



L9. CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN LA PROGRAMACIÓN FINANCIERA

Prof. Javier Hamann, PhD

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

17 -25 DE MARZO DE 2025

Fricciones en el Sector Financiero

- En el modelo keynesiano tradicional no hay intermediarios financieros.
- $S = I$ se logra canalizando directamente los ahorros de las familias a manos de los empresarios (o de proveedores de fondos a prestatarios de fondos).
- Como resultado, el modelo genera solo una tasa de interés de “equilibrio”.
- Pero en la realidad observamos varias tasas de interés que varían dependiendo de la madurez del activo financiero, del riesgo crediticio del prestatario, de la liquidez de los instrumentos financieros, etc.
- Importante entender:
 - Por qué hay diferentes tasas de interés?
 - Qué rol juegan los bancos en la distribución eficiente de fondos prestables?
 - Si la capacidad de intermediación de los bancos es endógena con relación al estado de la economía (feedbacks)?
 - Si la PF puede capturar estos factores?

Información Asimétrica en Mercados Financieros

- Los mercados financieros están plagados de “fallas de mercado” en gran medida por la omnipresencia de la información asimétrica.
- Normalmente, el prestamista no conoce con plenitud características importantes del prestatario:
 - Selección adversa (ex ante). El prestatario tiene una probabilidad alta o baja de devolver el préstamo (independientemente del éxito de su negocio).
