



Recuadro 5 CHOQUES DE OFERTA Y DEMANDA DE CRÉDITO EN EL PERÚ³⁴

La dinámica del crecimiento del crédito al sector privado es explicada por diferentes choques macroeconómicos y financieros, los cuales a su vez pueden ser gobernados por fuerzas de mercado, de oferta y demanda, así como también por acciones de política monetaria y factores externos. El objetivo de este recuadro es el de explicar la dinámica reciente del crecimiento del crédito al sector privado, identificando para ello choques de oferta y demanda de crédito por monedas y junto con otros choques macroeconómicos tradicionales (política monetaria, demanda y oferta agregada, etc.).

En el caso particular de Perú, se tienen dos mercados de crédito que operan de forma simultánea (sistema de Intermediación Financiera en soles y dólares), lo cual dificulta aún más capturar a través de los datos las fuerzas de mercado mencionadas anteriormente. En consecuencia, la identificación de estos choques tradicionales en la literatura es más desafiante. No obstante, vale la pena mencionar que para el periodo de análisis (2002-2023) la tasa de dolarización se redujo notablemente, desde 83,3 por ciento en diciembre de 2001 a 23,9 por ciento en marzo de 2023. Con ello, el sistema financiero es hoy en día menos vulnerable frente a choques externos que se reflejan en el alza del tipo de cambio.

Con el objetivo de capturar los choques mencionados líneas arriba, se estima para ello un modelo de vectores autorregresivos estructurales bayesiano (BVAR) para el periodo 2002-2023, donde los choques estructurales son identificados a través de la imposición de restricciones de ceros y signos³⁵, en línea con la literatura empírica reciente³⁶, tanto de economías avanzadas como emergentes³⁷. Dicha metodología permite aislar las fuerzas del mercado opuestas, tales como de oferta y de demanda. Las restricciones de signo que permiten separar efectos de demanda y oferta son como sigue: (i) un choque de oferta de crédito eleva el nivel del crédito y reduce el *spread* entre las tasas activa y pasiva, (ii) un choque de demanda de crédito eleva el nivel del crédito y eleva el *spread* entre las tasas activa y pasiva por moneda. Estas restricciones se aplican de forma simultánea a los créditos en ambas monedas (soles y dólares).

Los datos utilizados para el caso de Perú corresponden a: (i) inflación, (ii) crecimiento del PBI, (iii) crecimiento del crédito en dólares, (iv) crecimiento del crédito en soles, (v) *spread* de tasas activa

34 Recuadro basado en el trabajo de Fernando Pérez titulado con el mismo nombre, y que fue presentado en el Seminario de Investigación Económica del BCRP en el mes de mayo de 2023.

35 Canova, F. and De Nicoló, G. (2002). Monetary disturbances matter for business fluctuations in the G-7. *Journal of Monetary Economics*, 49, 1131-1159.

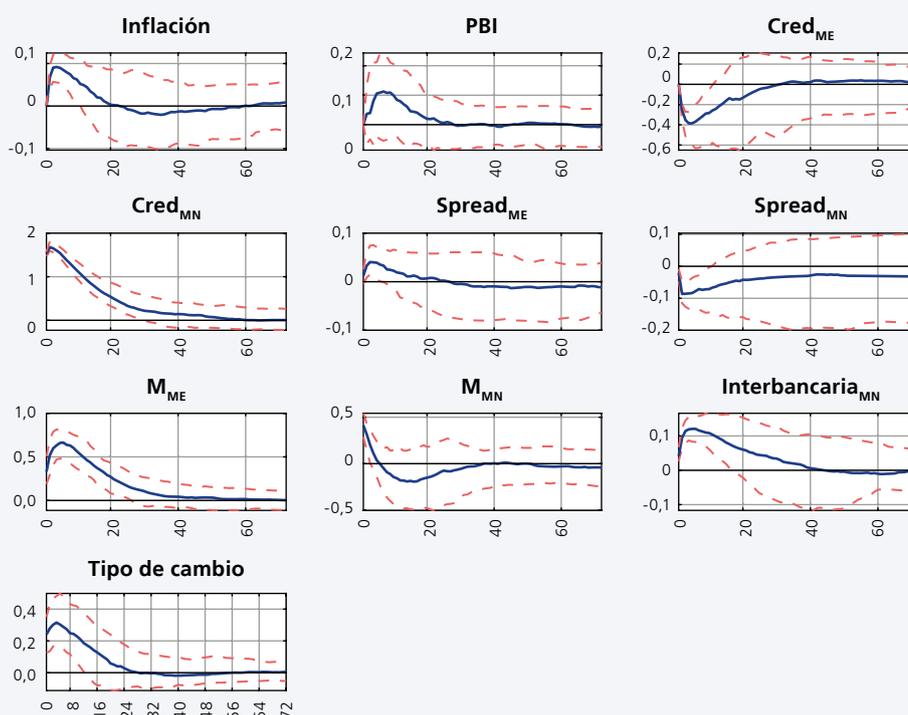
36 Ver Rubio-Ramírez, J. F., Waggoner, D. F. and Zha, T. (2010). Structural vector autoregressions: Theory of identification and algorithms for inference. *Review of Economic Studies*, 77, 665-696.

37 Ver Balke, N. S., Zeng, Z. and Zhang, R. (2021). Identifying credit demand, financial intermediation, and supply of funds shocks: A structural var approach. *The North American Journal of Economics and Finance*, 56, 101375; Buyukbasaran, T., Karasoy-Can, G. and Kucuk, H. (2022). Macroeconomic effects of bank lending in an emerging economy: Evidence from turkey. *Economic Modelling*, 115, 105946.

y pasiva en soles, (vi) *spread* de tasas activa y pasiva en dólares, (vii) crecimiento de la liquidez en dólares, (viii) crecimiento de la liquidez en soles, (ix) tasa de interés interbancaria en soles y (x) variación del tipo de cambio (S/ por US\$). Todas las variables fueron expresadas en variaciones porcentuales interanuales, a excepción de las tasas de interés y *spreads*.

Entre los principales resultados tenemos que los choques macroeconómicos de oferta, demanda y cambiarios, junto con el de política monetaria, producen los efectos habituales, en línea con la evidencia empírica previa. Asimismo, de un lado el choque de oferta de crédito en moneda nacional expande el crédito y la liquidez en soles, reduce el *spread* entre tasas activas y pasivas (margen financiero), produce una caída en el crédito en moneda extranjera, y una expansión de la actividad económica que posteriormente se refleja en un aumento de la inflación y la respuesta del banco central elevando su tasa de interés.

EFFECTOS DINÁMICOS DE UN CHOQUE DE OFERTA DE CRÉDITO EN SOLES*

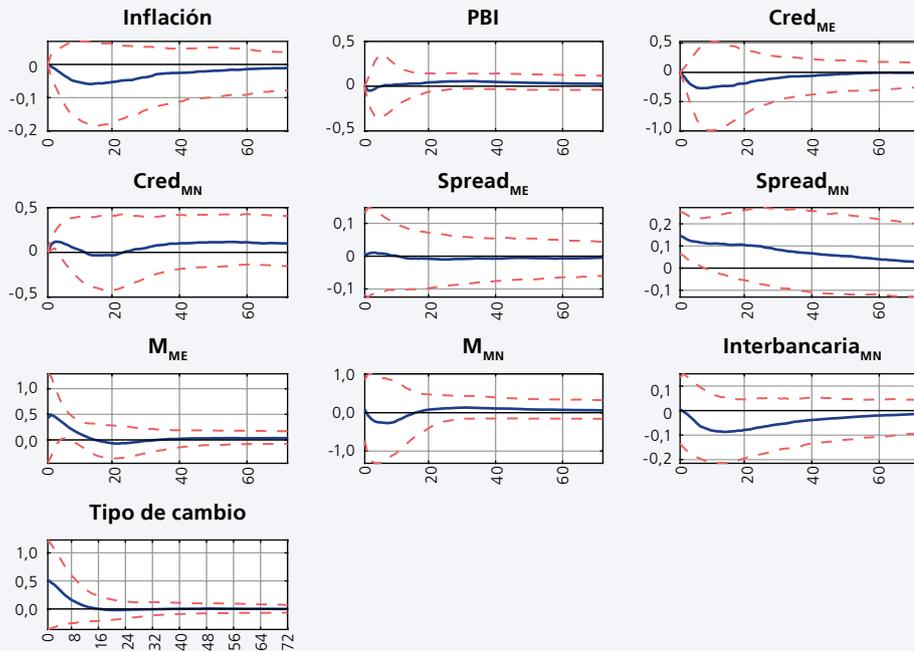


* Valor mediano e intervalo del 68 por ciento más probable.

Por su parte, un choque demanda del crédito en moneda nacional produce un aumento en el *spread* de tasas activas y pasivas, y un posterior aumento de la actividad económica.



