

CANALES DE TRANSMISIÓN Y RIESGOS
PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA
DE LA PANDEMIA DE COVID-19

CANALES DE TRANSMISIÓN Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA PANDEMIA DE COVID-19

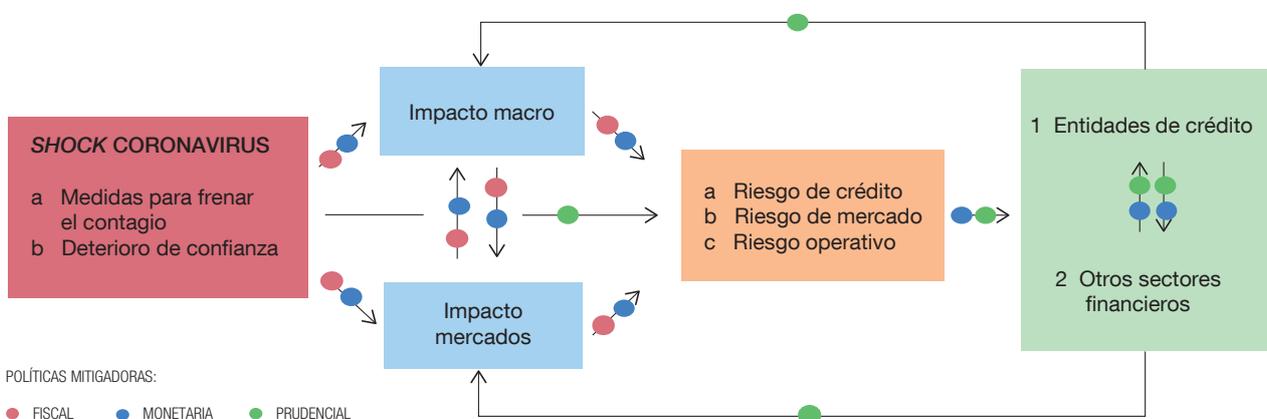
En el contexto de la crisis de la pandemia Covid-19, el Banco de España está llevando a cabo un seguimiento reforzado de la situación económica y financiera, en particular, del sector bancario nacional. Dado el profundo cambio y excepcionalidad que esta crisis ha introducido en el entorno macrofinanciero, este Informe de Estabilidad Financiera (IEF) adopta un formato especial. En concreto, se centra en analizar los canales de transmisión de esta perturbación —en particular, al sector financiero doméstico—, su impacto —potencial y observado hasta la fecha de cierre de la información—, y los factores que pueden ayudar a mitigar su efecto, entre los que destaca la reacción de las políticas económicas.

La pandemia del coronavirus y las necesarias medidas de contención aplicadas están teniendo un impacto sobre la actividad económica muy severo, de forma que se han incrementado sustancialmente los riesgos para la estabilidad financiera global. Las medidas de política económica adoptadas —a escala nacional, europea e internacional—, deberían ayudar a mitigar estos riesgos.

En el corto plazo, la pandemia y las medidas de contención adoptadas por las autoridades para su control tienen un efecto directo sobre la actividad económica y la evolución financiera a través de la reducción de la oferta y la demanda de bienes y servicios (véase esquema 1). Las medidas de contención

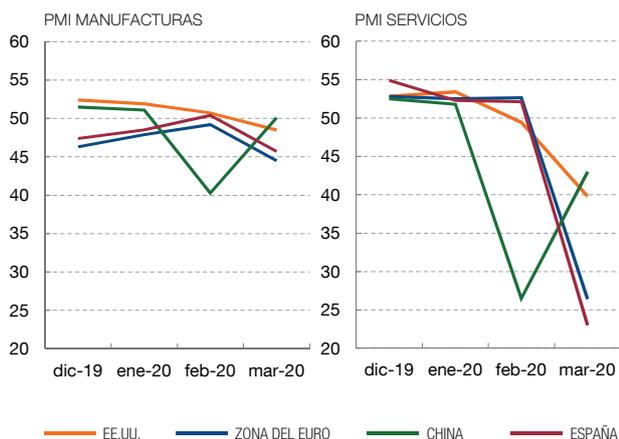
Esquema 1

IMPACTO EN LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA PANDEMIA DE CORONAVIRUS Y POLÍTICAS MITIGADORAS



FUENTE: Banco de España.

