

¿La política monetaria está consiguiendo enfriar la actividad? Una primera evaluación

En su lucha contra la inflación, la política monetaria se ha endurecido de manera notable, como es claramente visible en los tipos de interés oficiales y en los que afrontan empresas, familias y gobiernos. Pero estos tipos de interés no son un fin en sí mismos, sino que el objetivo último es enfriar la actividad económica y, de este modo, frenar la inflación. Así, analizamos el estado de la transmisión monetaria a través de uno de sus principales canales: las condiciones crediticias.

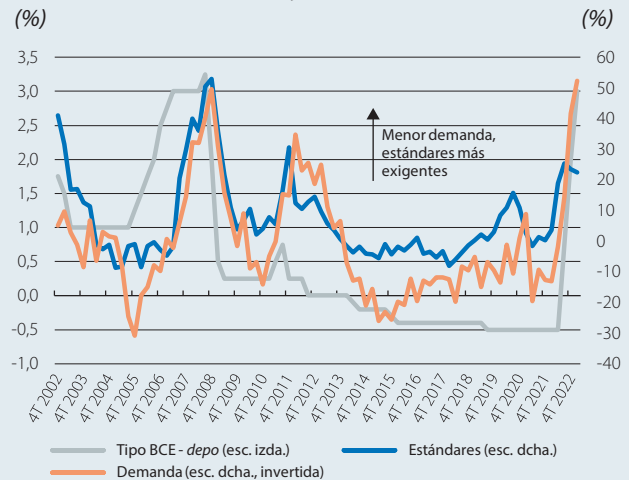
Los incrementos de tipos de la Fed y el BCE (+500 p. b. y +375 p. b., respectivamente) se han traducido en un endurecimiento de los estándares crediticios y una debilidad de la demanda de crédito. Así lo reflejan las últimas encuestas al sector bancario que elaboran la Fed y el BCE (en concreto, la BLS en Europa y la SLOOS en EE. UU.),¹ que no solo recogen este tensionamiento acumulado hasta el 1T 2023, sino que, para la eurozona, también señalan que ya se habría alcanzado un pico y apuntan a una desaceleración en la velocidad del endurecimiento de cara al 2T 2023 (algo que iría en consonancia con la expectativa de que los tipos oficiales de la Fed y del BCE ya hayan alcanzado el tope o estén cerca de hacerlo).²

En este contexto de mayores tipos, estándares más exigentes y menor demanda, sería natural observar un menor dinamismo de los volúmenes de crédito. Por ello, es útil analizar el comportamiento del llamado «impulso del crédito», que definimos como la variación del saldo vivo de crédito menos su variación en el mismo periodo del año anterior (como porcentaje del PIB nominal).³ Esta medida muestra una elevada asociación con el crecimiento del PIB y nos permite valorar las dinámicas del crédito en términos de su importancia para la actividad económica.⁴ En los últimos meses, el impulso del crédito se ha deteriorado y, lo que es especialmente relevante, lo ha hecho en una magnitud acorde con el tensionamiento observado en los estándares y la demanda de crédito, lo que también sugiere una buena transmisión del endurecimiento monetario llevado a cabo por la Fed y el BCE.

En Europa, de cumplirse el menor tensionamiento de estándares y demanda que vaticinan las encuestas, el

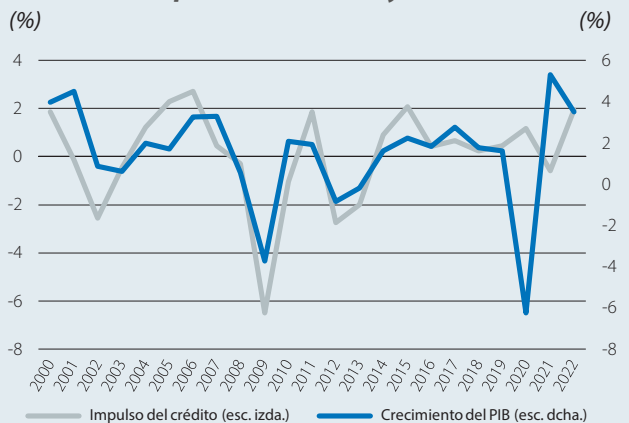
1. Bank Lending Survey (BLS) y Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices (SLOOS).
 2. En concreto, en Europa, la BLS captura el estado de los estándares y la demanda de crédito en el trimestre en curso y sus expectativas para el siguiente. De manera anómala, en el 1T 2023, el tensionamiento observado terminó siendo más severo de lo anticipado en el 4T 2022. Pero esto se produjo en un contexto de turbulencias alrededor del Silicon Valley Bank, mientras que en general las expectativas de la BLS son un muy buen predictor del comportamiento observado a futuro.
 3. Véase Barcelona, W. L. et al. (2022). «What Happens in China Does Not Stay in China». Fed International Finance Discussion Papers.
 4. Intuitivamente, el saldo vivo de crédito está especialmente asociado a la actividad económica pasada, mientras que el crédito concedido en un trimestre se asocia a la actividad económica realizada en el trimestre. Así, el crecimiento de este nuevo crédito se asocia al crecimiento del PIB.