 - Riesgo moral (ex post). El prestatario puede tomar mayores riesgos o se comporte de manera menos responsable **luego** de obtener un préstamo. (Ej. endeudarse más aún).
- Por tanto, prestar dinero sin poder mitigar estos problemas es muy riesgoso. Pero tomar medidas para mitigar los riesgos es caro: screening y monitoreo.
- La tecnología necesaria para evaluar posibles prestatarios, elaborar contratos de préstamos adecuados y monitorear prestatarios durante la vida de un préstamo es costoso. Sin embargo, la tecnología esta sujeta a considerables economías de escala.

El Margen de Financiamiento Externo (MFE)

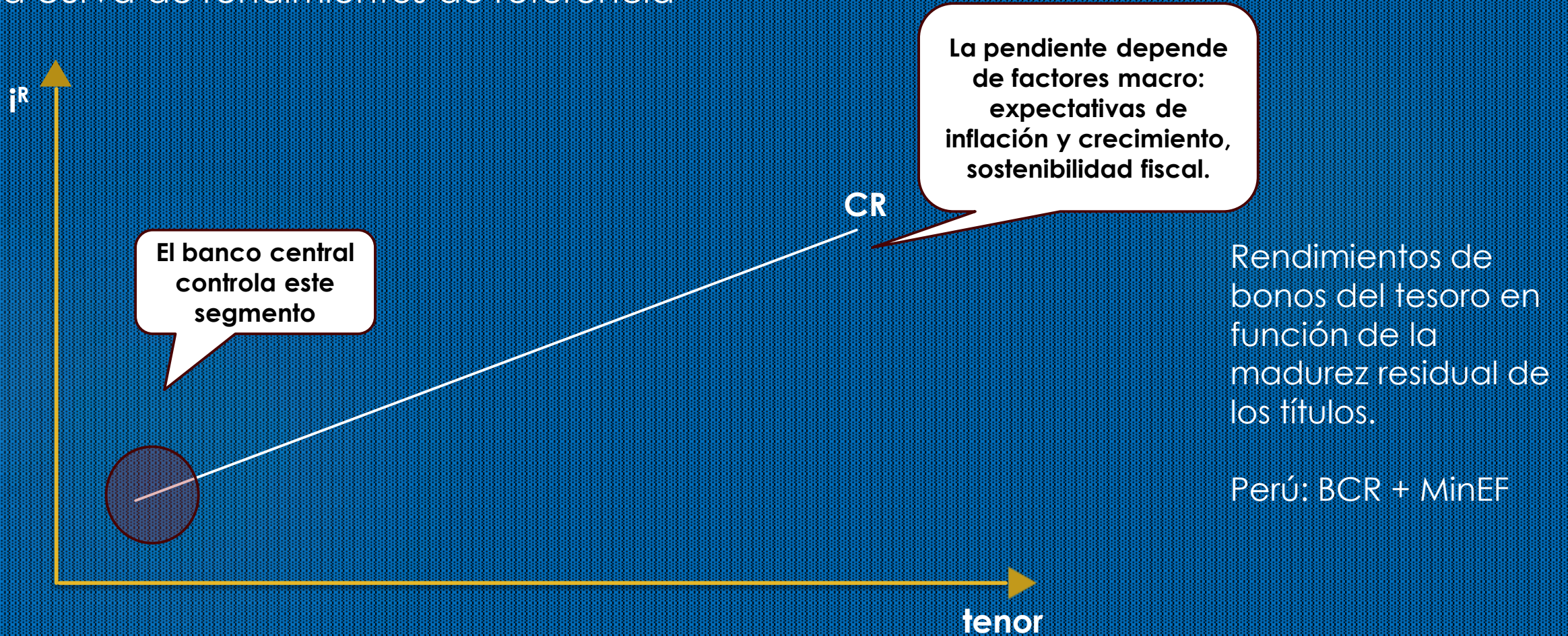
- Los prestamistas (bancos) asumen distintos tipos de riesgo al hacer préstamos: riesgo de liquidez (los depósitos son líquidos pero los préstamos no), y riesgo crediticio (probabilidad de no repago).
- Y deben tomar medidas para mitigarlos: colateral, cuotas iniciales (*"skin in the game"*).
- Los riesgos asociados con cada prestatario se reflejan en el **MFE** que se puede definir como el costo total de endeudamiento menos el costo de oportunidad de los activos líquidos propios.
- Para una empresa, MFE puede racionalizarse como el costo de financiamiento externo (préstamos) menos el costo de financiamiento interno (re-invertir las utilidades): el costo de pedir préstamos o emitir bonos corporativos *menos* lo que ganaría en el banco si depositara sus utilidades ahí.

El Margen de Financiamiento Externo (MFE)

- El MFE es una variable endógena y tiene un componente idiosincrático y uno sistémico.
- El componente idiosincrático:
 - Depende inversamente del patrimonio (activos menos pasivos), disponibilidad de colateral, perfil de liquidez, etc. del prestatario.
 - La razón es que esto reduce los costos de monitoreo del banco y el riesgo que éste asume.
- El componente sistémico depende de las condiciones *macroeconómicas* y de la solvencia de las entidades financieras.
- El MFE es uno de los determinantes de las condiciones *financieras* en general.

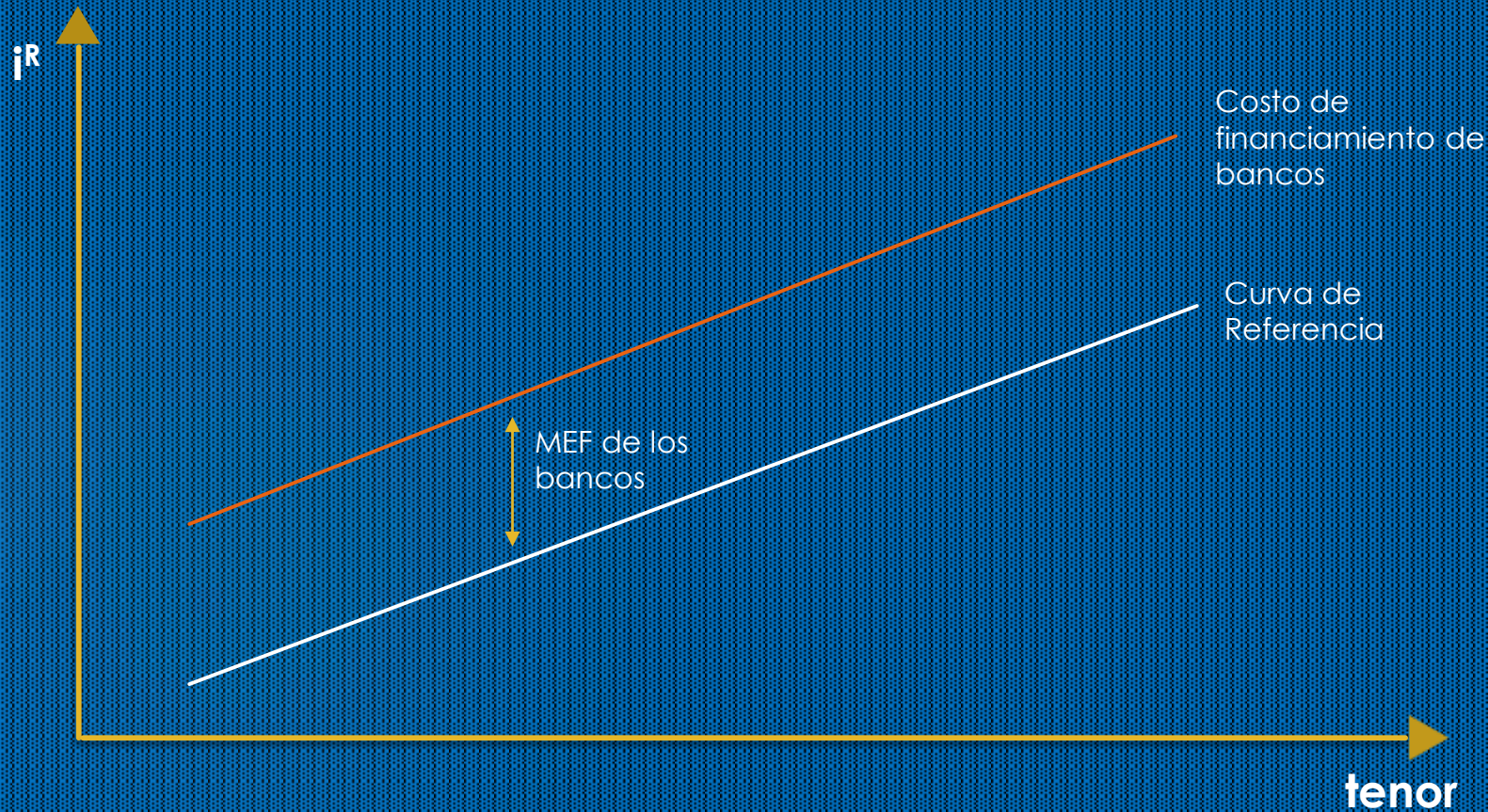
El MFE, las Condiciones Financieras y el Crédito