1 INDICADORES PMI



2 ÍNDICES DE CONFIANZA

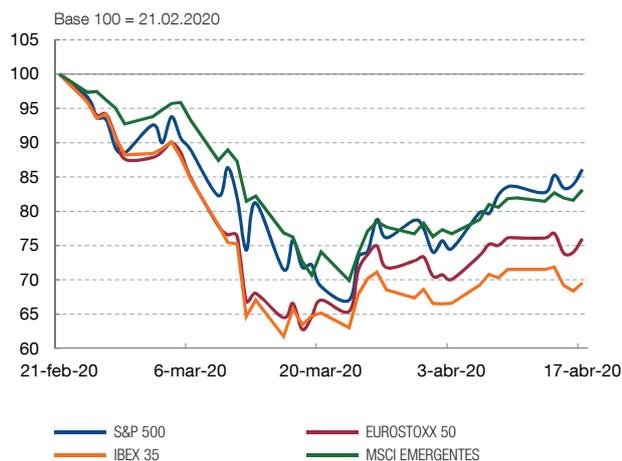


FUENTES: IHS Markit, Comisión Europea y Leibniz Centre for European Economic Research (ZEW).

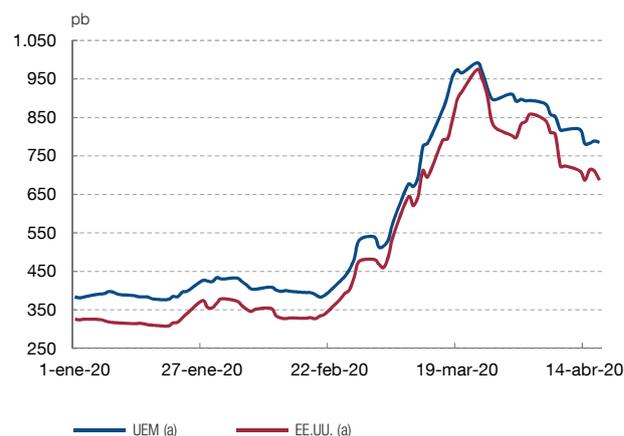
suponen una limitación drástica de los movimientos de las personas y la suspensión casi completa de la actividad de algunos procesos productivos. Inicialmente, el país más afectado por estas medidas fue China, al que se ha unido un número creciente de países, entre ellos España. Los indicadores de actividad más adelantados muestran que el impacto en la producción de China ha sido muy significativo, si bien los datos más recientes evidencian cierta recuperación (véase gráfico 1). En España y en el resto de países avanzados también se está observando, con cierto retraso, una contracción muy severa de la actividad. Este brusco ajuste se está trasladando asimismo a las economías emergentes, —incluidas las más relevantes desde el punto de vista de la exposición de las entidades financieras españolas—, muy dependientes de la demanda global y de la evolución de los precios de las materias primas, que se han desplomado.

En paralelo, el aumento de la incertidumbre generado por la pandemia ha producido un deterioro muy acusado de la confianza de los agentes y una fuerte caída del precio de los activos (véase gráfico 2). Como resultado de la incertidumbre, los agentes económicos se han replanteado las decisiones de gasto, en particular de consumo de bienes duraderos y de inversión. Asimismo, se ha registrado una fuerte caída de los precios de los activos, especialmente de los considerados de mayor riesgo, como las acciones, los bonos de menor calidad crediticia (véanse gráficos 3 y 4) y los emitidos por los países emergentes, economías que han registrado importantes salidas de capitales en el período reciente. Este ajuste de las cotizaciones en los mercados financieros refleja tanto el aumento de las primas de riesgo en un contexto de elevada incertidumbre, como el deterioro de las perspectivas macroeconómicas. Esto, a su vez, podría tener un impacto negativo adicional en la actividad, si supone un endurecimiento sostenido de las condiciones de financiación.

3 ÍNDICES DE BOLSA



4 DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO RESPECTO A LA CURVA SWAP



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

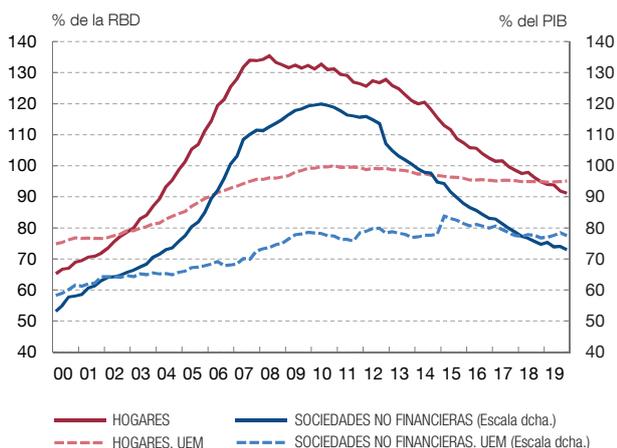
a Índice ICE Bank Of America Merrill Lynch Single-B High Yield.

En consecuencia, la pandemia ha incrementado sustancialmente el riesgo de crédito de las exposiciones frente a las empresas no financieras. El aumento del riesgo de crédito se produce por la caída de los ingresos de las empresas —resultado tanto de la disminución de la demanda como de la disrupción de los procesos productivos—, que reduce su capacidad de devolución de las deudas asumidas, especialmente en el caso de las que vencen en el corto plazo. Este efecto es heterogéneo por sectores económicos. En particular, algunas ramas de actividad, que en el caso español representan alrededor del 25 % del PIB, se han visto particularmente afectadas por la limitación drástica de los movimientos de las personas y la suspensión de su actividad, como la hostelería o el comercio minorista, y otras, como la industria automovilística, han cesado su producción a causa del parón de la demanda y de la interrupción de las cadenas de suministro.

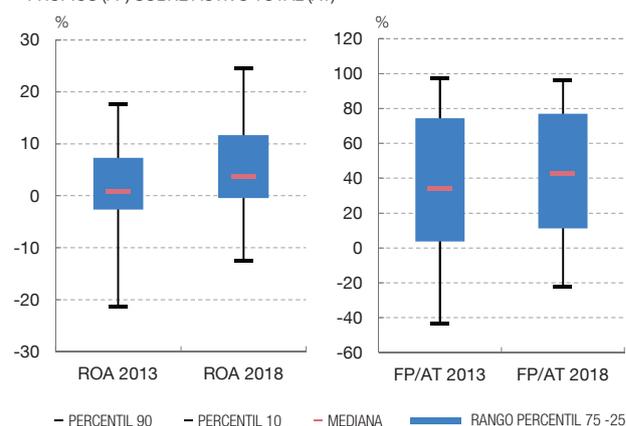
Las empresas españolas afrontan esta perturbación con una posición financiera más favorable que antes de la crisis financiera global, pero existen segmentos vulnerables. Las sociedades no financieras españolas han reducido sustancialmente sus niveles de endeudamiento en los últimos años (véase gráfico 5), que se sitúan ahora por debajo de la media europea, y cuentan con colchones de liquidez más elevados. Además, la distribución sectorial de la actividad es más equilibrada que en la situación previa a la anterior crisis. Sin embargo, la magnitud del *shock* es muy significativa y persisten segmentos del sector corporativo español con una posición vulnerable (véase gráfico 6).

También se ha elevado el riesgo de crédito de las exposiciones frente a los hogares. La reducción de la actividad ha generado una importante destrucción de empleo en el corto plazo, que, como en ocasiones precedentes, se ha concentrado

5 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



6 DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL ACTIVO (ROA) Y FONDOS PROPIOS (FP) SOBRE ACTIVO TOTAL (AT)



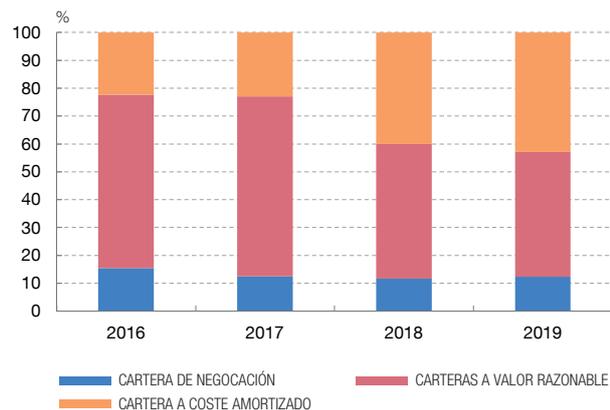
FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

en los contratos temporales. Como en el caso de las empresas, tras la crisis financiera global, la situación patrimonial de los hogares ha mejorado de manera significativa (véase gráfico 5), al tiempo que las condiciones de concesión de los préstamos hipotecarios han sido mucho más prudentes. Sin embargo, además de la significativa magnitud del *shock*, en los últimos años, el crédito para consumo ha venido creciendo a tasas elevadas y, de acuerdo con la experiencia histórica, esta es una de las primeras obligaciones financieras que los hogares impagan cuando se produce un deterioro de sus rentas.

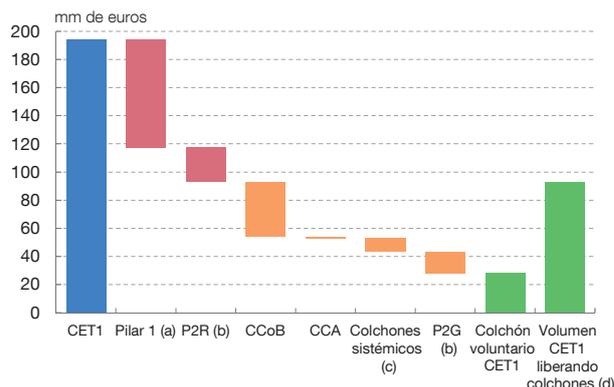
Asimismo, la pandemia ha aumentado el riesgo de mercado. Como se ha señalado, la incertidumbre asociada a los efectos de la pandemia se ha traducido en un fuerte repunte de la volatilidad de los precios de los activos negociados en los mercados financieros, que se ha reflejado en un notable incremento de las primas de riesgo (véanse gráficos 4 y 10). Esta evolución, junto con el deterioro previsto de los beneficios de las empresas, ha motivado una brusca caída de los precios de los activos con riesgo, que podría afectar a su valor en el balance de las entidades financieras (véase gráfico 7).

Una de las características distintivas de esta crisis es que también ha incrementado los riesgos operacionales de las entidades. La situación de confinamiento ha supuesto acelerar la activación de protocolos de trabajo remoto y de planes de contingencia con el fin de garantizar la adecuada prestación de servicios financieros a la clientela. La premura con la que ha sido necesario adaptarse a las restricciones de movilidad supone vulnerabilidades para los sistemas de información, procesos, plataformas e infraestructuras tecnológicas, de los cuales las entidades cada vez son más dependientes. En estas condiciones, los riesgos cibernéticos adquieren especial relevancia. Hasta ahora, las entidades han conseguido adaptarse de forma efectiva a la situación

7 VALORES DE DEUDA EN CARTERA DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO
Datos consolidados



8 VOLUMEN DE CAPITAL POR ENCIMA DE LOS REQUERIMIENTOS MÍNIMOS
Diciembre de 2019



FUENTE: Banco de España.

- a Esta partida incluye todo el CET1 destinado a cumplir con los requerimientos de Pilar 1, tanto el 4,5% exigido directamente como el requerido a las entidades que no dispongan de suficiente AT1 y T2 para cumplir con sus respectivos requerimientos del 1,5% y 2%.
- b P2R se refiere a los requerimientos de capital de Pilar 2, mientras que P2G se refiere a las recomendaciones de capital de Pilar 2. Las guías supervisoras en respuesta al Covid-19 permiten la liberación del capital ligado a P2G, y flexibilizan la reglas de composición del P2R, con menor peso del capital CET1.
- c Esta partida incluye tanto el colchón para entidades sistémicas de importancia mundial como el colchón de otras entidades sistémicas.
- d El capital liberable de acuerdo con las guías supervisoras en respuesta al Covid-19 incluye el colchón voluntario de CET1, los colchones de conservación de capital, anticíclico y sistémicos, así como el capital ligado a recomendaciones de Pilar 2.

y los mercados financieros han seguido funcionando correctamente, pero es necesario extender los planes de contingencia ante los posibles eventos operativos extremos que supone esta crisis.

El elevado grado de interconexiones en el sector financiero podría amplificar el impacto financiero de la perturbación. Por un lado, la existencia de interconexiones entre los mercados financieros globales, hace que la mitigación de los efectos de la pandemia esté condicionada a cómo evolucione en determinados países que desempeñan una posición central en la arquitectura económica y financiera internacional. Por otro lado, las interconexiones entre subsectores financieros, que pueden ser directas, cuando estos intermediarios tienen exposiciones cruzadas en el balance o en la cuenta de resultados, y también indirectas, a través de tenencias comunes de valores, pueden convertirse en un elemento amplificador adicional. En este último caso, resulta de crucial importancia evitar que se produzcan episodios de ventas aceleradas de carteras, que puedan distorsionar adicionalmente el funcionamiento de los mercados financieros. En este sentido, debe monitorizarse tanto la evolución de las retiradas de fondos de las instituciones de inversión colectiva, como las decisiones que tomen las agencias de calificación crediticia, cuyas revisiones de *rating* pueden hacer que determinados títulos contribuyan a un aumento en el perfil de riesgo de las carteras de los fondos y disminuir el valor de esos títulos como colateral, y mantener un seguimiento muy cercano de la liquidez tanto de los fondos como de los mercados. Adicionalmente, habría que evitar que la disminución de la financiación de mercado que estas

circunstancias genera para ciertos agentes, suponga una carga adicional para otros intermediarios.

