

3

POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

3 POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

Este capítulo presenta el análisis de riesgos y vulnerabilidades sistémicas que regularmente realiza el Banco de España para informar sus actuaciones en materia de política macroprudencial. En concreto, en la primera sección se utilizan dos herramientas, el mapa de indicadores y el indicador de riesgo sistémico, que proporcionan una primera aproximación a la evolución reciente de los riesgos. En la segunda parte se presenta un estudio en mayor profundidad de la dimensión temporal/cíclica del riesgo sistémico, y se presenta un análisis de impacto ex-ante de la fijación de un colchón de capital anticíclico (CCA) positivo. Este análisis sugiere que, de acuerdo con las previsiones actuales disponibles, diversos indicadores de referencia superarían los umbrales de activación de este colchón en la primera mitad de 2021. De activarse este instrumento macroprudencial, las entidades de crédito afectadas contarían con un plazo de doce meses para cumplir con el requerimiento. Sin embargo, este diagnóstico está condicionado al cumplimiento del escenario central de previsiones económicas, que, en la actualidad, se encuentra sujeto a numerosos factores de riesgo a la baja. Si eventualmente se materializasen tales riesgos el anterior análisis se vería consecuentemente alterado.

3.1 Análisis de vulnerabilidades sistémicas

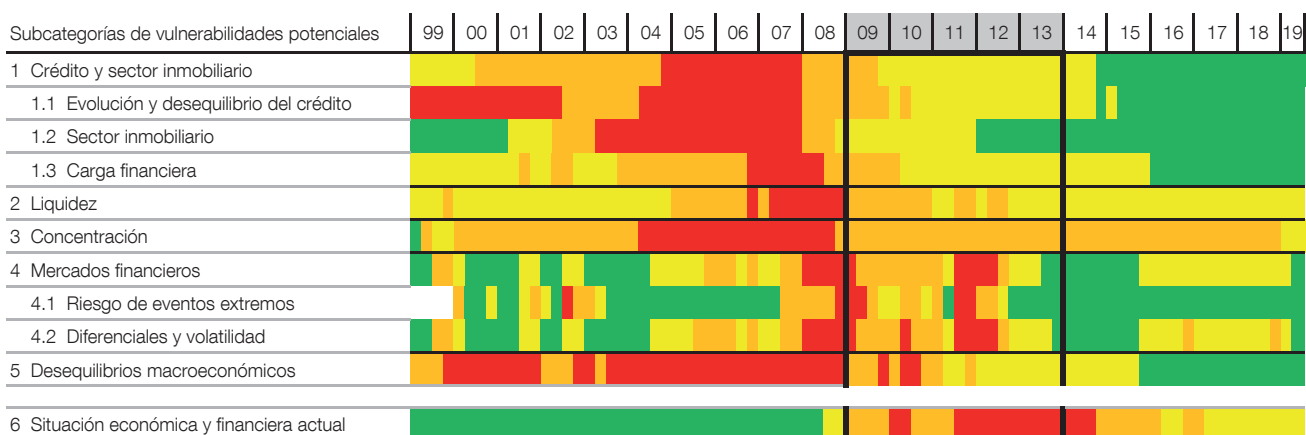
El mapa de indicadores de vulnerabilidades sistémicas no evidencia señales de acumulación de riesgo sistémico¹ (gráfico 3.1). Las categorías que agrupan los indicadores de crédito, liquidez y desequilibrios macroeconómicos continúan estables en niveles de ausencia de alerta desde el último IEF. En el caso de los indicadores relacionados con el *crecimiento del crédito*, cabe resaltar que el crédito total al sector privado no financiero (referido aquí al total de financiación a este sector y no solo al crédito bancario) ha presentado tasas de crecimiento ligeramente

¹ El mapa de indicadores de vulnerabilidades sistémicas agrega la información de un conjunto amplio de indicadores en función de su capacidad de anticipación de crisis bancarias sistémicas. Las definiciones de las principales categorías se corresponden con las establecidas por la Junta Europea de Riesgo Sistémico en su Recomendación JERS/2013/1 sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial. Para interpretar correctamente el gráfico, debe tenerse en cuenta que la intensidad de las alertas en cada una de las categorías representa una media ponderada de los indicadores que incluye. La intensidad es creciente a medida que el tono se aproxima al rojo, mientras que el color verde representa una situación normal. Para detalles sobre los indicadores concretos que incluye cada categoría, así como el cálculo de sus ponderaciones ver Mencía, J. y Saurina, J. (2016) «Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores». Documento Ocasional N.º 1601 Banco de España.

Gráfico 3.1

MAPA DE INDICADORES POR SUBCATEGORÍAS (a) (b)

El mapa de vulnerabilidades sistémicas, cuyo objetivo es alertar sobre crisis bancarias sistémicas, se mantiene estable con ausencia de alertas de riesgo o de riesgo bajo, mientras que los desequilibrios y la situación económica y financiera no han experimentado cambios de graduación.



FUENTE: Banco de España.

a La escala de colores identifica cuatro niveles de riesgo: i) situación normal (color verde), ii) riesgo bajo (color amarillo), iii) riesgo medio (color naranja) y, iv) riesgo alto (color rojo). La franja superior sombreada señala el período de la última crisis sistémica. Algunos indicadores a diciembre de 2018 se basan en información provisional.

b Los indicadores para 2019 se encuentran disponibles hasta junio de 2019.

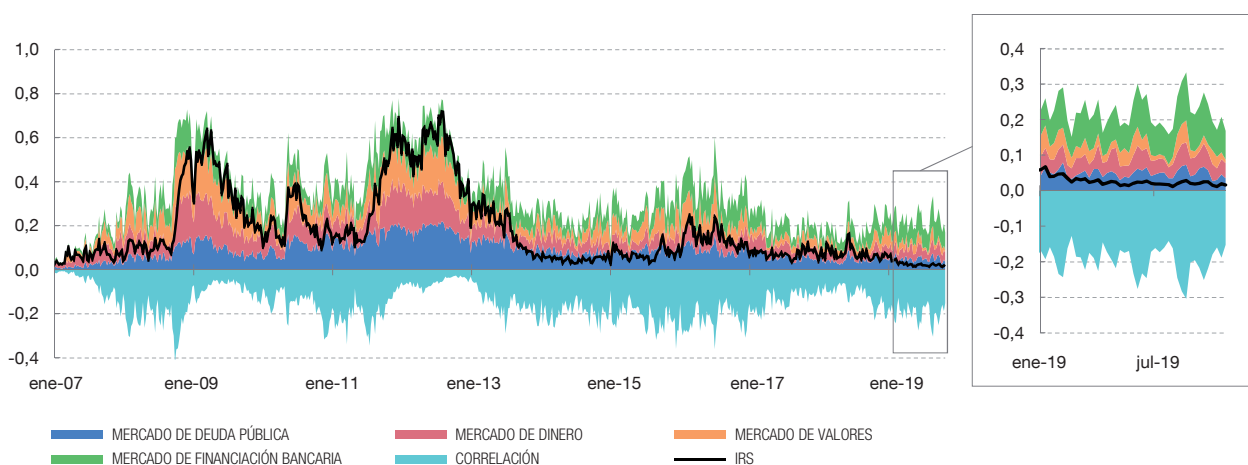
positivas durante los dos primeros trimestres de 2019 por primera vez desde 2010. Los indicadores del *mercado inmobiliario* tampoco presentan de momento señales de riesgo, ya que el aumento sostenido de los precios de la vivienda todavía no se ha traducido en una sobrevaloración generalizada. En efecto, en ambos casos, la ausencia de alertas se debe a que los niveles de partida de estos indicadores estaban muy alejados de los umbrales que determinan la aparición de alertas en el mapa de indicadores. Por lo tanto, será necesario que las tendencias observadas en los últimos periodos se consoliden para que se produzca un cambio en la gradación de los riesgos.

Los indicadores de liquidez presentan una situación de riesgo bajo² debido en parte a la política monetaria acomodaticia del BCE, y se observan mejoras en los indicadores de concentración. El indicador de *liquidez* se compone, por un lado, de información sobre la liquidez de los mercados, y por otro, de indicadores de liquidez en los balances bancarios. Los indicadores relacionados con la liquidez de los balances bancarios españoles no han mostrado ninguna señal preocupante, mientras que los de mercado sí han evidenciado algo más de volatilidad,

2 Uno de los indicadores que conformaba este subgrupo en anteriores IEF ha tenido que ser sustituido por otro debido a que ha dejado de estar disponible. Esto es lo que ha hecho que se haya revisado su nivel de forma retrospectiva.

RIESGO SISTÉMICO (a)

En lo que llevamos de 2019, el indicador de riesgo sistémico (IRS) se ha mantenido en niveles históricamente muy bajos.



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Para una explicación detallada de este indicador, véase Recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013.

aunque también mejoras en el caso de la liquidez de la deuda pública durante el primer semestre de 2019. En general, se espera que la liquidez en el mercado continúe mejorando tras la decisión del BCE de implementar nuevas operaciones de refinanciación a medio plazo. Los indicadores de *concentración* han reducido su riesgo del nivel medio al bajo. Esto es debido a que ha disminuido la concentración del crédito en las empresas de mayor tamaño, a la vez que continúa reduciéndose la exposición a los sectores de construcción y promoción inmobiliaria, como parte del proceso de mejora de la calidad de los balances bancarios analizada en el capítulo 2. Por su parte, las turbulencias de los *mercados financieros* durante el primer semestre de 2019 se han reducido ligeramente respecto a las registradas a finales del año pasado, en parte como consecuencia de las medidas implementadas por muchos bancos centrales. Finalmente, los indicadores de *desequilibrios macroeconómicos* y los indicadores de la *situación económica y financiera actual* no han variado.

El indicador de riesgo sistémico (IRS) se ha reducido durante 2019 (gráfico 3.2). No obstante, las medidas de volatilidad que integran este indicador sí han experimentado incrementos en los últimos meses. Estos repuntes de volatilidad en los mercados se derivan tanto de la orientación a la baja de las perspectivas de crecimiento globales como de las nuevas tensiones geopolíticas, la guerra comercial entre EE.UU. y China y la posibilidad de que se produzca un Brexit sin acuerdo. El desarrollo reciente de estos episodios no ha implicado un aumento del IRS agregado al haberse restringido a mercados concretos, por lo que han presentado una baja correlación con la evolución de otros componentes del indicador. Esto

también es indicativo de que los episodios no han tenido un alcance sistémico. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que el indicador IRS es un indicador contemporáneo de la situación financiera y, por tanto, no está diseñado para anticipar riesgos futuros. De hecho, cabe destacar que se encuentra actualmente en valores extraordinariamente bajos, no observados desde los años previos a la última crisis financiera. Al igual que pasó en aquella época, no es descartable que los mercados estén infravalorando los importantes riesgos existentes, por lo que cambios repentinos en su percepción podrían suponer importantes repuntes de este indicador.

El Banco de España está empezando a analizar otros riesgos para la estabilidad financiera de medio y largo plazo, incluyendo los derivados de la transición energética y cambio climático y los potenciales cambios en la estructura de mercado introducidos por el cambio tecnológico, que facilita la entrada de nuevos competidores. Igualmente se analiza el papel del sistema financiero en la gestión de estos riesgos. El Recuadro 3.1 proporciona un esquema general de los riesgos económicos asociados al cambio climático, así como de las distintas iniciativas existentes en el sector financiero para afrontarlos y el Recuadro 3.2 describe los riesgos para la estabilidad financiera asociados al proyecto de creación de Libra.

3.2 Instrumentos y actuaciones de política macroprudencial

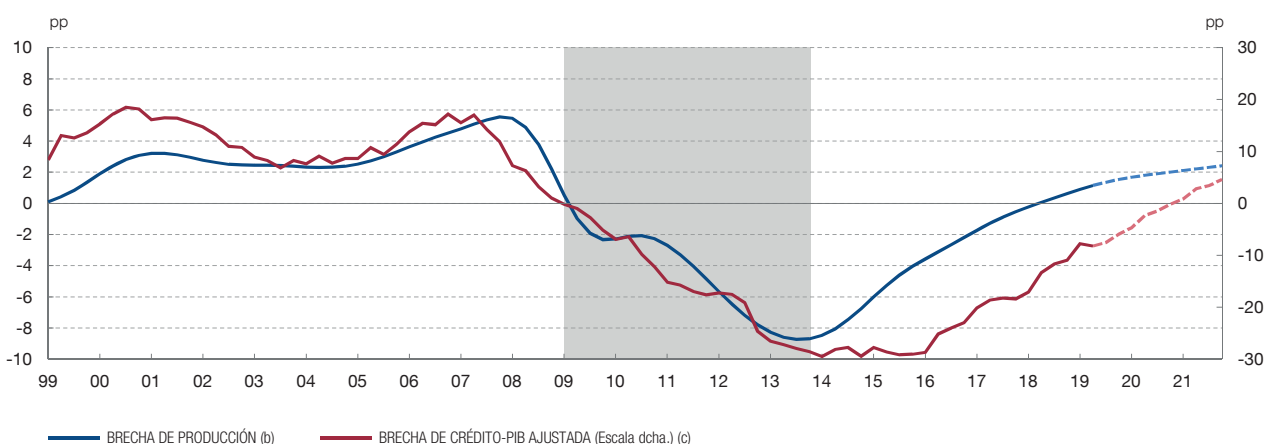
Durante el tercer y cuarto trimestres de 2019, el Banco de España ha mantenido el porcentaje del Colchón de Capital Anticíclico (CCA) en el 0%. Esta decisión se fundamenta en la combinación de un análisis técnico de indicadores cuantitativos con información cualitativa. El conjunto de indicadores cuantitativos que guían las decisiones sobre el CCA, comprende indicadores que tratan de recoger (i) la evolución del ciclo crediticio del sector privado no financiero y su crecimiento excesivo, (ii) la potencial sobrevaloración de los precios de la vivienda, (iii) el esfuerzo que representa el pago de los intereses y la devolución del principal de los préstamos para hogares y empresas (servicio de la deuda), (iv) el desequilibrio exterior, y (v) el entorno macroeconómico³. El análisis técnico valora la evolución reciente de los indicadores, su situación actual y también su comportamiento esperado en los próximos trimestres consistente con las previsiones macroeconómicas que elabora trimestralmente el Banco de España⁴.

3 Un análisis técnico de la selección de indicadores utilizados, puede consultarse en Castro, C., Estrada, A. y Martínez, J. (2016). *The Countercyclical Capital Buffer in Spain: An Analysis of Key Guiding Indicators*. Documento de Trabajo N.º 1601. Banco de España.

4 Véase, por ejemplo, Banco de España (2019): *Informe trimestral de la economía española*, Boletín Económico del Banco de España, 3/2019, pp. 5-75.

BRECHAS DE PRODUCCIÓN Y DE CRÉDITO-PIB (a)

La brecha de producción ha continuado mostrando valores positivos y se espera que se mantenga de esta manera en los próximos dos años. Por otra parte, la brecha ajustada de la ratio crédito-PIB continúa cerrándose y este proceso se ha acelerado en los primeros dos trimestres de 2019. A comienzos de 2021 se espera que esta brecha se torne positiva.



FUENTE: Banco de España.

- a El área sombreada muestra el último periodo de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013). Las líneas punteadas representan previsiones.
- b La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial. Valores calculados a precios constantes del año 2010. Véase Cuadrado, P. y Moral-Benito, E (2016). El crecimiento potencial de la economía española. Documento Ocasional N.º 1603, Banco de España.
- c La brecha de crédito-PIB ajustada se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia de largo plazo calculada aplicando un filtro de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este valor se ajusta de mejor manera a los ciclos financieros observados en España históricamente.

Este último elemento es muy relevante, ya que no debe olvidarse que, en caso de activar el CCA, las entidades cuentan con doce meses para cumplir con el requerimiento.

El indicador de ciclo crediticio continúa mostrando valores por debajo de los umbrales de activación (atendiendo a la ratio crédito-PIB, que sigue por debajo de su valor tendencial de largo plazo), aunque está convergiendo progresivamente al equilibrio. Concretamente, la brecha crédito-PIB ajustada, que asume una duración del ciclo de crédito acorde con la evidencia empírica para España, muestra un valor aún negativo (alrededor de -8 pp hasta junio de 2019) aunque éste se está aproximando progresivamente al umbral de activación de 2 pp⁵. La tendencia alcista de este indicador es evidente desde el final de la última crisis (gráfico 3.3). Las previsiones de su evolución en los próximos años señalan que este indicador se tornaría positivo hacia el primer trimestre de 2021 y podría superar el umbral de activación durante el segundo trimestre de ese año.

5 Una descripción de la brecha ajustada y su desempeño puede verse en el Recuadro 3.2 del IEF de primavera 2019. Para detalles sobre el cálculo de la brecha ajustada y una comparación con la brecha de Basilea y otras alternativas, ver Galán, J.E. (2019). «Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited». Documento Ocasional N.º 1906, Banco de España

Asimismo, los modelos econométricos disponibles, que estiman el nivel de equilibrio de la ratio crédito-PIB a partir de la relación que la teoría económica establece con otras variables macrofinancieras fundamentales, también muestran actualmente brechas negativas respecto a dicho nivel de equilibrio, que se están reduciendo rápidamente⁶.

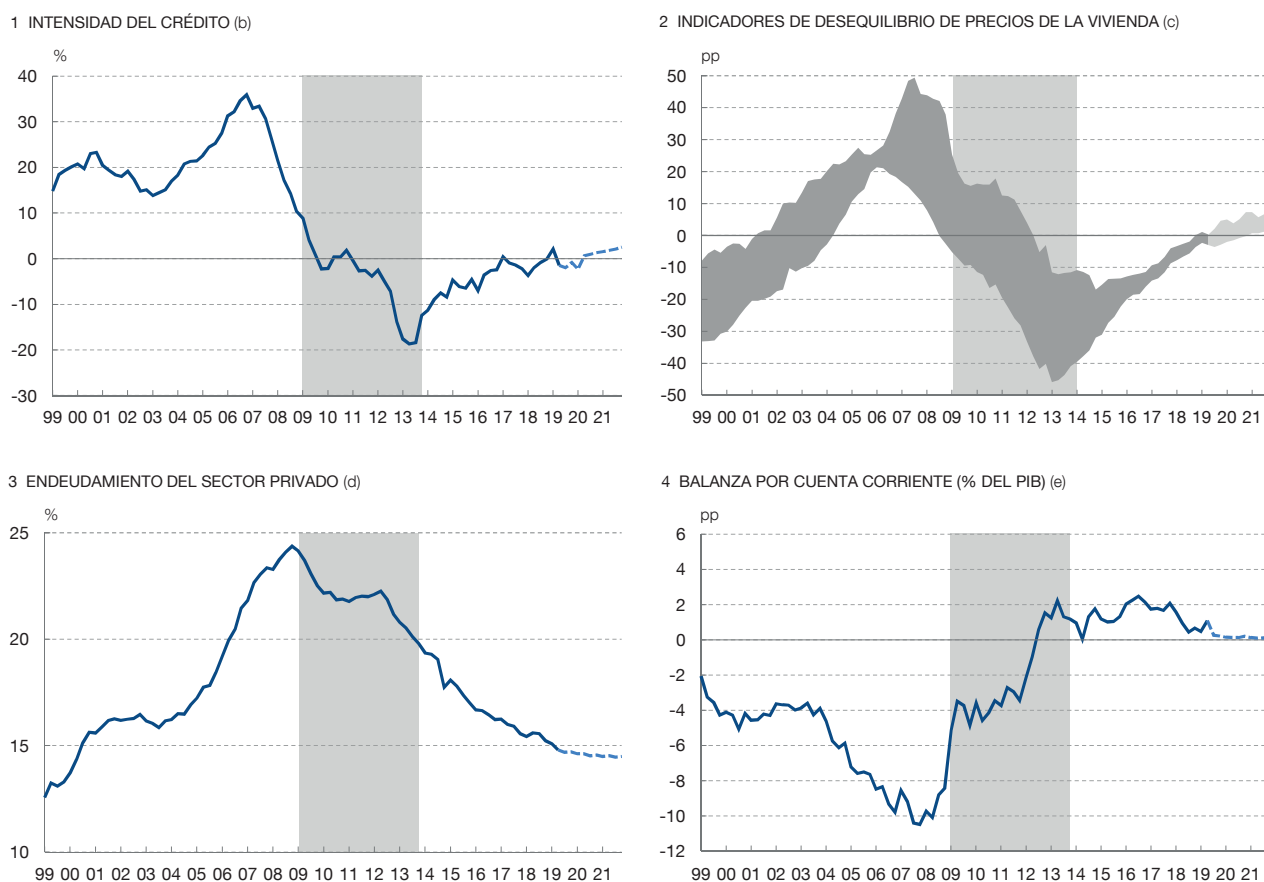
Por otro lado, la brecha de producción se encuentra desde principios del año en valores positivos, y las previsiones sobre su evolución futura mantienen una perspectiva creciente. Esto indica que el nivel del PIB se encuentra ya por encima de su valor de equilibrio a largo plazo, tras varios años creciendo por encima del crecimiento potencial. Esta última característica no parece que vaya a revertir en los próximos dos años, incluso tras la revisión a la baja de las perspectivas económicas.

Algunos indicadores cuantitativos complementarios también apuntan una evolución creciente durante los próximos dos años. En particular, la *intensidad del crédito*, que recoge el peso que representa la variación del crédito en el PIB, y los precios de la vivienda (gráfico 3.4) muestran actualmente valores cercanos al equilibrio, con una tendencia alcista que se prevé que continuará durante los próximos dos años. Así, la *intensidad del crédito* presentó un valor positivo durante el primer trimestre de 2019. Aunque este valor es todavía bajo y con datos de junio de 2019 volvería a terreno negativo, es la primera vez que ocurre esto desde el comienzo de la crisis. Algo parecido sucede con los indicadores de desequilibrio de los *precios de la vivienda*, donde en algunos de sus componentes básicos ya se observaron valores ligeramente positivos durante los dos primeros trimestres de 2019, manteniéndose el promedio muy cercano al punto de equilibrio. De continuar la tendencia esperada en los precios de la vivienda, se prevé que todos los indicadores de esta categoría presenten valores positivos hacia finales del próximo año. En cuanto al *servicio de la deuda del sector privado no financiero*, ha mantenido la reducción que inició al comienzo de la crisis financiera global. En esos momentos el ajuste de este indicador fue consecuencia del proceso del desapalancamiento del sector, si bien, posteriormente, la reducción de los tipos de interés también contribuyó en buena medida. En consecuencia, es previsible que esta reducción continúe, aunque de manera más moderada durante los próximos dos años, dado que el proceso de reducción del endeudamiento se ha moderado significativamente y los tipos de interés tienen escaso margen para que se reduzcan adicionalmente. Finalmente, el *saldo de la balanza por cuenta corriente* continúa mostrando un ligero superávit (gráfico 3.4) y se espera que se mantenga relativamente estable durante los próximos años.

⁶ Para más información sobre estos modelos, véase Galán, J.E. y J. Mencía (2018), «*Empirical Assessment of Alternative Structural Methods for Identifying Cyclical Systemic Risk in Europe*», Documento de Trabajo N.º 1825, Banco de España.

INDICADORES COMPLEMENTARIOS PARA GUIAR LA FIJACIÓN DEL CCA (a)

Los indicadores complementarios para la calibración del CCA no evidencian señales de acumulación de riesgo sistémico cíclico, aunque, en caso de continuar las tendencias, se prevé que aquellos relacionados con crédito y precios del sector inmobiliario presenten algunas señales de alerta durante los próximos dos años.



FUENTE: Banco de España.

- a El área sombreada muestra el último periodo de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013). Las líneas y áreas punteadas representan previsiones.
- b El indicador de intensidad del crédito se calcula como el cambio anual en el crédito al sector privado no financiero dividido por el PIB acumulado de los últimos cuatro trimestres.
- c El área sombreada representa la franja entre mínimos y máximos del conjunto de cuatro indicadores de desequilibrios en el sector inmobiliario.
- d Representa la ratio del servicio de la deuda en el sector privado no financiero calculada de acuerdo con la especificación de Drehmann M. y M. Juselius (2012) «Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability?», BIS Quarterly Review, septiembre.
- e La serie de balanza por cuenta corriente se expresa como porcentaje del PIB. La serie ha sido corregida por efectos estacionales.

Aunque el entorno macroeconómico pueda parecer potencialmente favorable a la activación del CCA, este diagnóstico está condicionado al cumplimiento del escenario central de previsiones que, actualmente, está sujeto a numerosos factores de riesgo a la baja. Teniendo en cuenta que la legislación establece que las entidades deben contar, en circunstancias normales, con un margen de un año entre el momento en que se active el CCA y la exigencia de su cumplimiento, la evolución esperada de los indicadores relevantes debe tener un peso sustancial en la toma de decisiones. Este diagnóstico debe estar condicionado a que se cumpla el escenario central de proyecciones macrofinancieras. Si eventualmente se

materializasen algunos de los riesgos mencionados (la incertidumbre geopolítica, el riesgo de un Brexit sin acuerdo, el recrudecimiento de la guerra comercial, el retraso en la recuperación del crecimiento económico en el área del euro), este diagnóstico se vería alterado. En resumen, el contexto actual ampara mantener el CCA en el 0 % por el momento, pero señala la necesidad de continuar un seguimiento estricto tanto de los riesgos de corto plazo como de la evolución y las proyecciones de los indicadores, principalmente aquellos relacionados con el crédito, los precios de la vivienda, y el crecimiento económico.

El CCA es un instrumento diseñado para ser liberado en fases recesivas.

Es importante que todos los agentes del sistema financiero internalicen que, por su naturaleza contracíclica, el CCA es un colchón que está diseñado para ser acumulado en las fases expansivas del ciclo y ser liberado en momentos de recesión o de fuerte desaceleración económica, cuando los bancos pueden empezar a registrar pérdidas en los créditos concedidos y a consumir capital. Si, en estas circunstancias, no se permite que las entidades reduzcan sus niveles de capital total en el importe del colchón acumulado previamente, el resultado puede ser una restricción notable en la oferta de crédito que profundice adicionalmente la recesión económica. Téngase en cuenta que, cuando la economía se encuentra en la parte baja del ciclo, los bancos reducen sus beneficios y la percepción de los riesgos por parte de los inversores puede ser muy pesimista, limitando seriamente la capacidad de los bancos para obtener recursos orgánicamente (retención de beneficios) o de otros agentes. En estas circunstancias, la solución más probable es que reduzcan sus balances y su oferta de crédito. Lógicamente, la intensificación de la recesión tenderá a empeorar aún más la situación de los bancos.

La decisión sobre el momento concreto de la liberación se adoptaría en función de una batería de indicadores sobre la situación del ciclo financiero, tanto cuantitativos como cualitativos. Como la Recomendación 2014/1 de la JERS indica, los mismos indicadores empleados para la acumulación del CCA pueden contener información útil para su liberación. No obstante, estos indicadores podrían suministrar información imprecisa, por no haber sido específicamente diseñados para este fin. Por este motivo, la JERS también recomienda emplear información sobre los mercados de financiación bancaria, así como indicadores de tensión sistémica general en los mercados financieros. Por ejemplo, el IRS presentado en el gráfico 3.2 entraría dentro de esta segunda categoría. Así, un aumento significativo y sostenido del IRS sería una posible señal que ayudaría a identificar el momento óptimo de liberación. Obviamente, también deberían utilizarse indicadores adelantados de actividad económica para adoptar esta decisión.

En caso de liberación del CCA, su efecto sobre los requerimientos de las entidades debería ser inmediato. La Recomendación 2014/1 de la JERS aboga por una liberación sin demora del CCA cuando se materialice el riesgo sistémico, para así moderar el comportamiento procíclico de las entidades de crédito y facilitar

la absorción de pérdidas. Bajo un escenario distinto, en el que los riesgos no se materializan, sino que se moderan, la recomendación del JERS indica que sería preferible una liberación gradual del CCA acumulado, consistente con la evaluación de un menor nivel de riesgo.

El Banco de España está desarrollando varios estudios sobre el impacto que tendría una potencial activación del CCA sobre el crédito al sector privado no financiero y otras magnitudes macroeconómicas. En primer lugar, es posible estimar el coste de activación del CCA sobre el crédito a través de un modelo vectorial autoregresivo estructural. En principio, un aumento estandarizado de 1 pp del CCA en una fase expansiva podría provocar reducciones de hasta 1,4pp sobre el crédito. Los efectos máximos se alcanzarían entre uno y dos años después de la activación. Sin embargo, la evidencia empírica muestra que la liberación del colchón en crisis sistémicas tiene un impacto positivo mucho mayor mitigando la contracción del crédito.

En este sentido, la experiencia del uso de las provisiones dinámicas en España puede proporcionar lecciones útiles sobre el potencial impacto del CCA. En particular, los estudios disponibles indican que la introducción de las provisiones contracíclicas en un contexto expansivo, asimilables a la activación del CCA, no tuvieron efectos sobre el crédito agregado aunque sí pudieron provocar algunos cambios en la composición de la cartera de los bancos más afectados. Sin embargo, el efecto más destacable es el que proporciona la liberación de estas provisiones contracíclicas en la fase recesiva. En base a esta evidencia, se estima que un aumento de un 1 pp en el CCA durante una fase expansiva proporcionaría, en caso de liberación durante una crisis sistémica, hasta 5,5 pp adicionales de crédito a las empresas y afectaría positivamente a su probabilidad de supervivencia, así como a su empleo⁷.

Se ha analizado también la evolución del capital bancario en España a lo largo de 150 años de historia, lo que proporciona una información muy rica sobre el comportamiento del capital en diversos ciclos financieros y en entornos muy distintos de la actividad bancaria⁸. Este análisis también indica que la activación del CCA en las fases expansivas generaría costes relativamente limitados: un 1 pp de requisito de CCA moderaría el crecimiento del crédito en cerca de 0,8 pp. Sin embargo, los beneficios que produciría la liberación del CCA durante crisis

7 Jiménez, G. Ongena, S., Peydró, J.L. y J. Saurina (2017): «Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments. Journal of Political Economy», Vol. 125, No 6.

8 Bedayo, M. Estrada, A. y J. Saurina (2018). «Bank capital, lending booms and busts. Evidence from Spain in the last 150 years». Documentos de Trabajo N.º 1847, Banco de España, también encuentran que un aumento de 1 pp en el CCA en anticipación de una crisis sistémica global permitiría reducir la caída del crédito en recesiones en un 6 pp.

sistémicas claramente excederían estos costes, pudiendo llegar a mitigar la caída del crédito en 6 pp durante las fases recesivas. Esto sugiere que el impacto adverso que tiene su activación en el crecimiento del crédito durante periodos expansivos se vería más que compensado por el efecto positivo que tiene su liberación en crisis sistémicas.

Por tanto, la distinta evidencia empírica disponible para el caso español pone de manifiesto la existencia de una asimetría importante entre los (relativamente) bajos costes de activación del CCA y los (relativamente) altos beneficios de su liberación en las fases recesivas. Eso a su vez señala la importancia de que el proceso de liberación se vea apoyado por una comunicación clara y transparente, generando las expectativas y los incentivos adecuados en los agentes económicos y en el público en general.

