

La política monetària està aconseguint refredar l'activitat? Una primera avaluació

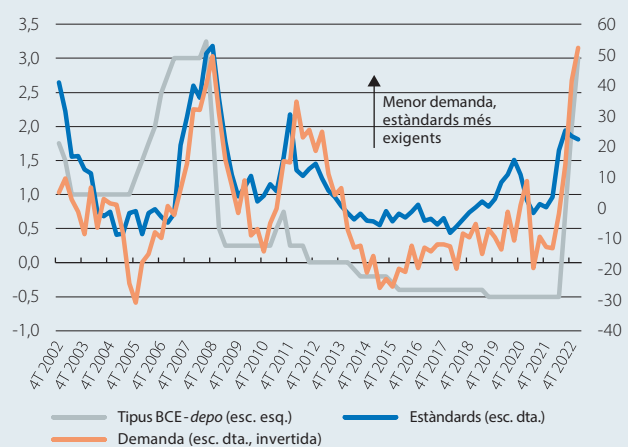
En la seva lluita contra la inflació, la política monetària s'ha endurit de manera notable, com és clarament visible en els tipus d'interès oficials i en els que afronten les empreses, les famílies i els governs. Però aquests tipus d'interès no són una finalitat en si mateixos, sinó que l'objectiu últim és refredar l'activitat econòmica i, d'aquesta manera, frenar la inflació. Així, analitzem l'estat de la transmissió monetària a través d'un dels seus principals canals: les condicions creditícies.

Els increments de tipus de la Fed i del BCE (+500 p. b. i +375 p. b., respectivament) s'han traduït en un enduriment dels estàndards crediticis i en una feblesa de la demanda de crèdit. Així ho reflecteixen les últimes enquestes al sector bancari que elaboren la Fed i el BCE (en concret, la BLS a Europa i l'SLOOS als EUA),¹ que no solament recullen aquest tensionament acumulat fins al 1T 2023, sinó que, per a la zona de l'euro, també assenyalen que ja s'hauria assolit un pic i apunten a una desacceleració en la velocitat de l'enduriment de cara al 2T 2023 (que com que seria coherent amb l'expectativa que els tipus oficials de la Fed i del BCE ja hagin assolit el topall o estiguin a prop de fer-ho).²

En aquest context de tipus més alts, d'estàndards més exigents i de reducció de la demanda, seria natural observar un menor dinamisme dels volums de crèdit. Per aquest motiu, és útil analitzar el comportament de l'anomenat «impuls del crèdit», que definim com la variació del saldo viu del crèdit menys la seva variació en el mateix període de l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal).³ Aquesta mesura mostra una associació elevada amb el creixement del PIB i ens permet valorar les dinàmiques del crèdit en termes de la seva importància per a l'activitat econòmica.⁴ En els últims mesos, l'impuls del crèdit s'ha deteriorat, i ho ha fet, i això és especialment rellevant, en una magnitud coherent amb el tensionament observat en els estàndards i en la demanda de crèdit, la qual cosa també suggereix una bona transmissió de l'enduriment monetari dut a terme per la Fed i pel BCE.

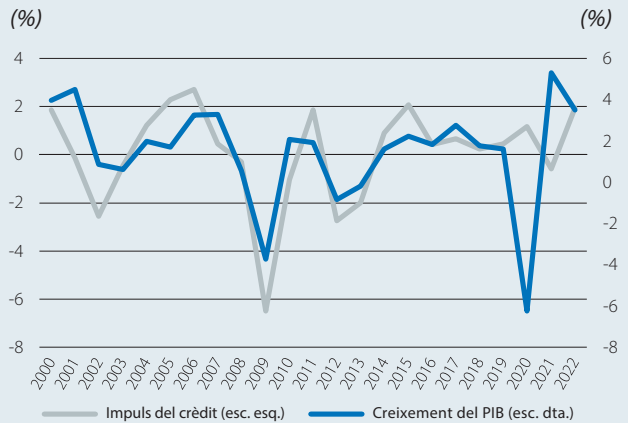
1. Bank Lending Survey (BLS) i Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices (SLOOS).
 2. En concret, a Europa, la BLS captura l'estat dels estàndards i la demanda de crèdit en el trimestre en curs i les seves expectatives per al següent. De manera anòmla, en el 1T 2023, el tensionament observat va acabar sent més sever del que s'havia anticipat en el 4T 2022. Però això es va produir en un context de turbulències al voltant del Silicon Valley Bank, mentre que, en general, les expectatives de la BLS prediuen molt bé el comportament observat en el futur.
 3. Vegeu Barcelona, W. L. et al. (2022), «What Happens in China Does Not Stay in China», Fed International Finance Discussion Papers.
 4. Intuïtivament, el saldo viu del crèdit està associat en especial a l'activitat econòmica passada, mentre que el crèdit concedit en un trimestre s'associa a l'activitat econòmica realitzada en el trimestre. Així, el creixement d'aquest nou crèdit s'associa al creixement del PIB.

Zona de l'euro: estàndards i demanda de crèdit
(%)



Nota: Els percentatges fan referència a la diferència neta entre el nombre d'entitats que han endurit els estàndards/han vist un augment de la demanda i les que han relaxat els estàndards/han vist una caiguda de la demanda.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta sobre Préstecs Bancaris del BCE.

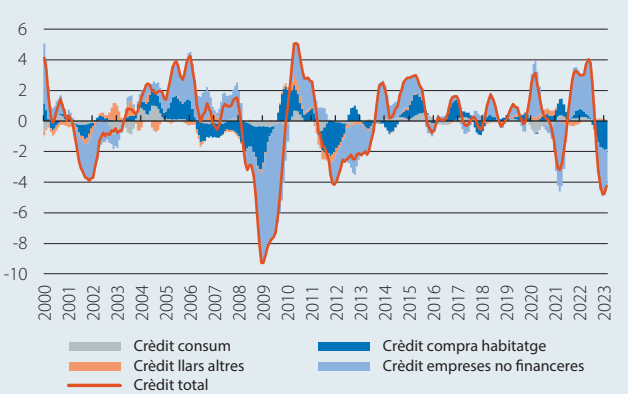
Zona de l'euro: impuls del crèdit i PIB
(%)



Nota: L'impuls del crèdit es calcula com la variació del saldo viu del crèdit menys la seva variació l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i d'Eurostat.

Zona de l'euro: impuls del crèdit

Variació interanual (%)



Nota: L'impuls del crèdit es calcula com la variació del saldo viu del crèdit menys la seva variació l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal). Les variacions són acumulades de tres mesos i l'impuls del crèdit que grafiquem està suavitzat amb una mitjana mòbil.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

A Europa, si es compleixen el menor tensionament dels estàndards i la demanda que vaticinen les enquestes, l'impuls del crèdit continuarà sent negatiu en els propers mesos, però una mica menys del registrat en el 1T (en concret, les expectatives de la BLS per al 2T prediuen una millora de l'impuls del crèdit entre 0,5 p. p. i 1,0 p. p.). En canvi, per als EUA, l'SLOOS apunta que, en el següent trimestre, encara s'enduririen una mica més aquestes condicions de crèdit, la qual cosa podria reduir encara l'impuls del crèdit en, com a mínim, 0,2 p. p.

Si la transmissió de la política monetària sobre l'impuls del crèdit està sent efectiva, tant als EUA com a Europa, l'interrogant pendent és en quina mesura i amb quin retard aquest canal refredarà l'activitat econòmica. Els retards són incerts i variables, com ho emfatitzen alguns membres destacats del BCE i de la Fed,⁵ però la forta associació entre l'impuls del crèdit i el creixement del PIB ens dona pistes sobre el possible impacte. Per valorar les magnituds, utilitzem un model estadístic que prediu el creixement del PIB a partir del seu últim registre i de l'impuls del crèdit contemporani. El model és senzill, però té una bona capacitat explicativa i assenjala un paper important del crèdit.⁶ Segons aquest exercici, la caiguda en l'impuls del crèdit ja observada, i suposant un impuls zero en els propers trimestres, estaria associada a una reducció del creixement del PIB de 0,7 p. p. tant a la zona de l'euro com als EUA.⁷ Si, en els propers trimestres, l'impuls evolucionés en línia amb el que apunten les enquestes més recents per al 2T, l'exercici suggeriria un creixement del PIB per al conjunt del 2023 d'1,5 p. p. menys a la zona de l'euro i de 2,1 p. p. menys als EUA.⁸

Finalment, i més enllà del senzill exercici, l'enduriment de les condicions creditícies es pot veure afectat per l'existència de vulnerabilitats a determinats sectors. En aquest sentit, una de les preocupacions se centra als EUA i en l'elevada exposició de la seva banca regional al sector immobiliari comercial, un sector que arrossega caigudes des de l'inici de l'any i que, en un entorn de tipus alts, s'enfrontarà a un context difícil. A tall d'exemple, del crèdit emès pels bancs petits als EUA, el 47% es dirigeix a aquest sector, mentre que, per als bancs grans, la xifra baixa al 16%. Vist des de l'altre costat, del total de crèdit concedit al sector immobiliari comercial, el 67% es troba en mans dels bancs petits, que, cal recordar-ho, van patir especialment les turbulències financeres del març.

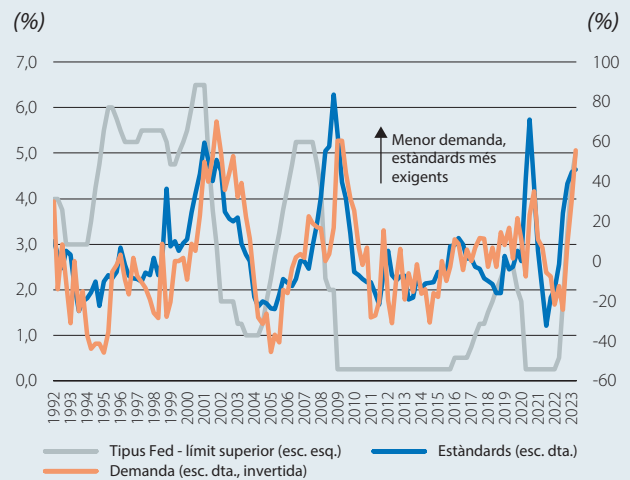
5. Vegeu el discurs del 18 de maig del 2023 del governador de la Reserva Federal Phillip N. Jefferson, *The U.S. Economic Outlook and Considerations for Monetary Policy*.

6. Els R-quadrats per als EUA i per a la zona de l'euro són de 0,85 i de 0,64, respectivament, totes les variables són significatives a l'1% i els coeficients estimats per a l'impuls del crèdit són de magnitud semblant als del retard del creixement del PIB.

7. En els dos casos, en un escenari en què l'impuls del crèdit fos exactament 0 el 2023 (és a dir, un escenari en què el creixement en el volum del saldo viu de crèdit fos igual al del 2022).

8. Als EUA, veuríem un enduriment de les condicions de crèdit coherent amb el que espera l'última SLOOS, mentre que, a la zona de l'euro, suposem que el màxim enduriment ja s'hauria produït.

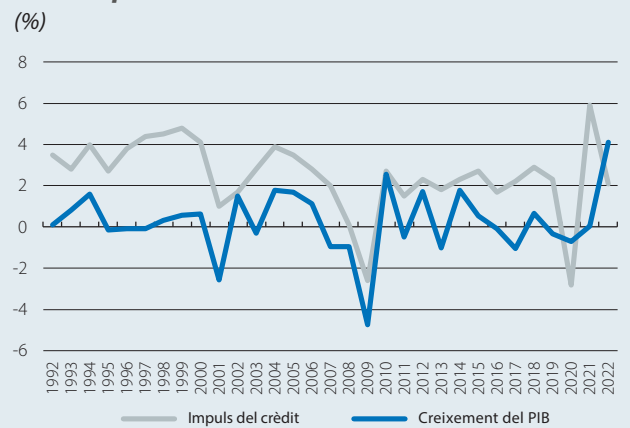
EUA: estàndards i demanda de crèdit



Nota: Els percentatges fan referència a la diferència neta entre el nombre d'entitats que han endurit els estàndards/han vist un augment de la demanda i les que han relaxat els estàndards/han vist una caiguda de la demanda.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Senior Loan Officer Opinion Survey de la Fed.

EUA: impuls del crèdit i PIB

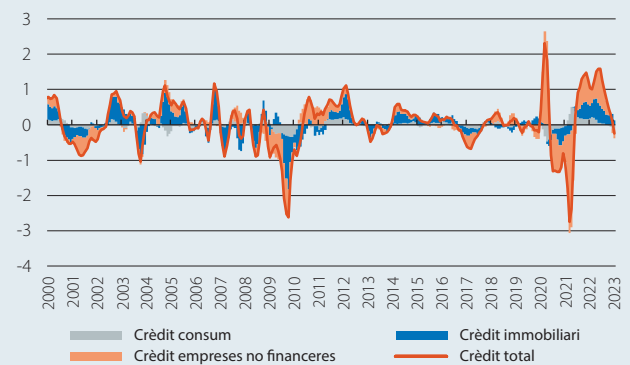


Nota: L'impuls del crèdit es calcula com la variació del saldo viu del crèdit menys la seva variació l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal i del BEA.

EUA: impuls del crèdit

Variació interanual (%)



Nota: L'impuls del crèdit es calcula com la variació del saldo viu del crèdit menys la seva variació l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal). Les variacions són acumulats de tres mesos i l'impuls del crèdit que grafiquem està suavitzat amb una mitjana mòbil.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed.