

El crèdit bancari a empreses i famílies

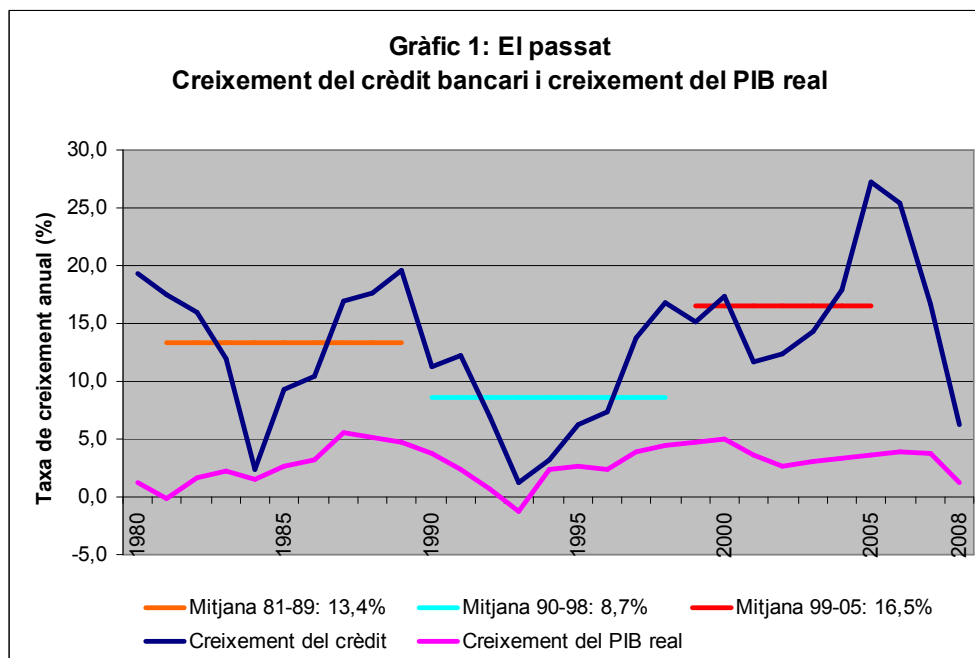
Antoni Zabalza*

L'evolució del crèdit bancari mostra un comportament cíclic que no és aliè a la marxa de l'activitat econòmica. Arran d'aquesta associació, s'escau plantejar la següent pregunta: pot l'evolució del crèdit bancari ajudar a entendre què ha passat en l'economia espanyola en l'última fase ascendent del cicle i donar alguna pista sobre què passarà en un futur proper?

El passat (Gràfic 1)

El Gràfic 1 mostra, per al període 1980-2008, la taxa de creixement anual del crèdit bancari a empreses i famílies residents a Espanya¹ i el creixement del PIB en termes reals. El gràfic suscita les següents sis reflexions:

La primera és que l'evolució del crèdit bancari és clarament cíclica. Es poden identificar tres cicles: un primer cicle que va des de 1981 a 1989²; un segon cicle que va de 1990 a 1998; i un tercer cicle que va de 1999 a 2005. Després de 2005 s'observa el tram transcorregut de la fase descendent del cicle actual.



La segona reflexió és que el crèdit bancari s'associa de forma raonablement propera a l'evolució de l'economia. Aquesta associació s'observa clarament l'any 1993, el punt

* Agraïco als membres de l'Observatori d'Economia del Cercle d'Economia les seves aportacions en la sessió de discussió d'aquesta nota i, en particular, a Jordi Gual i Andreu Mas-Colell els seus interessants comentaris escrits.

¹ La taxa de creixement mesura la variació, de desembre a desembre, dels saldos de les entitats de crèdit (incloent les caixes d'estalvi) amb les empreses i famílies del sector privat residents a Espanya. Font: Banc d'Espanya.

² Ignorem la dada de 1980 perquè correspon al pic del cicle anterior.

mínim del cicle 1990-1998, any en el qual el crèdit bancari va créixer només un 1,2% i el PIB ho va fer un -1,2%; i amb menys contundència el 1984, el punt mínim del cicle 1981-1989, any en el qual el crèdit va créixer un 2,4% i el PIB ho va fer en un 1,5%.

La tercera reflexió és que la sèrie del crèdit bancari és bastant estacionària (no sembla haver-hi una tendència temporal significativa), particularment si excloem l'últim cicle. Tot i així, atès que estem tractant de taxes de creixement d'una magnitud nominal, és natural que la mitjana de cada cicle es vegi influenciada per la inflació. La taxa mitjana³ de creixement del crèdit durant el cicle 1981-1989 va ser del 13,4%, mentre que la del cicle 1990-1998 va ser del 8,7%, coherentment amb la menor inflació durant l'últim d'aquests dos cicles. En el cicle 1981-1989 la inflació mitjana va ser del 9,6%, mentre que en el cicle 1990-1998 va ser del 4,4%. És a dir, en termes reals el crèdit va créixer de forma similar en els dos cicles: al voltant d'un 4%.

Quarta reflexió. La reducció de la taxa de creixement del crèdit fins a nivells molt baixos (1984 i 1993) és una característica regular dels cicles crediticis. És això causat pel racionament del crèdit? No necessàriament. En principi el mercat de crèdit hauria de ser un mercat amb tendència a l'equilibri. És a dir, un mercat en el qual el volum de crèdit respongués no només a l'oferta sinó també a la demanda. Naturalment, en ocasions pot passar que al tipus d'interès de mercat hi hagi peticions de crèdit rebutjades. Però deduir d'aquesta circumstància que estem davant una situació de racionament de crèdit no és quelcom que pugui fer-se de forma immediata. Per concloure que hi ha racionament s'hauria d'establir, o bé que aquest rebuig es produeix malgrat la solvència i capacitat de devolució del prestatari, o bé que existeix discriminació entre prestataris d'igual solvència. Aquest és un assumpte complex, en el qual la informació asimètrica que existeix entre prestamista i prestatari pot donar lloc a fallades estructurals en el funcionament del mercat. Amb tot, i tornant a l'evidència empírica, les baixes taxes de 1984 i 1993 es van donar en moments en els quals ni el sector financer estava en crisi, ni hi havia cap percepció de què els bancs estiguessin mancats de capital.

Cinquena reflexió. Enfront de la relativa estabilitat de les taxes mitjanes de creixement del crèdit al llarg dels cicles 1981-1989 i 1990-1998, destaca la mitjana del cicle 1999-2005, que es situa en el 16,5%. Aquesta mitjana supera de manera significativa no només la mitjana del cicle anterior, sinó també la del cicle 1981-1989, malgrat la major inflació dels anys 80. En termes reals, front un creixement del crèdit del 4% en els dos cicles anteriors, en el cicle 1999-2005 el creixement real va ser del 12,9%. Tanmateix, en comparació als dos anteriors, aquest cicle té una configuració peculiar: després del pic del 1998, el crèdit segueix creixent a taxes molt altes durant dos anys i, després d'una pausa al 2001, reprèn la fugida a l'alça fins en registrar el 2005 un màxim històric que situa el creixement del crèdit en el 27,2%. Aquest cicle reflexa de forma clara l'explosió creditícia que es va produir, primer el 1999 i 2000 arran de la bombolla de les empreses punt.com i de telecomunicacions, i després de 2002 a causa de la bombolla immobiliària. El cicle 1999-2005 és una anomalia.

Sisena reflexió. Després del pic de 2005, el creixement del crèdit es precipita per un pendent particularment pronunciat, amb descensos de 8,7 punts de 2006 a 2007, i de 10,5 punts de 2007 a 2008. En l'àmbit temporal cobert pel gràfic, només en una ocasió

³ Mitjana anual acumulativa.

va haver-hi un descens semblant —entre 1983 i 1984 la taxa va descendir en 9,5 punts— però en un context de major inflació que l'actual. En cap període anterior s'han encadenat dos descensos seguits que acumulessin més de 19 punts de caiguda. Aquesta reflexió planteja la inevitable pregunta: on està el sòl i quines implicacions té aquesta evolució del crèdit bancari per a la marxa de l'activitat econòmica a Espanya?

El futur (Gràfic 2)

Ningú pot predir el futur amb certesa, però l'evidència empírica acabada de comentar conté informació valuosa que pot i ha de ser explotada.

Sabem que el creixement del crèdit es comporta de forma cíclica i que 2005 és el pic de l'últim cicle. És doncs raonable pensar que estiguem en plena fase descendent d'un nou cicle que, com els anteriors, tindrà un mínim, al qual el seguirà una fase de recuperació que culminarà en un nou màxim.

Els dos cicles regulars anteriors (1981-1989 i 1990-1998) tenen ambdós una durada de 9 anys. Suposem, doncs, que el nou cicle no serà significativament diferent dels anteriors i també durarà 9 anys.

Fins on baixarà el crèdit i a quin nivell es produirà el nou pic? Per contestar aquesta pregunta sembla raonable guiar-se per l'últim cicle regular (1990-1998), entre altres raons perquè la inflació mitjana durant el nou cicle serà amb tota seguretat més semblant a la inflació mitjana dels 90 que a la dels 80. Això ens dona de forma immediata la resposta per al nou pic del cicle: suposarem que es produirà el 2014, amb una taxa de creixement del crèdit del 16,8% (la taxa corresponent a l'any 1998).

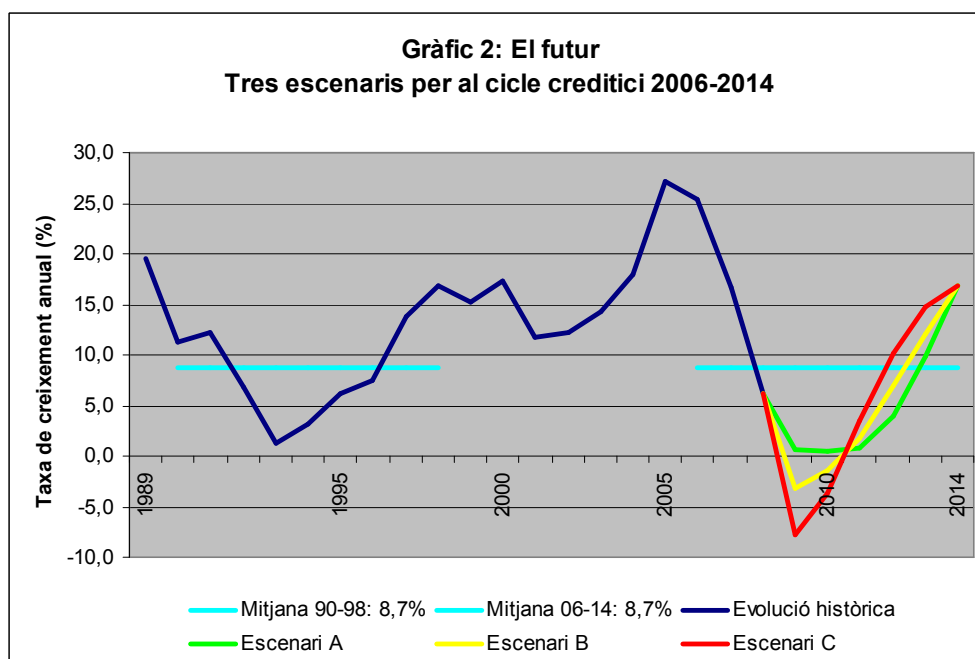
Tenim doncs el punt base de la predicció —l'última dada anual (2008: 6,2%)— i el punt final, (2014: 16,8%). Com estimem els anys intermedis? Aquí la dada rellevant és la taxa mitjana de creixement del crèdit durant l'últim cicle regular. Si acceptem que el cicle 1999-2005 és una anomalia, hem també d'acceptar que el creixement mitjà del crèdit en aquest període (16,5%) no és sostenible i ha de ser ignorat en la predicció. Creiem que existeixen diverses raons que avalen aquest supòsit, però és suficient detallar la més important. La forta expansió creditícia d'aquest període es fonamenta més en l'estalvi exterior que en l'estalvi intern, com ho testifica el deteriorament espectacular que durant aquests anys ha tingut el dèficit extern per compte corrent (un 10,1% del PIB en 2007). Si el mercat internacional de capitals no accepta de forma indefinida el nivell d'endeutament extern que aquest desequilibri implica, i existeixen senyals de que no ho està acceptant, les taxes passades d'expansió creditícia simplement no poden ser sostingudes.