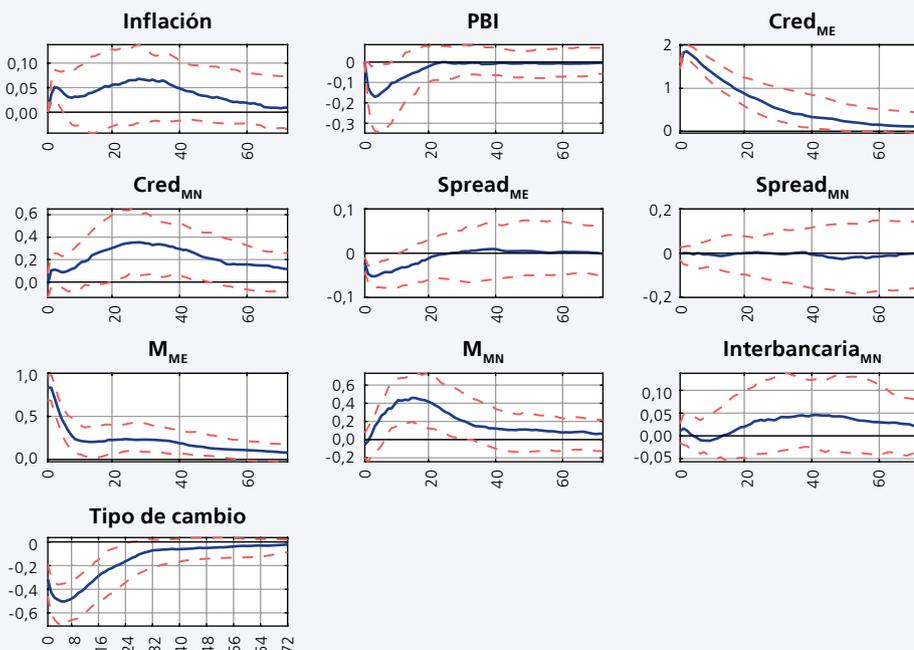
EFFECTOS DINÁMICOS DE UN CHOQUE DE DEMANDA DE CRÉDITO EN SOLES*



* Valor mediano e intervalo del 68 por ciento más probable.

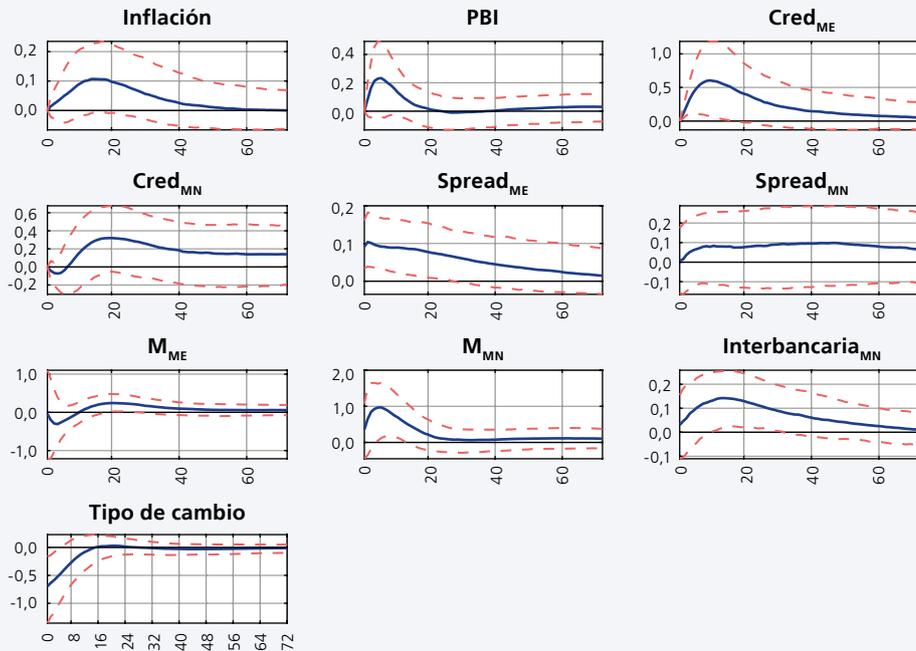
De otro lado, un choque de oferta de crédito en moneda extranjera expande el crédito y la liquidez en dicha moneda, reduce el *spread* entre tasas activas y pasivas, y su efecto en la actividad económica es negativo, dado el aumento de la dolarización y el efecto de hoja de balance. Finalmente, el choque demanda de crédito en moneda extranjera produce también un aumento en *spread* entre tasas activas y pasivas y una expansión de la actividad económica.

EFFECTOS DINÁMICOS DE UN CHOQUE DE OFERTA DE CRÉDITO EN DÓLARES*



* Valor mediano e intervalo del 68 por ciento más probable.