La curva de rendimientos de referencia



El MFE, las Condiciones Financieras y el Crédito

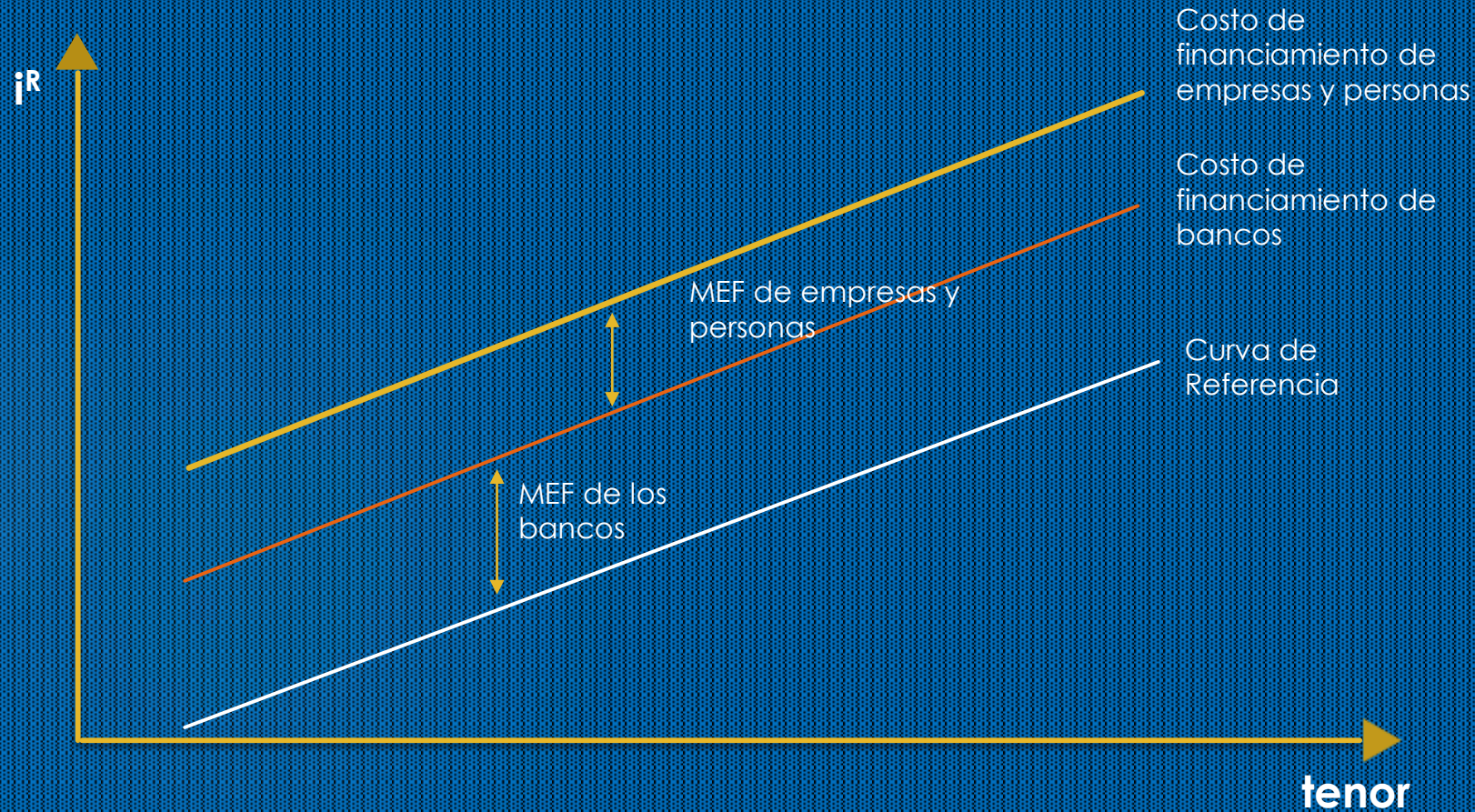
Costos de fondeo de intermediarios financieros



MEF de los bancos depende de sus indicadores de solvencia.

El MFE, las Condiciones Financieras y el Crédito

Costos de fondeo de intermediarios financieros



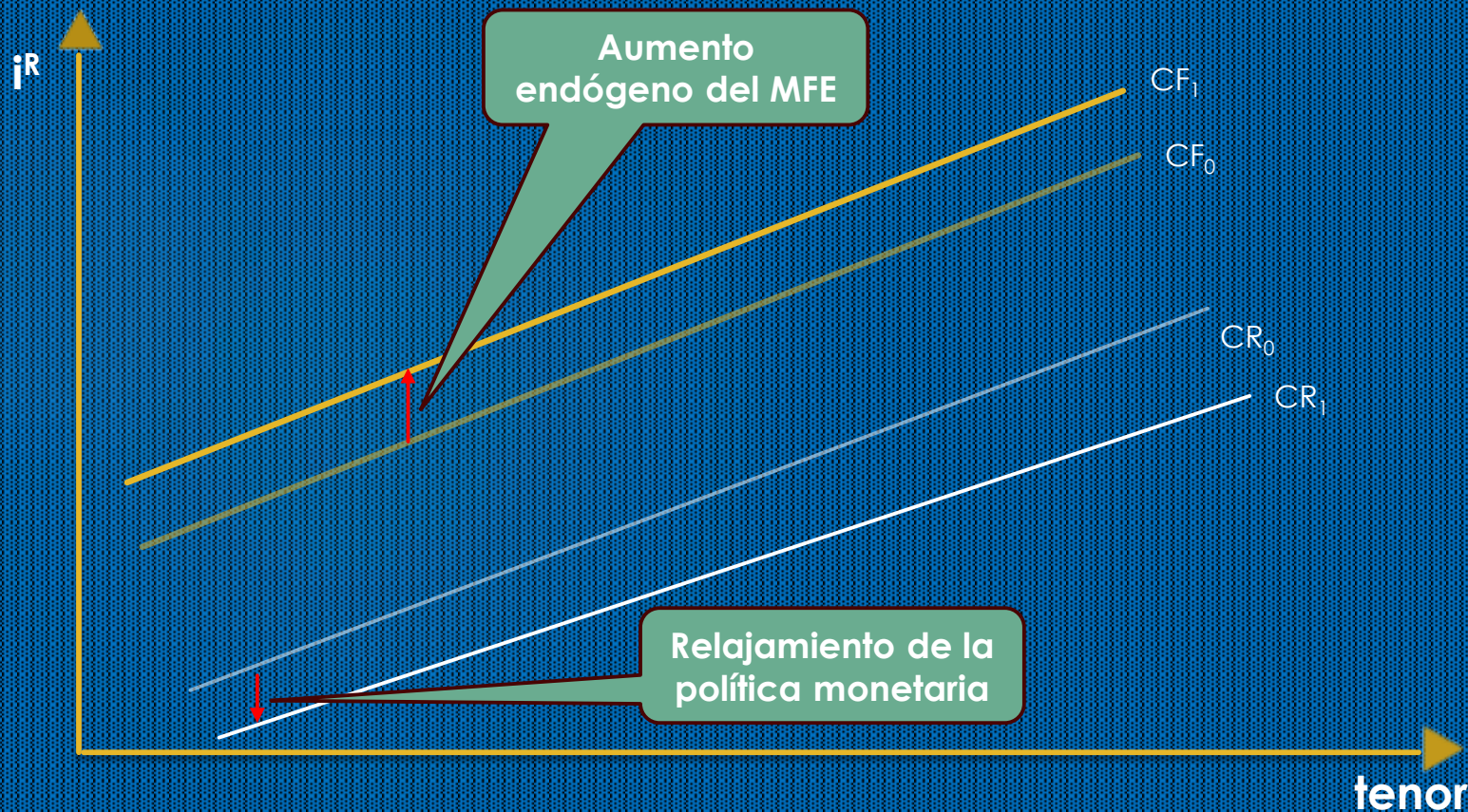
El costo del crédito depende de varios factores

MFE y Ciclos Económicos

- El componente sistémico depende de las condiciones *macroeconómicas* y de la solvencia de las entidades financieras:
 - Acelerador financiero (Bernanke & Gertler, 1989): mejoras en la situación económica elevan el patrimonio neto de las empresas (valor de activos, ventas) y esto mejora el acceso al crédito (mejores términos financieros o acceso a empresas que no lo tenían).
 - Colateral (Kiyotaki & Moore, 1997): mecanismo similar pero basado en activos que pueden ser usados como garantías para préstamos. Típicamente el valor de propiedades.
- Estos mecanismos reducen el MFE de la economía en general en tiempos de bonanza, pues reducen los costos de evaluación de solicitudes de crédito y del monitoreo de prestatarios.
- Por tanto, el MFE es contra-cíclico y tiende a amplificar los shocks a la economía a través de expansiones de crédito.
- *Corolario: shocks negativos al PBI pueden desatar contracciones del crédito (debido a aumentos en el MFE) y agravar el impacto negativo sobre el PBI.*

MFE y Ciclos Económicos

- Corolario: shocks negativos al PBI pueden desatar contracciones del crédito (debido a aumentos en el MFE) y agravar el impacto negativo sobre el PBI.
- La política monetaria tradicional puede ser incapaz de mitigar el impacto recesivo del shock:

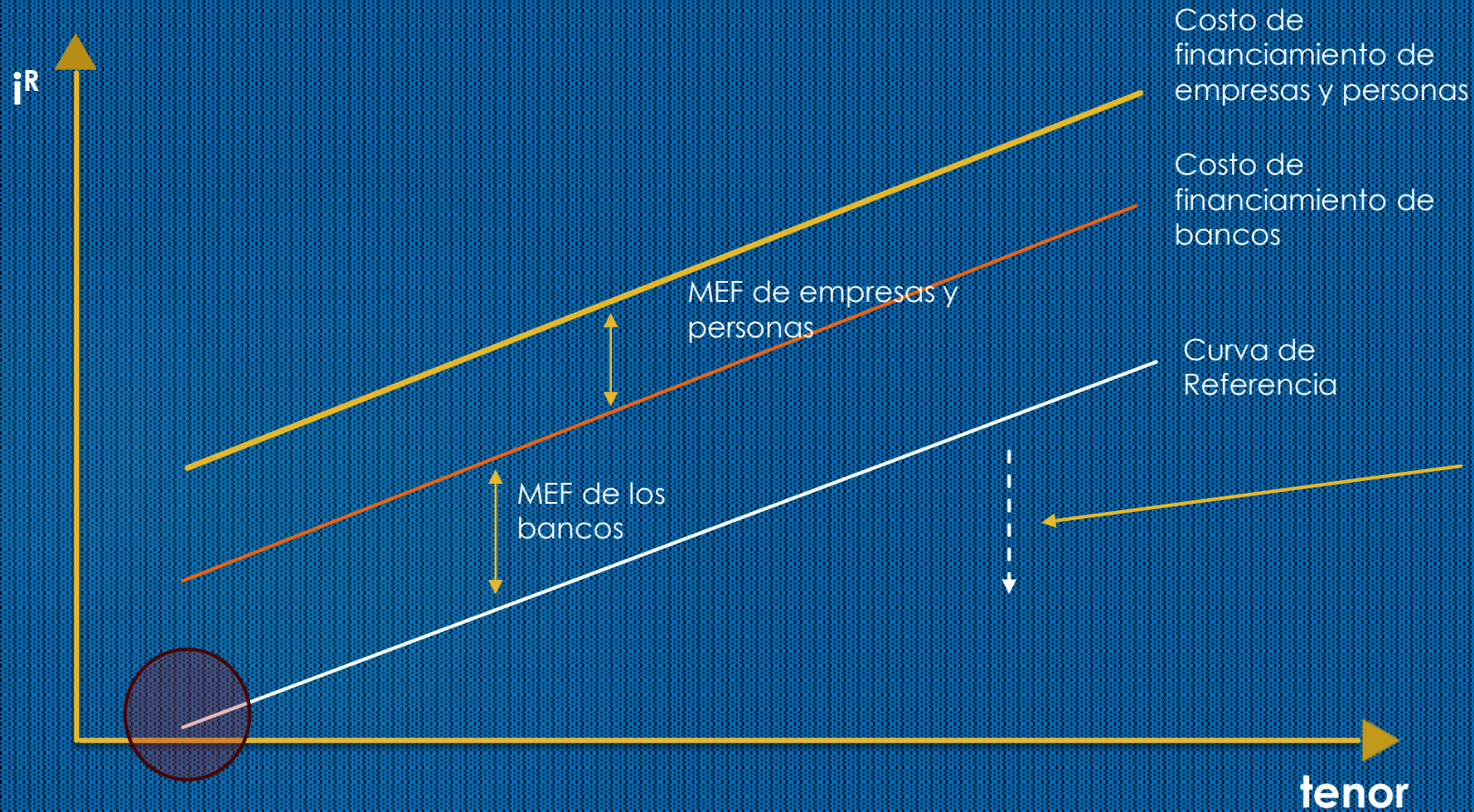


- Shock negativo aumenta el MFE.
- Política monetaria desplaza CR hacia abajo.¹
- Costo de financiamiento puede no reducirse...

Política Monetaria y MEF: Evidencia Empírica

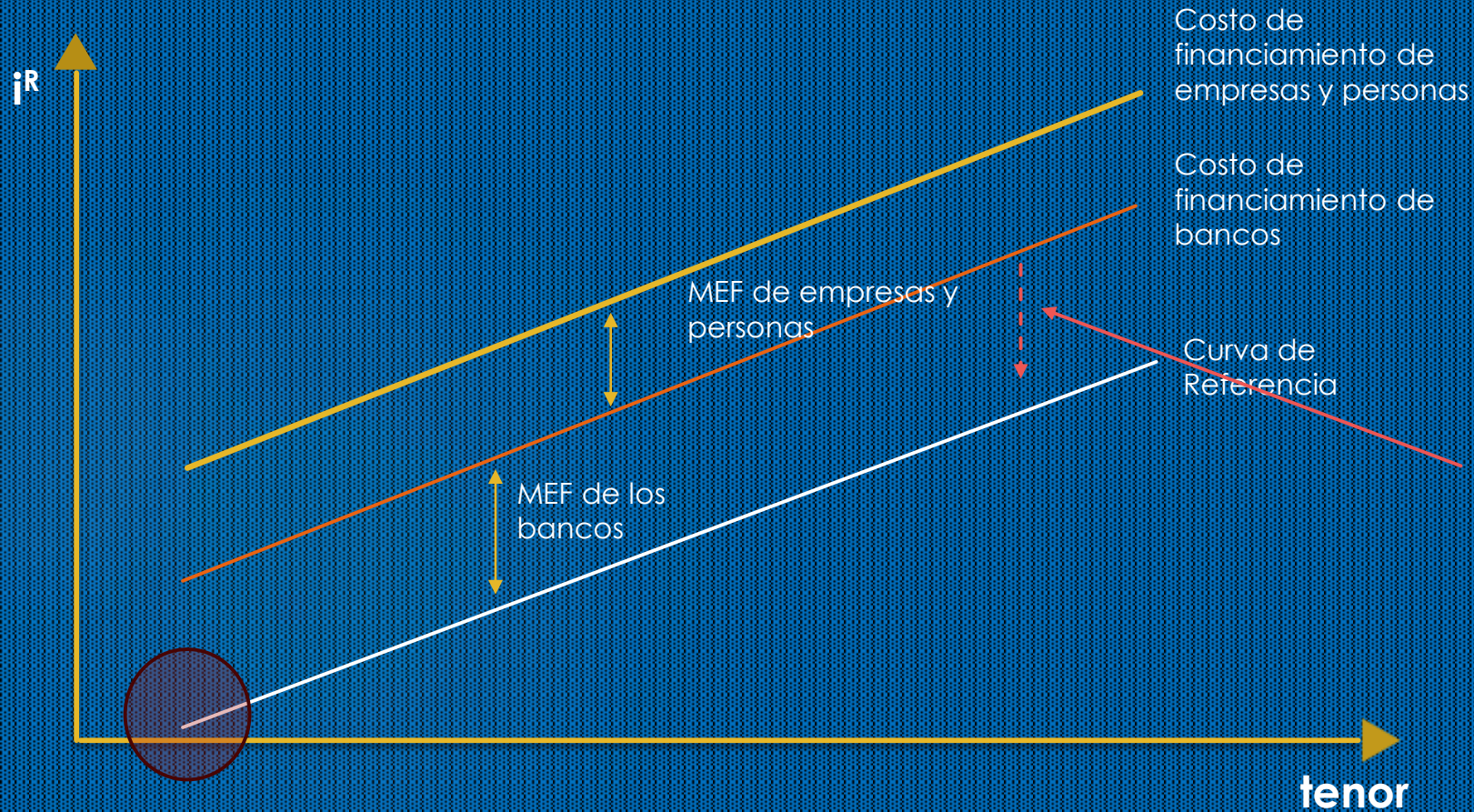
- En un estudio reciente del Banco Central Europeo, Altavilla y otros (2024) encontraron que, en la UE:
 1. 50% de la variabilidad en el MEF se explica por factores domésticos (riesgo soberano de cada país);
 2. 25% de la variabilidad en el MEF se explica por características de los balances de los bancos (solventia, liquidez, rentabilidad);
 3. 15% de variabilidad en el MEF se explica por características de las empresas deudoras.
- Por tanto:
 1. si bien el segmento de más corto plazo de la curva de referencia (CR) lo determina el banco central, el resto de la curva depende del riesgo país.
 2. La solidez del sistema financiero juega un rol importante en los costos financieros.
 3. El MEF de las empresas no financieras explica una parte menor (aunque sustancial) de los costos de financiamiento.

Política Monetaria, QE y MEF:



- La política monetaria afecta las tasas de i de referencia de corto plazo. No la pendiente del resto de la curva.
- Si la parte de más largo plazo de la CR no desciende: QE (compra de bonos del tesoro de largo plazo).

Política Monetaria, CE y MEF:



- Si la curva de referencia se desplaza hacia abajo pero el MEF de los bancos aumenta (crisis financiera): *credit easing* (CE).
- CE: el banco central compra activos privados que usan los bancos para fondearse (deuda bancaria no colateralizada, activos usados como colateral en repos).

MEF y Programación Financiera

- Por qué es relevante el MEF y su dinámica para la programación financiera?
- PF no captura aspectos importantes del crédito (solo la cantidad, derivada de un marco simple):
 - Las proyecciones reales (esp. sectoriales) no se hacen en función de disponibilidad o costo de crédito.
 - *Sin embargo*, ciertos sectores económicos dependen crucialmente del crédito (PYMES, construcción, comercio internacional).
 - La disponibilidad y el costo del crédito no dependen de la capacidad de intermediación de los bancos, que en realidad es endógena.
 - *Sin embargo*, los supuestos exógenos detrás de los escenarios de la PF pueden implicar que la capacidad de los bancos de intermediar puede verse afectada.

Bernanke (1989) explica como la contracción del PBI durante la crisis de los 1930s requiere entender el rol del crédito (y el valor agregado de los bancos); la versión monetaria de Friedman & Schwartz es insuficiente. Bernanke (2018) hace una explicación similar sobre la crisis financiera internacional y la caída del PBI en EEUU.

Escenarios de Programación Financiera y MEF

- Factores exógenos que pueden afectar la capacidad de intermediación de los bancos o los costos de financiamiento:
 - Deterioro en condiciones financieras globales y reducción de líneas de crédito de bancos exteriores a bancos domésticos o transmisión de liquidez a casas matrices.
 - Aumento en tasas globales de interés.
 - Corridas bancarias domésticas.
- Factores endógenos que pueden afectar la capacidad de intermediación de los bancos o los costos de financiamiento:
 - Contracción *significativa* de la actividad económica doméstica y deterioro de cartera de préstamos → pérdidas crediticias o de mercado → reducción del capital de los bancos.
- El diagnóstico que sustenta los escenarios de la PF debe incluir un análisis de la situación bancaria, especialmente las vulnerabilidades del sistema (rol de los informes de estabilidad financiera).

Escenarios de Programación Financiera y MEF

- Cómo capturar el impacto de cambios en la capacidad de intermediación financiera?
- Una posibilidad es la generación de ecuaciones de valor agregado sectorial con disponibilidad y costo de crédito como variables explicativas:

$$\Delta \ln y_t^i = \alpha_o^i + \sum_{h=1}^{k1} \alpha_h \Delta \ln y_{t-h}^i + \sum_{j=0}^{k2} \beta_j \Delta \ln cred_{t-h}^i + \sum_{l=0}^{k3} \gamma_l \Delta \ln i_{t-l}^i + \varepsilon_t^i$$

- Si los coeficientes β o γ son significativos para el sector i , se puede calcular el impacto real de cambios en la disponibilidad y/o el costo del crédito.
- Los “shocks” al volumen y/o costo de crédito se calcularían en bloques separados.
- En las iteraciones iniciales de la PF, se agregarían los valores agregados sectoriales y se calzaría el resultado con la proyección agregada del PBI.
- (Esto podría hacerse en la versión simple de PF sin cambios en el costo de fondos, y usando información agregada sobre el crédito privado como residual).

Referencias Bibliográficas

- Altavilla, C., R. Gürkaynat & R. Quaedvlieg. 2024. "Micro and Macro of External Finance Premium and Monetary Policy Transmission," European Central Bank Working Paper No. 2934 (Marzo).
- Bernanke, B. 2018. "The Real Effects of Disrupted Credit: Evidence from the Global Financial Crisis," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 42, No. 2, (Otoño).
- Bernanke, B. 1983. "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, Vol. 73, No. 3 (Junio), pp. 257-276.
- Bernanke, B. & M. Gertler. 1989. "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," *American Economic Review*, Vol. 79, No. 1 (Marzo), pp. 14-31.
- Kiyotaki, N. and J. Moore. 1997. "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 2 (Abril), pp. 211-248.