De fet podria mantenir-se un argument de no sostenibilitat semblant, àdhuc en el cas que l'expansió creditícia s'hagués basat exclusivament en l'estalvi intern. Si aquest hagués estat el cas, l'economia espanyola per força hauria hagut d'experimentar una forta reassignació sectorial de la inversió a favor de l'immobiliari i en contra d'altres sectors productius. Entra dintre del concebible pensar en la forta expansió immobiliària com una resposta d'equilibri a un canvi en les preferències o necessitats dels espanyols, cas en el qual estariem davant una reassignació sostenible. Però llavors és difícil explicar l'estoc d'habitatges acabats i no venuts (que segons algunes estimacions arribarà

al punt màxim al voltant del milió i mig d'unitats), que deixa palesa l'aparició d'un greu desequilibri que necessàriament haurà de ser corregit.

Suposem doncs que el creixement anual mitjà del crèdit al llarg del nou cicle serà 8,7% (el mateix que durant el cicle 1990-1998). Podria semblar que aquesta sola dada deixa encara massa graus de llibertat per predir la forma del nou cicle, però afortunadament aquest no és el cas. Si admetem que només pot haver-hi un mínim, els resultats no poden variar de forma arbitrària. Podem pensar en cicles amb una suau fase de baixada, però necessàriament aquests seran cicles amb un perllongat període d'estancament. O podem pensar en cicles que en uns dos o tres anys tornin a situar-nos en taxes raonables de creixement del crèdit, però aquests seran cicles que haurien de digerir l'ajustament de forma gairebé immediata.

El Gràfic 2, en el qual per a facilitar el seu examen s'exclou el període 1980-1988, presenta tres cicles que responen als supòsits que hem raonat en les línies anteriors: tots acaben el 2014 amb una taxa del 16,8%; tots tenen un sol mínim; i tots tenen una mitjana del 8,7%. L'Apèndix detalla la sèrie històrica utilitzada de creixement anual del crèdit i els valors estimats dels tres cicles⁴.



El primer cicle, que anomenem “Escenari A”, evita entrar en taxes negatives de creixement, però això a canvi de romandre al llarg de quatre anys (2009 a 2012) al voltant de taxes molt baixes de creixement que no arriben a fer la mitjana del 1,5%. El segon cicle, que anomenem “Escenari B”, arriba ja a partir de 2012 al nivell del 7%, però a canvi d'entrar els anys 2009 i 2010 en la zona de taxes negatives de creixement.

⁴ La predicció està subjecta a una inflació del 4,4%, que és l'observada en el cicle de referència 1990-1998. En la mesura que la inflació mitjana del període 2006-2014 sigui superior o inferior a aquest nivell de referència, les taxes previstes en el Gràfic 2 haurien de ser corregides a l'alça o a la baixa per la corresponent diferència.

