

**“El crédito bancario a empresas y familias”. Réplica al comentario de Jordi Gual.**  
Antoni Zabalza

Agradezco a Jordi Gual la propuesta de un método alternativo para estimar la futura evolución del crédito. Su método se basa en la evolución de la razón entre el crédito y el producto interior bruto (*C/PIB*), mientras que el mío se apoya exclusivamente en la evolución del crédito. A pesar de esta diferencia, los resultados deberían ser mutuamente coherentes. De ahí el interés de la propuesta de Gual; su método brinda un marco muy adecuado para contrastar los resultados obtenidos en mi nota original y es por ello que vale la pena complementar su análisis en esta dirección. Antes, sin embargo, quisiera detenerme brevemente en el primer punto de su comentario.

1. Si entiendo bien el primer comentario de Gual, los datos del ciclo 1999-2005 no deberían haber sido ignorados en la estimación de las futuras tasas de crecimiento del crédito. Esta es ciertamente una opción a tomar, pero en tal caso sería muy exigente requerir que la totalidad de la enorme expansión del crédito de esos años se absorbiera en los sólo seis años que según mis supuestos quedan del presente ciclo. Los resultados en tal caso serían extremadamente negativos, con tasas del orden del -15%, -9% y -8% en éste y los próximos dos años. Espero que no se produzcan.

Naturalmente, siempre podríamos hacer la hipótesis de que el presente ciclo va a ser mucho más largo, pero ahí la evidencia empírica ofrece poca ayuda para seleccionar una duración distinta a la contemplada en mi nota. Los dos ciclos regulares identificados desde 1980 tienen una duración de nueve años y una forma muy parecida. Parece razonable suponer que si en el ciclo actual vamos a volver a la regularidad, tanto la forma como la duración sean parecidas a la de estos dos ciclos.

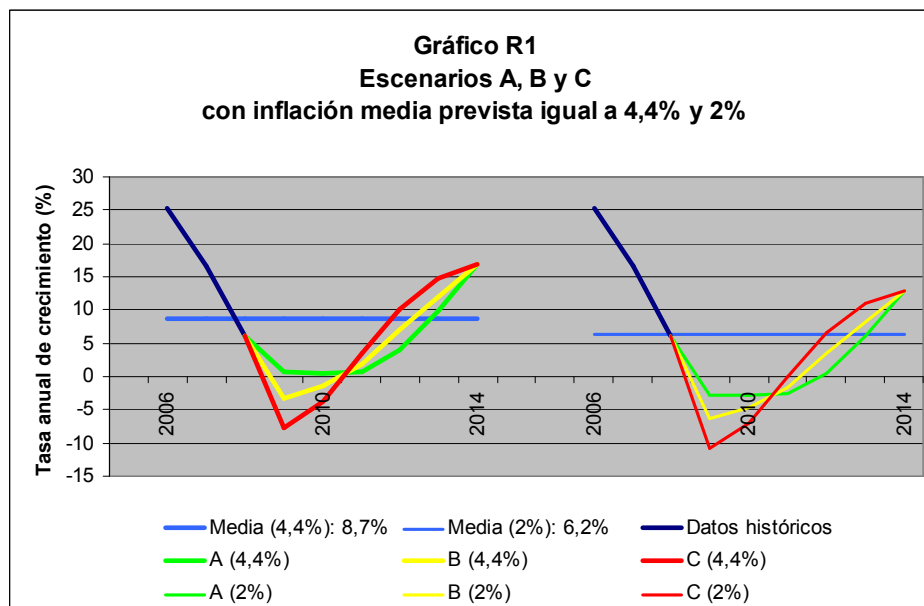
2. El segundo comentario de Gual me parece muy útil por la oportunidad que ofrece para contrastar mis resultados; la comparación de mi Escenario B con la tendencia lineal basada en el período 1996-2004 es especialmente relevante. Mi única observación es que deberíamos tener presente que ambos términos de la razón *C/PIB* deben ser definidos para una misma inflación.

El crecimiento medio del crédito nominal del 8,7% incorpora un crecimiento medio del crédito real del 4,1% y un crecimiento medio de la inflación del 4,4% (los datos del ciclo de referencia). Para definir la ratio *C/PIB*, Gual divide este crédito nominal por un PIB nominal que en media crece un 5%. Dada la actual coyuntura y la incertidumbre que la rodea, es perfectamente concebible que este crecimiento nominal esté formado por un crecimiento real del 0,6% y una inflación del 4,4%, que por coherencia es lo que implícitamente Gual debe estar suponiendo. Pero naturalmente éste no es el único supuesto posible.

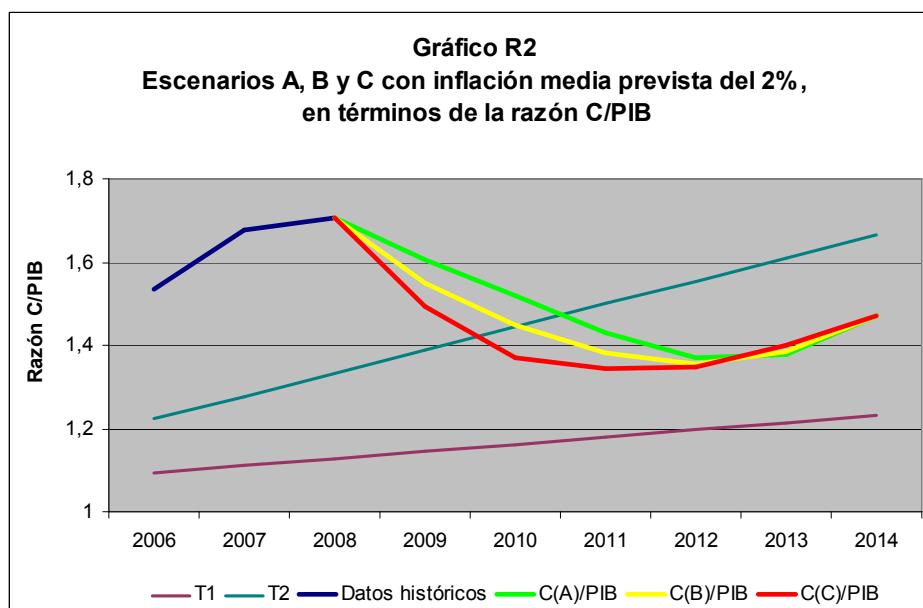
En las circunstancias presentes no es fácil hacer una predicción acerca de la inflación futura. Hoy nos embarga el temor a la deflación y mañana, una vez iniciada la recuperación, nos preocupará el efecto que la liquidez inyectada en la economía y no oportunamente retirada pueda tener sobre la inflación. Esta es la razón por la cual en mi

nota no entro en estimaciones de la evolución del crédito basadas en tasas de inflación distintas al 4,4% que tomo del ciclo de referencia. El sugerente comentario de Gual, sin embargo, me brinda la oportunidad de ser algo más aventurado. Supongamos que el 5% nominal está formado por un crecimiento medio del PIB real del 3% y una inflación 2%. En tal caso, para definir de forma homogénea la razón *C/PIB*, es necesario recalculer el crecimiento del crédito nominal partiendo de un crecimiento real del 4,1% (la referencia del último ciclo regular) y de una inflación del 2%.

El Gráfico R1 muestra el resultado de esta nueva estimación y la compara con la que se presenta en mi nota original. Las tasas de crecimiento del crédito son sistemáticamente más negativas para los tres escenarios. El Escenario B alcanza un mínimo del -6,4% en 2009 y se mantiene en tasas negativas (-4,8% y -1,6%) durante los dos años siguientes, y el Escenario C presenta dos años que serían previsiblemente muy difíciles (2009 y 2010) con tasas del -10,8% y del -6,9%. Incluso el Escenario A se ve forzado a entrar en tasas negativas que promedian un -2,7% durante los tres años que van de 2009 a 2011.



Por último, el Gráfico R2 muestra el comportamiento de estas nuevas tasas estimadas, expresadas en términos de la razón *C/PIB*, con respecto a las dos tendencias presentadas por Gual. Los tres escenarios se mantienen por encima de la tendencia secular T1, pero son perfectamente compatibles con la tendencia de más corto plazo T2. No me preocupa la distancia con respecto a la T1, porque el propósito del ejercicio es hacer una estimación de corto/medio plazo; exigir que la reversión a la tendencia secular se haga en sólo seis años es pedir demasiado. Pero además, como señala Gual, está por ver si el sistema se estabilizará alrededor de T1 o si, fruto de la inevitable intensificación financiera de una economía moderna, acabará situándose en niveles próximos a los contemplados por mis escenarios.



### 3. Dos conclusiones:

La primera es que los dos enfoques son perfectamente compatibles entre sí y que es útil disponer de ambos para poder contrastar resultados.

La segunda es que, mírese como se mire, se confirma la gravedad de la situación señalada en mi nota. Es más, si la inflación media del presente ciclo fuera significativamente más baja que la contemplada en mi nota, el crédito podría caer durante algunos años de forma alarmante. En principio ello debería ser neutro en lo que al PIB real se refiere, pero éste es un punto sobre el que no me pronuncio en mi nota original y así quiero dejarlo.

Reitero mi agradecimiento a Jordi Gual.