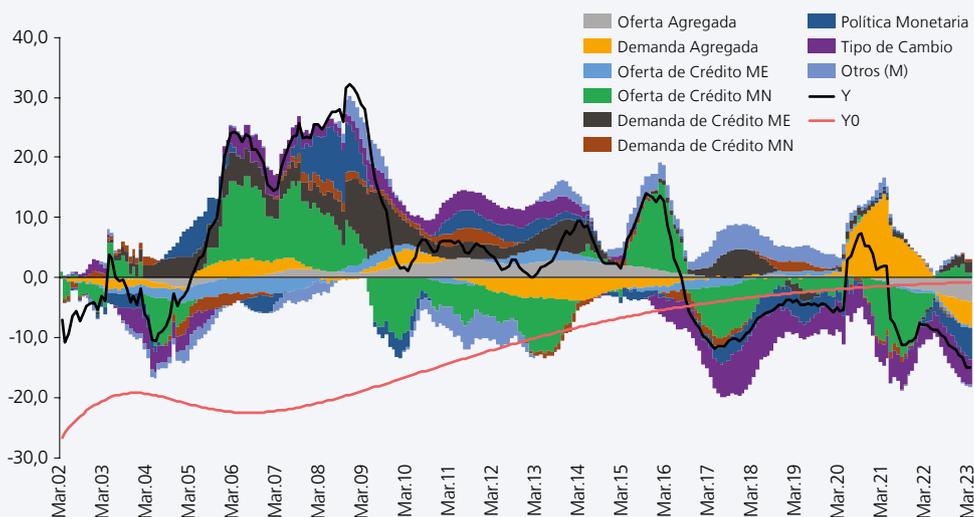
EFFECTOS DINÁMICOS DE UN CHOQUE DE DEMANDA DE CRÉDITO EN DÓLARES*



* Valor mediano e intervalo del 68 por ciento más probable.

La descomposición histórica del crecimiento interanual del crédito en ambas monedas muestra la contribución de los choques de demanda y oferta de crédito previamente mencionados. En particular, la descomposición histórica muestra que la última desaceleración del crédito agregado en moneda nacional se explica por choques de tipo de cambio negativos, choques de oferta y demanda agregada, y también por las acciones de política monetaria asociadas al alza de la tasa de interés (fenómeno observado a nivel global).

DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL*

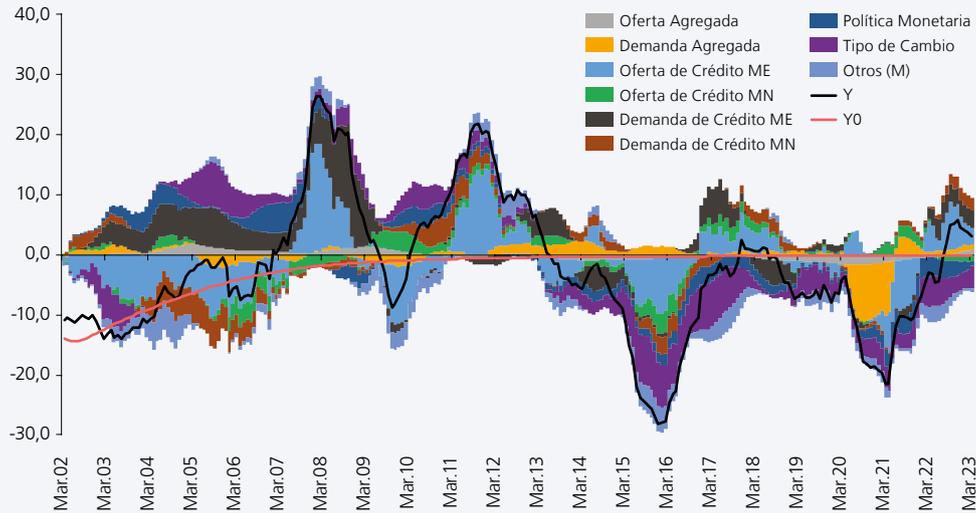


* Se sustrajo el promedio muestral de la variable bajo estudio para fines de presentación.

Por su parte, la descomposición histórica también muestra que la última desaceleración en el agregado crédito en moneda extranjera se explica por choques negativos de oferta de crédito en ambas monedas, así como también por los choques asociados al tipo de cambio.



DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DEL CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA*



* Se sustrajo el promedio muestral de la variable bajo estudio para fines de presentación.

En conclusión, la evolución del crecimiento del crédito al sector privado, especialmente en moneda nacional, depende de varios factores, tanto macroeconómicos como financieros. En tal sentido, la desaceleración del crédito al sector observada en los últimos meses responde principalmente a factores de demanda y oferta agregada domésticos, así como también, y en menor medida, por las acciones de política monetaria y los factores externos tales como las fluctuaciones del tipo de cambio. Por su parte, el crecimiento del crédito al sector privado en moneda extranjera depende también de factores externos tales como el tipo de cambio, y también la evolución de las tasas de interés internacionales, principalmente en dólares. En suma, la desaceleración del crédito es explicada por distintos factores macroeconómicos más allá del alza de la tasa de interés de política a nivel global, por efectos tanto domésticos como externos.