Són taxes relativament moderades en termes absoluts (-3,2% i -1,5%), però taxes negatives a la fi. I el tercer cicle, que anomenem “Escenari C”, presenta una recuperació des de gairebé el començament —el 2011 ja creix al 3,5%, per a passar en els anys següents a taxes del 10,2%, i 14,8%— però tot això a canvi d'un fort ajustament el 2009 i 2010, amb taxes del -7,7% i -3,7% respectivament.

Quina probabilitat es pot assignar a cadascun d'aquests escenaris? A l'Escenari A, una probabilitat molt baixa. Perquè es pogués complir, 2009 hauria d'acabar amb una taxa de creixement del crèdit positiva. A la vista del panorama durant els primers mesos d'enguany és molt difícil que això es compleixi. Les mesures governamentals no s'han traduït de moment en una major activitat creditícia. Hi ha un evident retraïment de la demanda (en particular, de la demanda del sector immobiliari) i hi ha una cautela comprensible per part dels bancs, que anticipant l'afebliment de l'economia i veient l'escassa activitat creditícia dels altres bancs, no volen quedar-se atrapats amb més morositat que els seus competidors. Un típic problema de coordinació, que s'afegeix al d'informació asimètrica assenyalat més amunt i que una vegada més fa fallar al mercat. Associada a l'Escenari C rau la idea d'un procés d'ajustament molt ràpid i profund de l'economia, que previsiblement obre el camí a una recuperació així mateix ràpida i sòlida. Es tracta d'un escenari que per disseny és extremat, encara que no pot ser descartat. A causa d'això, cal assignar-li també una probabilitat baixa. L'escenari B és el més probable dels tres. La seva virtut principal està en què pren un camí intermedi, tant en la fase descendent del cicle com en l'ascendent. Aquesta posició central, no obstant, no li evita incórrer en taxes de creixement del crèdit negatives per als anys 2009 i 2010, encara que evidentment de caràcter més moderat que les de l'Escenari C.

Conclusions

1. L'anterior assignació de probabilitats ha de prendre's com el que és: una apreciació subjectiva de l'autor d'aquesta nota. És impossible saber amb certesa la trajectòria concreta que aquest cicle creditici prendrà. Del que si podem estar convençuts és que la trajectòria que finalment es materialitzi no estarà molt allunyada de les tres aquí presentades.

Tampoc és fàcil traduir de forma precisa aquest cicle en termes de taxes de creixement del PIB. Com mostra el Gràfic 1, hi ha una associació entre el crèdit bancari i l'activitat econòmica, però és difícil establir un nexa de causalitat entre aquestes dues variables o precisar quina és la natura exacta d'aquesta relació. Això fa difícil valorar els tres escenaris anteriors en termes de preferència. L'impacte mitjà sobre el creixement del crèdit és el mateix per als tres. Però l'efecte que cadascun d'ells tingui sobre la trajectòria del PIB pot ser molt diferent. Dit això, hi ha pocs dubtes sobre la seriositat d'aquesta crisi: si alguna cosa pot concloure's del present exercici és que, sigui quin sigui el patró exacte del nou cicle econòmic, l'ajustament necessari serà molt més gran i més perllongat que el de 1993.

2. Queda la qüestió de la política econòmica. Aquí hi ha dos aspectes a considerar. El primer és que no s'ha explicitat el context de política econòmica en el qual suposadament es generen els tres escenaris del Gràfic 2. El segon es refereix a les mesures de política econòmica que s'estan aplicant o que haurien d'aplicar-se per plantar cara a la situació. Tractar a fons aquests aspectes ens desviaria massa del propòsit d'aquesta nota, però val la pena fer unes breus consideracions referents a això.

Són els tres cicles el resultat de polítiques econòmiques diferents i identificables? Els tres incorporen regularitats cícliques de naturalesa estructural, que es repeteixen en el temps i que es produeixen en el context de polítiques que poden ser molt dispars. En els tres hi ha una barreja indescriptible de polítiques que reflecteixen el conjunt de les que van ser preses en el passat i que van generar, juntament amb el comportament de prestamistes i prestataris, les dades històriques observades. Polítiques més o menys encertades, però que evidentment no van eliminar el cicle, si és que això és possible.