Eurozona: estándares y demanda de crédito



Nota: Los porcentajes se refieren a la diferencia neta entre el número de entidades que han endurecido los estándares/han visto un aumento en demanda y los que han relajado estándares/han visto una caída en demanda.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del BCE.

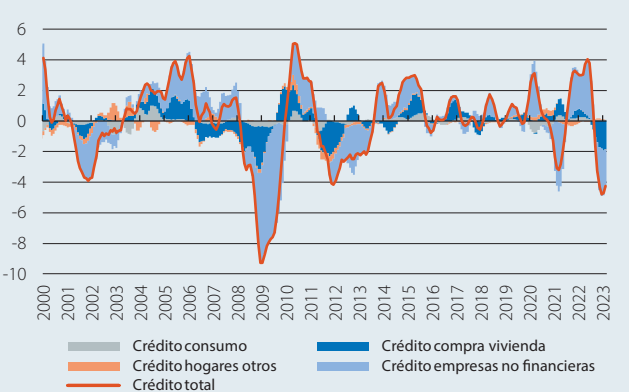
Eurozona: impulso del crédito y PIB



Nota: El impulso de crédito se calcula como la variación del saldo vivo de crédito menos su variación el año anterior (como porcentaje del PIB nominal).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y de Eurostat.

Eurozona: impulso del crédito

Variación interanual (%)



Nota: El impulso de crédito se calcula como la variación del saldo vivo de crédito menos su variación el año anterior (como porcentaje del PIB nominal). Las variaciones son acumuladas de tres meses y el impulso de crédito que graficamos está suavizado con una media móvil.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

impulso del crédito seguirá siendo negativo en los próximos meses, pero algo menos de lo registrado en el 1T (en concreto, las expectativas de la BLS para el 2T predicen una mejora del impulso del crédito de entre 0,5 p. p. y 1,0 p. p.). En cambio, para EE. UU., la SLOOS apunta a que en el siguiente trimestre todavía se endurecerían algo más estas condiciones de crédito, lo que podría reducir todavía el impulso de crédito en, como mínimo, 0,2 p. p.

Si la transmisión de la política monetaria sobre el impulso del crédito está siendo efectiva, tanto en EE. UU. como en Europa, el interrogante pendiente es en qué medida y con qué rezago este canal enfriará la actividad económica. Los rezagos son inciertos y variables, como no dejan de enfatizar destacados miembros del BCE y la Fed,⁵ pero la fuerte asociación entre el impulso del crédito y el crecimiento del PIB nos da pistas sobre el posible impacto. Para valorar las magnitudes, utilizamos un modelo estadístico que predice el crecimiento del PIB a partir de su último registro y del impulso del crédito contemporáneo. El modelo es sencillo, pero tiene una buena capacidad explicativa y señala un papel importante del crédito.⁶ Según este ejercicio, la caída en el impulso del crédito ya observada, y suponiendo un impulso cero en los próximos trimestres, estaría asociada con una reducción del crecimiento del PIB de 0,7 p. p. tanto en la eurozona como en EE. UU.⁷ Si en los próximos trimestres el impulso evolucionara en línea con lo que apuntan las encuestas más recientes para el 2T, el ejercicio sugeriría un crecimiento del PIB para el conjunto de 2023 de 1,5 p. p. menos en la eurozona y de 2,1 p. p. menos en EE. UU.⁸

Por último, y más allá del sencillo ejercicio, el endurecimiento de las condiciones crediticias puede verse afectado por la existencia de vulnerabilidades en determinados sectores. En este sentido, una de las preocupaciones se centra en EE. UU. y la elevada exposición de su banca regional al sector inmobiliario comercial, un sector que arrastra caídas en lo que va de año y que, en un entorno de altos tipos, no dejará de enfrentarse a un contexto difícil. A modo ilustrativo, del crédito emitido por los bancos pequeños en EE. UU., un 47% es a este sector, mientras que para los bancos grandes la cifra baja al 16%. Visto del otro lado, del total de crédito concedido al sector inmobiliario comercial, un 67% se encuentra en manos de los bancos pequeños, que, recordemos, sufrieron especialmente las turbulencias financieras de marzo.

