perturbaciones utilizando un modelo VAR estructural. El modelo identifica, entre otras, las perturbaciones en la oferta de préstamos, imponiendo restricciones de signo a las funciones impulso-respuesta basadas en la teoría económica (para más detalles, véase el recuadro 2). La descomposición sugiere que las perturbaciones en la oferta de préstamos no han sido uno de los principales factores determinantes del crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero desde que comenzara la crisis financiera a mediados de 2007, si bien su impacto ha sido reseñable, especialmente en algunos trimestres.

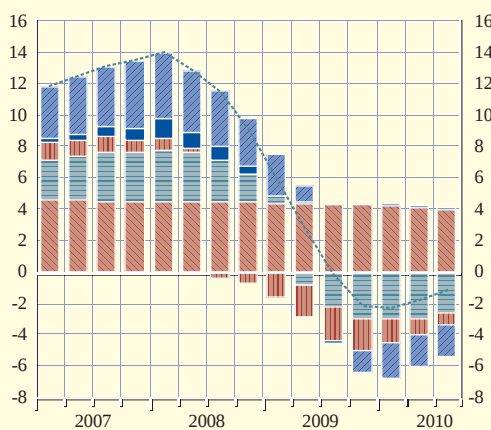
Durante la fase inicial de la crisis financiera, las perturbaciones en la oferta de préstamos tuvieron un efecto positivo, que desapareció gradualmente. En el segundo trimestre de 2009, estas perturbaciones empezaron a causar un notable impacto a la baja sobre el crecimiento de los préstamos. En términos relativos, afectaron en mayor medida al patrón de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras que al de los hogares. Ciertamente, con arreglo a estas estimaciones, en el caso de las empresas, estas perturbaciones supusieron casi la mitad de la desviación a la baja del crecimiento de los préstamos respecto al crecimiento tendencial registrado entre el segundo trimestre de 2009 y el tercer trimestre de 2010. En cambio, en el caso de los préstamos a los hogares, solo representaron alrededor de una cuarta parte del impacto a la baja en ese mismo período.

Al mismo tiempo, otras perturbaciones, especialmente las de demanda agregada (una categoría que incluye perturbaciones que afectan al

Gráfico 13 Descomposición histórica del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro basada en un modelo VAR estructural

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

- Contribución de perturbaciones de la oferta agregada
- ▨ Contribución de perturbaciones de la demanda agregada
- ▤ Contribución de perturbaciones en la oferta de crédito
- ▥ Contribución de otras perturbaciones
- Previsión base (tendencia)
- Préstamos a las sociedades no financieras

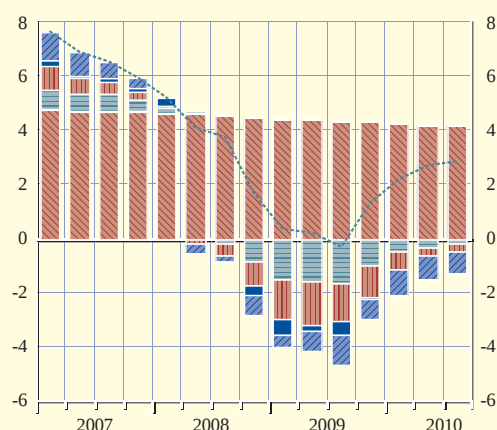


Fuente: BCE.

Gráfico 14 Descomposición histórica del crecimiento de los préstamos a los hogares de la zona del euro basada en un modelo VAR estructural

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

- Contribución de perturbaciones de la oferta agregada
- ▨ Contribución de perturbaciones de la demanda agregada
- ▤ Contribución de perturbaciones en la oferta de crédito
- ▥ Contribución de otras perturbaciones
- Previsión base (tendencia)
- Préstamos a los hogares



Fuente: BCE.

consumo, a la inversión, a la política fiscal y a la política monetaria) parecen haber contribuido sensiblemente a la moderación observada recientemente en el crecimiento de los préstamos. Este tipo de perturbaciones probablemente implicó una respuesta sistemática de la demanda y la oferta de préstamos (como parte de los mecanismos de propagación) que puede explicar gran parte del crecimiento de los préstamos. Estas perturbaciones empezaron a afectar negativamente a la evolución del crecimiento de los préstamos a mediados de 2008, antes de que se produjeran perturbaciones en la oferta de crédito, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras. Por tanto, la evidencia que aporta este modelo indica que, aunque las perturbaciones en la oferta de préstamos han desempeñado un papel no desdeñable, otros factores han configurado, en gran medida, el patrón de crecimiento de los préstamos al sector privado desde el comienzo de la crisis financiera, de

los que muchos pueden asociarse a factores de demanda.

Los modelos estructurales pueden tener en cuenta varios canales importantes a través de los cuales las perturbaciones en la oferta de préstamos influyen en la economía, demostrando que pueden afectar al PIB real de diversas maneras. En el recuadro 2, titulado «Análisis del impacto de factores de oferta del crédito sobre la actividad económica utilizando modelos estructurales», se describe la manera en que modelos estructurales alternativos pueden mejorar el análisis del impacto de factores relacionados con la oferta de crédito sobre la economía en su conjunto. La principal conclusión del análisis que se presenta en el recuadro, es que el impacto de los factores de oferta del crédito sobre el crecimiento interanual del PIB real ha sido significativo, especialmente en 2009, aunque disminuyó gradualmente en 2010 y pasó a tener una importancia secundaria en el tercer trimestre.

Recuadro 2

ANÁLISIS DEL IMPACTO DE FACTORES RELACIONADOS CON LA OFERTA DE CRÉDITO SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA UTILIZANDO MODELOS ESTRUCTURALES

Los modelos estructurales, ampliamente definidos en este recuadro como modelos que tienen un vínculo directo con la teoría económica, constituyen un punto de referencia natural para identificar y realizar un análisis cuantitativo de los factores que determinan la evolución de los préstamos al sector privado. Estos modelos incluyen una amplia gama de enfoques, que abarcan desde modelos con mayor base teórica, como los modelos de equilibrio general dinámico y estocástico (modelos DSGE), hasta modelos que se basan en mayor medida en datos, como los modelos de vectores autorregresivos (modelos VAR) estructurales. Estos modelos permiten realizar un análisis de causalidad del impacto sobre la economía de factores relacionados con el crédito y tienen en cuenta (más o menos explícitamente) los principales canales a través de los que las perturbaciones se transmiten a la economía. En este recuadro se describe la manera en que el análisis de la evolución de los préstamos puede mejorarse con dos tipos de modelos estructurales, concretamente el modelo VAR estructural y el modelo DSGE. Las estimaciones de los dos modelos se han realizado con datos de la zona del euro e incluyen los préstamos al sector privado. En particular, se examinan dos ejemplos del modelo VAR estructural y un ejemplo del modelo DSGE.

Los modelos utilizados

El primer modelo utilizado es un modelo VAR estructural que identifica perturbaciones en la oferta de préstamos, entre otros tipos de perturbación (perturbaciones en la demanda agregada y perturba-

ciones en la oferta agregada), imponiendo restricciones de signo basadas en la teoría económica¹. El segundo modelo es el modelo DSGE desarrollado por Darracq et al². En este modelo, el conjunto de perturbaciones «financieras» incluye alteraciones de los márgenes de los tipos de interés de los préstamos, el riesgo de crédito de los prestatarios, las relaciones préstamo-valor y fricciones relacionadas con el capital de las entidades de crédito. Por tanto, las perturbaciones «financieras» representan factores relacionados o no con el precio que influyen en la oferta de crédito. Un tercer enfoque para identificar una perturbación en la oferta de crédito es el uso directo de información procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE. Se emplea una metodología de panel VAR para utilizar la información de corte transversal generada por los países individuales de la zona del euro, como sugieren Ciccarelli et al³. Se adopta una especificación VAR para aprovechar plenamente los diferenciales de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras.

Los modelos estructurales permiten descomponer cada serie del modelo en términos de las contribuciones de las diversas perturbaciones estructurales. Estos modelos suponen que, si no se producen perturbaciones, las variables permanecerían en valores estacionarios (o en la media a largo plazo). Por tanto, es posible descomponer las desviaciones de cada una de las series respecto a su media para cada trimestre, en términos de las contribuciones de las perturbaciones que se produjeron en ese trimestre y del impacto de perturbaciones registradas en trimestres anteriores, cuyos efectos persisten como consecuencia de los mecanismos de propagación. Esta descomposición estructural presenta diferencias con respecto a la descomposición obtenida de modelos en forma reducida, ya que estos últimos son estadísticos por naturaleza y no se prestan a una interpretación estructural. Al mismo tiempo, es necesario actuar con cautela al comparar la descomposición de las perturbaciones en diversos modelos estructurales, ya que al estar definidas en un sentido amplio, como las «perturbaciones en la oferta de crédito», pueden haber sido causadas por factores muy diferentes, en función de la especificación concreta de los modelos.

Evidencia sobre el efecto de los factores relacionados con la oferta de crédito sobre el PIB real

Las descomposiciones del crecimiento del PIB real basadas en estos tres modelos presentan algunas diferencias, pero también algunas similitudes importantes. Estas diferencias se deben, en parte, al hecho de que el conjunto de perturbaciones identificadas muestran algunas divergencias. Este recuadro se centra en el impacto estimado de los factores relacionados con la oferta de crédito sobre el crecimiento del PIB real y, a este respecto, los resultados de los modelos son bastante similares.

- 1 El modelo se estima utilizando cinco variables: el PIB real, el deflactor del PIB, los tipos de interés a corto plazo (EURIBOR), el diferencial entre los tipos de interés aplicados a los préstamos y los tipos a corto plazo, y el volumen de préstamos. En cuanto a la identificación de las perturbaciones estructurales, por ejemplo, las asociadas a la oferta de préstamos se identifican a partir de las respuestas de algunas variables: una perturbación expansiva en la oferta de préstamos (es decir, una perturbación que genera un aumento del PIB real) implicaría una reducción del diferencial y un incremento del volumen de préstamos en el mismo trimestre.
- 2 Véase M. Darracq Paries, C. Kok Sorensen y D. Rodríguez Palenzuela, *Macroeconomic propagation under different regulatory regimes: Evidence from an estimated DSGE model for the euro area*, Working Paper Series, n.º 1251, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2010. El modelo incorpora un sector bancario monopolístico y fricciones relacionadas con el capital de las entidades de crédito, y se estima a partir de datos de la zona del euro que incluyen los préstamos bancarios y los tipos de interés aplicados a los préstamos y líneas de crédito.
- 3 Véase M. Ciccarelli, A. Maddaloni y J. L. Peydró, *Trusting the bankers: a new look at the credit channel of monetary policy*, Working Paper Series, n.º 1228, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2010. Concretamente, el modelo incluye la tasa de crecimiento interanual del PIB, la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB, las condiciones de demanda y las de oferta de los préstamos a las sociedades no financieras señaladas en la encuesta sobre préstamos bancarios, los diferenciales a corto y a largo plazo de los préstamos a las sociedades no financieras, y la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a este sector. El modelo impone un mecanismo estático de identificación de perturbaciones utilizando el orden de Cholesky de las variables, como se ha mencionado anteriormente, y las perturbaciones en las condiciones de oferta del crédito de la encuesta sobre préstamos bancarios se interpretan como perturbaciones en la oferta de crédito.

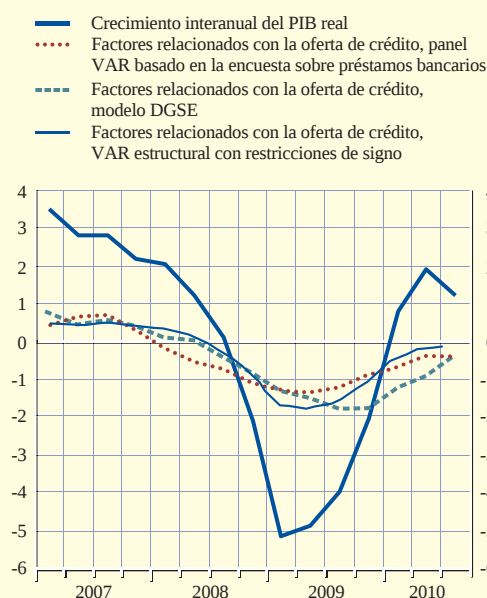
Ciertamente, los tres modelos señalan que las perturbaciones en la oferta de préstamos no han estado entre los principales factores determinantes del crecimiento del PIB real desde el comienzo de la crisis financiera a mediados de 2007, aunque su efecto ha sido reseñable en algunos trimestres (véase gráfico). Durante las fases iniciales de la crisis financiera, las perturbaciones en la oferta de préstamos solo tuvieron un impacto menor sobre la actividad económica. No obstante, en el cuarto trimestre de 2008, su efecto ya había provocado un impacto a la baja perceptible, y en general representó casi una tercera parte de la desviación del crecimiento del PIB real con respecto al crecimiento tendencial entre el tercer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2010. En el primer semestre de 2009, cuando el citado impacto fue más intenso, estas perturbaciones supusieron casi 2 puntos porcentuales del descenso del crecimiento del PIB real.

Al mismo tiempo, perturbaciones distintas de las que pueden asociarse con la oferta de préstamos (incluidas las perturbaciones de la oferta agregada, como perturbaciones tecnológicas o perturbaciones que afectan a los costes de producción, y perturbaciones de la demanda agregada, como perturbaciones que afectan al consumo y a la inversión) parecen haber contribuido sustancialmente a la moderación del crecimiento del PIB real registrada en 2008 y 2009. El papel de estas puede valorarse observando la diferencia entre el crecimiento efectivo del PIB real y el impacto estimado de los factores relacionados con la oferta de préstamos. Por tanto, la evidencia que proporcionan estos modelos indica que, aunque las perturbaciones en la oferta de préstamos han desempeñado un papel no desdeñable, han sido otros factores los que principalmente han configurado el patrón de crecimiento de los préstamos al sector privado desde el comienzo de la crisis financiera.

En general, las estimaciones presentadas a partir de distintos modelos estructurales apuntan a un impacto perceptible de los factores relacionados con la oferta de crédito sobre el crecimiento interanual del PIB real, especialmente en 2009. Se ha de mencionar que tanto la magnitud como el perfil del impacto estimado de estos factores sobre la actividad económica son muy similares, pese a las diferencias en los modelos. Al mismo tiempo, las estimaciones también proporcionan mensajes coherentes en lo que respecta a la valoración general de los efectos resultantes de factores distintos de los relacionados con la oferta de crédito, que han sido relativamente más importantes.

Comparación del impacto de factores relacionados con la oferta de crédito sobre el crecimiento interanual del PIB real en las estimaciones de los modelos

(tasa de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

5 CONCLUSIONES

Las características y la magnitud de las tensiones financieras que se han producido desde mediados de 2007 indican que la evolución de los préstamos

puede haber seguido un patrón claramente diferente al observado en ciclos económicos y crediticios anteriores. Concretamente, los problemas en el sector bancario, las tendencias hacia la desintermediación en la financiación del sector de sociedades

no financieras y la aguda crisis que se registró en los mercados de la vivienda de algunos países de la zona del euro, indican que, en estos momentos, es posible que el crecimiento de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras no siga un perfil acorde con las regularidades históricas de anteriores ciclos.

No obstante, el análisis sugiere que si se tiene en cuenta la especial intensidad de la reciente recesión, la evolución del crecimiento de los préstamos al sector privado parece haber sido acorde, en líneas generales, con las regularidades históricas del ciclo económico. El impacto de la crisis financiera fue significativo, pero se vio considerablemente limitado por las medidas de política monetaria no convencionales que se adoptaron.

La evidencia basada en modelos indica que factores relacionados con la oferta de préstamos han tenido un impacto a la baja significativo sobre el crecimiento de los préstamos desde el inicio de las

tensiones financieras a mediados de 2007. Al mismo tiempo, la valoración del papel relativo desempeñado por los factores de oferta demuestra que otros factores, entre los que se incluyen los relacionados con la demanda, fueron más importantes, en términos cuantitativos, que los asociados con la oferta de préstamos. El temor a que se produjera una contracción del crédito, expresado en ocasiones por observadores externos, no se materializó.

De cara al futuro persisten algunos riesgos. En particular, la crisis de deuda soberana que comenzó en 2010 también ha afectado a los mercados de crédito de algunos países de la zona del euro, especialmente en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras, aunque el impacto a escala de la zona en su conjunto ha sido limitado. Además, por el lado de la oferta, sigue existiendo cierta incertidumbre en cuanto al ajuste de los balances de las entidades de crédito en el futuro. Por tanto, es necesario realizar un seguimiento atento y continuado de los mercados de crédito de la zona del euro.