Respecte al segon aspecte, és inevitable concloure de l'anterior argument que l'única resposta és la passivitat? Certament no. Si alguna cosa es desprèn d'aquesta anàlisi és la gravetat de la conjuntura econòmica en la qual Espanya, juntament amb molts altres països, es troba en aquests moments. A la vista de les dades examinades i de les conseqüències que les mateixes apunten, l'amplitud i contundència de les mesures adoptades pel govern espanyol sembla justificada. És gairebé segur que seran necessàries més actuacions, però veure fins a on pot arribar la intervenció governamental sense alterar de forma substancial les premisses en les quals es basa l'economia de mercat no és un exercici trivial. Com tampoc ho és dissenyar una política de reactivació sense entendre a fons les implicacions del context tan particular de demanda de liquiditat en el qual ara ens trobem.

3. Finalment, una nota de cautela. Els tres escenaris previstos deriven les seves característiques: de l'excessiu creixement del crèdit bancari en el període 2003-2007; de la necessitat de reduir substancialment l'endeutament resultant; i de les regularitats històriques del cicle creditici. És oportú assenyalar que en cap dels cicles anteriors va existir una crisi financera internacional de l'abast de l'actual. L'efecte afegit d'aquesta crisi és una incògnita que per necessitat no ha estat tinguda en compte en aquesta nota. És difícil anticipar en quina mesura i en quina direcció la crisi financera pot alterar els escenaris previstos. Però no és aventurat pensar que aquest efecte afegit, si es produeix, no serà positiu.

Apèndix
Creixement del crèdit bancari a empreses y famílies*
Taxa interanual de creixement (desembre/desembre)
(Percentatges)

| Any | Dades històriques | Dades estimades des de 2009 | | |
|------|----------------------|-----------------------------|------------|------------|
| | | Escenari A | Escenari B | Escenari C |
| 1980 | 19,3 | | | |
| 1981 | 17,5 | | | |
| 1982 | 16,0 | | | |
| 1983 | 11,9 | | | |
| 1984 | 2,4 | | | |
| 1985 | 9,3 | | | |
| 1986 | 10,4 | | | |
| 1987 | 17,0 | | | |
| 1988 | 17,6 | | | |
| 1989 | 19,6 | | | |
| 1990 | 11,2 | | | |
| 1991 | 12,2 | | | |
| 1992 | 6,9 | | | |
| 1993 | 1,2 | | | |
| 1994 | 3,2 | | | |
| 1995 | 6,2 | | | |
| 1996 | 7,4 | | | |
| 1997 | 13,8 | | | |
| 1998 | 16,8 | | | |
| 1999 | 15,2 | | | |
| 2000 | 17,3 | | | |
| 2001 | 11,7 | | | |
| 2002 | 12,3 | | | |
| 2003 | 14,3 | | | |
| 2004 | 17,9 | | | |
| 2005 | 27,2 | | | |
| 2006 | 25,4 | 25,4 | 25,4 | 25,4 |
| 2007 | 16,7 | 16,7 | 16,7 | 16,7 |
| 2008 | 6,2 | 6,2 | 6,2 | 6,2 |
| 2009 | | 0,6 | -3,2 | -7,7 |
| 2010 | | 0,5 | -1,5 | -3,7 |
| 2011 | | 0,8 | 1,8 | 3,5 |
| 2012 | | 4,0 | 7,0 | 10,2 |
| 2013 | | 9,8 | 12,0 | 14,8 |
| 2014 | | 16,8 | 16,8 | 16,8 |

* Font de les dades històriques: Banc d'Espanya. Saldo de les entitats de crèdit (caixes d'estalvi incloses) amb les empreses i famílies del sector privat (altres sectors residents).