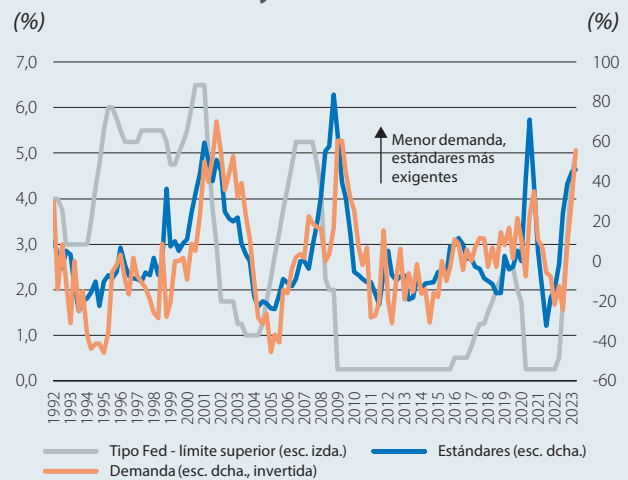
5. Véase el discurso del 18 de mayo de 2023 del gobernador de la Reserva Federal Phillip N. Jefferson, *The U.S. Economic Outlook and Considerations for Monetary Policy*.

6. Los R-cuadrados para EE. UU. y la eurozona son de 0,85 y 0,64, respectivamente, todas las variables son significativas al 1% y los coeficientes estimados para el impulso del crédito son de magnitud parecida a los del rezago del crecimiento del PIB.

7. En ambos casos, respecto a un escenario en el que el impulso del crédito fuera exactamente 0 en 2023 (es decir, un escenario en el que el crecimiento en el volumen de saldo vivo de crédito fuera igual al de 2022).

8. En EE. UU., veríamos un endurecimiento de las condiciones de crédito consistente con lo esperado en la última SLOOS, mientras que en la eurozona, suponemos que el máximo endurecimiento ya se habría producido.

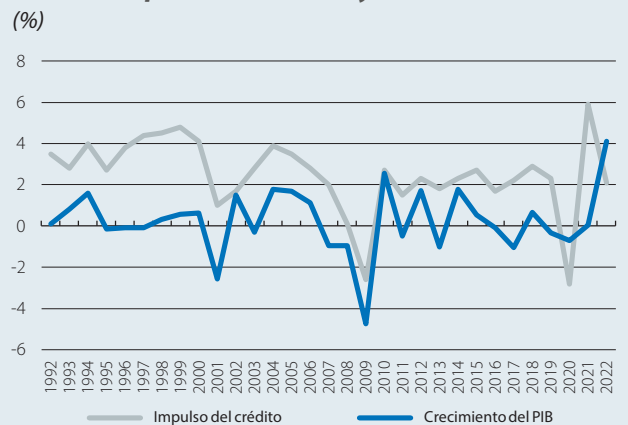
EE. UU.: estándares y demanda de crédito



Nota: Los porcentajes se refieren a la diferencia neta entre el número de entidades que han endurecido los estándares/han visto un aumento en demanda y los que han relajado estándares/han visto una caída en demanda.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Senior Loan Officer Opinion Survey de la Fed.

EE. UU.: impulso del crédito y PIB

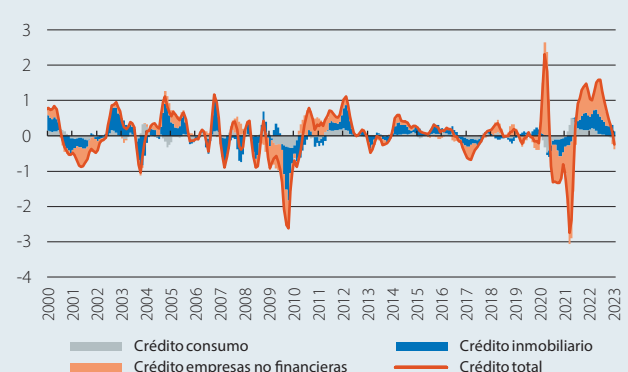


Nota: El impulso de crédito se calcula como la variación del saldo vivo de crédito menos su variación el año anterior (como porcentaje del PIB nominal).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y del BEA.

EE. UU.: impulso del crédito

Variación interanual (%)



Nota: El impulso de crédito se calcula como la variación del saldo vivo de crédito menos su variación el año anterior (como porcentaje del PIB nominal). Las variaciones son acumuladas de tres meses y el impulso de crédito que graficamos está suavizado con una media móvil.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed.