

## Recuadro 4

**DETERMINANTES ESTRUCTURALES DE LA EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**

La evolución del crédito es un tema de suma importancia para el diseño de política monetaria. En este recuadro se cuantifica la contribución de los factores externos a dicha evolución. Dado lo anterior, es importante notar que el crédito al sector privado ha venido mostrando, en los últimos meses, tasas de crecimiento menores a las observadas en años previos. Así, para el caso de las empresas bancarias, el ritmo de expansión del crédito total se ha reducido de 9,9 por ciento en marzo de 2016 a 5,5 por ciento en enero de este año. ¿Qué explica esta desaceleración? En este recuadro se responde a esta pregunta utilizando un modelo de vectores autorregresivos y un ejercicio de descomposición histórica que cuantifica la contribución de los factores estructurales en la evolución del crédito.

La desaceleración del crédito no ha sido homogénea entre sectores, y tal como se muestra en el siguiente cuadro, ha sido más intensa en aquellos sectores en los que se ha observado un menor nivel de inversión, por ejemplo el sector minería, o en los sectores en los que la actividad económica ha perdido dinamismo, como es el caso del sector construcción y comercio. Sin embargo, en otros sectores, como transporte, enseñanza y servicios de salud, el crédito no sólo mantiene tasas de crecimiento de dos dígitos, sino que en algunos casos se ha acelerado.

**EMPRESAS BANCARIAS: CRÉDITO TOTAL POR SECTOR ECONÓMICO**

	Tasas de crecimiento anual (%)		
	Dic.14	Dic.15	Dic.16
<b>1. EMPRESAS</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>3,7</b>
1.1.TRANSABLES	-5,5	12,3	-7,2
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	8,0	15,5	4,6
Pesca	-24,3	-4,7	1,0
Minería	-9,7	13,0	-17,5
1.2.NO TRANSABLES	11,1	10,0	4,9
Industria Manufacturera	10,9	3,9	3,6
Electricidad, Gas y Agua	12,6	6,7	6,3
Construcción	26,4	2,2	-1,7
Comercio	8,6	11,2	3,4
Hoteles y Restaurantes	12,8	19,9	3,0
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	8,6	4,2	10,1
Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	15,8	10,5	10,3
Enseñanza	12,4	35,9	15,6
Servicios Sociales y Salud	10,8	8,3	11,7
<b>2. CRÉDITOS HIPOTECARIOS PARA VIVIENDA</b>	<b>11,1</b>	<b>7,5</b>	<b>4,4</b>
<b>3. CRÉDITOS DE CONSUMO</b>	<b>11,1</b>	<b>16,3</b>	<b>7,4</b>
<b>TOTAL</b>	<b>9,8</b>	<b>10,8</b>	<b>4,4</b>

Nota: Los saldos en moneda extranjera están valuados a tipo de cambio constante de diciembre 2016.  
Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros.

Se debe tomar en cuenta que el crédito observado es una variable que refleja factores tanto de oferta como de demanda, por lo que para identificar aquellos factores que explican su evolución se requiere





estimar estos determinantes. Con este objetivo, se estima un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR) y se sigue a la literatura empírica para la identificación de los choques estructurales. Así, se tiene como variable principal al crecimiento anual del crédito total. De otro lado, se identifican choques de demanda a través del crecimiento del PBI, choques de oferta a través de la inflación, del encaje en soles y dólares, choques de política monetaria a través de la tasa de interés y choques cambiarios. Adicionalmente se incluye un bloque de variables externas, el cual considera la tasa de interés internacional y los precios de los *commodities* y del petróleo. Al respecto, estas variables externas capturan tanto factores de oferta como de demanda, así como también la política monetaria de los Estados Unidos. Finalmente, el choque asociado al crédito es interpretado como un choque financiero. La identificación del modelo se realiza a través de la descomposición de *Cholesky* y los datos utilizados cubren el periodo comprendido entre enero de 2004 y diciembre de 2016.

### CONTRIBUCIÓN DE VARIABLES EXTERNAS Y EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO TOTAL



Utilizando el modelo estimado, se realizó la descomposición histórica de la tasa de crecimiento anual del crédito total (línea sólida negra), la que se puede apreciar en el gráfico anterior<sup>7</sup>. Dado que el modelo VAR es una ecuación en diferencia, este cuenta con una solución que depende de la observación inicial, la cual tiene una contribución decreciente. Luego, es bastante notoria la contribución de las variables externas o exógenas, tanto en las etapas de expansión como las de contracción del crédito.

Considerando los eventos ocasionados por la crisis financiera internacional, podemos observar dos ciclos crediticios durante el periodo 2004-2016. El primero se inicia en el año 2006, siguiendo el ciclo del precio de los metales, lo que se refleja en una fuerte contribución positiva del componente externo. Esta primera etapa dura hasta 2008, momento en el que estalla la crisis financiera internacional. Por otro lado, el segundo ciclo se inicia a fines del año 2010, donde se observa que las fuentes domésticas tales como los impulsos de demanda, monetario y financiero sostienen la recuperación del ritmo de crecimiento del crédito al sector privado. Posteriormente, las condiciones

7 La tasa de crecimiento del crédito fue normalizada y centrada en cero, de forma tal que se puede apreciar el signo de las contribuciones (positivo y negativo).

externas se vuelven negativas hacia 2013, momento que coincide con el anuncio del retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (*Tapering Tantrum*).

Adicionalmente los choques monetarios, los cuales comprenden tanto acciones de la tasa de interés como las medidas de encaje, cobraron mayor importancia desde el lanzamiento de las medidas de desdolarización en 2014. De otro lado, los choques de demanda asociados al crecimiento del PBI juegan también un papel importante. Así, se observa que estos contribuyeron de manera significativa durante el periodo 2013-14 y en el último año.

Posteriormente, durante 2014 los factores domésticos de política monetaria, así como el factor cambiario, moderaron el impacto negativo de los choques externos, el cual se acentuó durante el periodo 2015-2016. Lo anterior se reflejó en una evolución modesta del crédito. Luego, hacia fines de 2016 puede apreciarse una reversión en la tendencia de los factores externos, lo que denota que la evolución del crédito no seguirá siendo afectada negativamente por factores externos en el mediano plazo.

En conclusión, este análisis muestra que el crédito al sector privado, es altamente dependiente de los factores externos, tanto porque el ciclo económico en Perú está influenciado por estos factores, como porque las condiciones crediticias en dólares se determinan por las tasas de interés internacionales. Sin embargo, el análisis también muestra que la política monetaria, tanto a través de la tasa de interés, como del uso activo de los encajes en soles y dólares, han limitado el efecto de estos factores externos sobre las condiciones crediticias domésticas, lo que ha permitido que el crédito total no experimente una desaceleración brusca en los últimos cinco años. En esta línea las recientes reducciones de la tasa de encaje en dólares, están permitiendo limitar el impacto sobre las tasas de interés domésticas del incremento en las tasas de interés internacionales, asociadas a la reversión del estímulo monetario de la Reserva Federal de los EE.UU.