Las entidades bancarias cuentan con mayores niveles de solvencia y deben jugar un papel destacado en la absorción de esta perturbación y en la respuesta a la crisis. Como parte de la respuesta regulatoria a la crisis financiera internacional, el sector bancario ha mejorado de forma significativa la calidad de su balance y ha aumentado de forma significativa sus niveles de solvencia en la última década. En el caso español, como se puede apreciar en el gráfico 8, las entidades financieras cuentan con unos niveles de capital significativamente superiores a los requisitos mínimos regulatorios, que se pueden utilizar para absorber pérdidas inesperadas. En este sentido, la disposición de colchones de capital para acomodar un *shock* que no se ha originado en el propio sector bancario, y su cercanía a la clientela, hacen que las entidades, con el apoyo de los gobiernos, se puedan convertir en elementos claves de la respuesta a la pandemia. En concreto, los bancos deberían estar en condiciones de proporcionar financiación a los agentes que antes de la pandemia presentaban un buen historial de pago pero que ahora tienen necesidades de liquidez.

No obstante, la magnitud del deterioro económico en el corto plazo no tiene precedentes cercanos, lo que, unido a las dudas sobre su duración, obligan a mantener una vigilancia estrecha. El reto para las entidades es muy importante dada la magnitud del *shock* en el corto plazo —superior a ejercicios de estrés realizados en el pasado— y la incertidumbre sobre su persistencia. La experiencia con los ejercicios de estrés previos muestra que los períodos de deterioro económico significativo seguidos de recuperaciones rápidas no implican deterioros muy marcados de la solvencia agregada del sistema bancario. Sin embargo, las consecuencias de escenarios económicos adversos que se prolongan en el tiempo sí que pueden deteriorar la solvencia agregada de manera significativa. Incluso en estos escenarios, los elementos de absorción de pérdidas permiten que la erosión del capital no sea inmediata, proporcionando un margen de acción que, en su caso, debe ser utilizado para una respuesta de política económica contundente.

El impacto sobre la situación financiera de las entidades bancarias se espera que sea heterogéneo. En este sentido, las entidades con mayor exposición a las actividades productivas y áreas geográficas más directamente afectadas por la pandemia, así como las que partan de una peor situación inicial en términos de calidad de balance y rentabilidad, serán las que experimenten un mayor impacto negativo en sus cuentas de resultados y nivel de solvencia.

Los retos para el sector bancario derivados de los efectos de la pandemia se añaden a los ya existentes. En los últimos años la rentabilidad del sector bancario europeo se ha mantenido reducida y por debajo del coste del capital. Además,

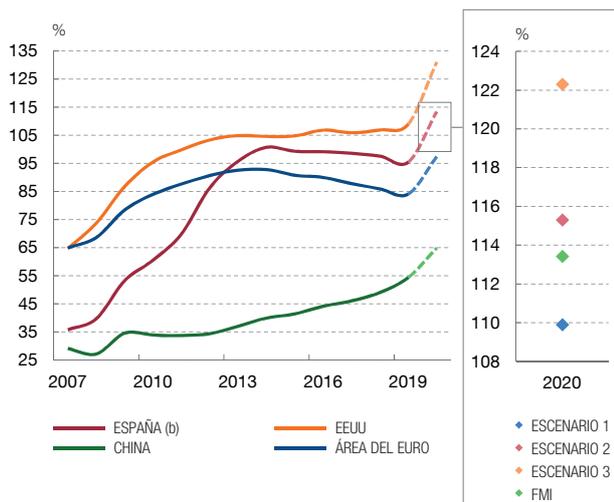
en España, a pesar de la significativa reducción desde 2014, la ratio de morosidad se encontraba todavía por encima de los niveles previos a la crisis y experimentará en las actuales circunstancias un repunte. Debe tenerse en cuenta, además, que, al menos en parte, la baja rentabilidad del sector se encuentra asociada a una situación de crecimiento nominal reducido y de tipos de interés bajos e incluso negativos, que es muy posible que se alargue todavía más tras esta crisis. De hecho, el sector bancario, no solo en España sino también a escala internacional, es uno de los que más han visto recortarse sus cotizaciones en los mercados de valores.

Una respuesta de las autoridades económicas contundente, rápida y coordinada resulta crucial para mitigar los efectos de la crisis y evitar que sus efectos sean duraderos en el tiempo. La respuesta debe abarcar políticas económicas nacionales, europeas y globales y cubrir las áreas fiscales, monetarias y prudenciales, con el objetivo de mitigar los canales de transmisión apuntados previamente y evitar que una perturbación, que tiene un efecto esencialmente transitorio —aunque muy severo— sobre la actividad y la estabilidad financiera, se convierta en más persistente (véase esquema 1). Esta respuesta de política económica debe acomodarse, tanto en su magnitud como en su duración, a los propios efectos económicos de la pandemia.

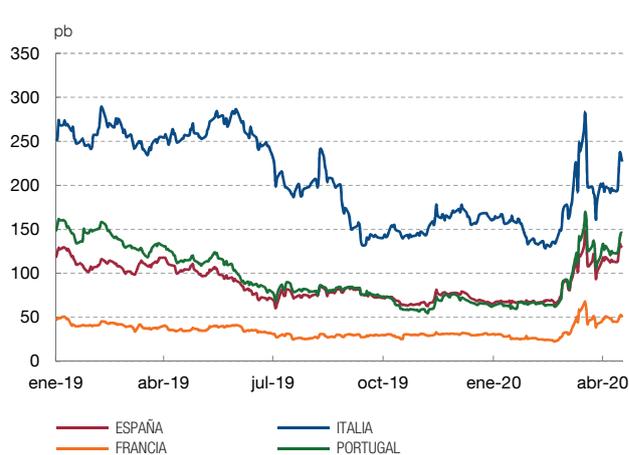
La política fiscal se configura como la primera línea de defensa. En efecto, son las autoridades fiscales las que cuentan con los instrumentos más adecuados y potentes para asegurar las rentas de los agentes y, desde la perspectiva de estabilidad financiera, reducir el potencial aumento del riesgo de crédito. En el caso de España, esto ha implicado inyectar liquidez a las empresas mediante el aplazamiento en el pago de algunas obligaciones tributarias y facilitando el ajuste temporal de las plantillas de las empresas sin que los trabajadores pierdan todos sus ingresos. En el caso de los hogares, se han reforzado las prestaciones por desempleo y asegurado los suministros básicos, habiéndose anunciado también la próxima implementación de un subsidio para las familias con ingresos muy reducidos. Asimismo, se ha aprobado una moratoria en las obligaciones hipotecarias y en otros préstamos no hipotecarios, incluyendo los créditos al consumo, a personas físicas afectadas por la crisis. En este sentido, también se ha puesto en marcha un programa de avales de gran volumen, cuya adecuada utilización debería permitir que las empresas puedan financiar sus necesidades de liquidez, moderando la desaparición de empresas y preparando al tejido productivo para una eventual reactivación cuando las medidas de contención de la pandemia puedan ser relajadas. Lógicamente, estas medidas tendrán que adecuarse a la duración efectiva del confinamiento y acompañar a la economía durante el proceso de recuperación de la normalidad. En este proceso de acompañamiento, deberán adaptarse a las diferentes velocidades a las que previsiblemente evolucionarán los distintos sectores de actividad.

Esta reacción necesaria de la política fiscal llevará a un incremento muy significativo del endeudamiento público a escala nacional y global,

9 DEUDA PÚBLICA EN PORCENTAJE DEL PIB (a)



10 DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA



FUENTES: FMI, Thomson Reuters Datastream y Banco de España.

a El dato de 2020 corresponde a la previsión actual del FMI.

b Para 2020, los marcadores se corresponden con la previsión actual del FMI para España y con los «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19» Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

cuya reducción deberá afrontarse una vez se disipen los efectos de la crisis.

Las actuaciones mencionadas junto con la propia operativa de los estabilizadores fiscales automáticos, en un contexto de fuerte deterioro de la actividad van a elevar significativamente las necesidades de financiación y las ratios de endeudamiento del sector público en todos los países. Y esto ocurre en una situación en que la deuda pública a escala global ya se había incrementado significativamente tras la crisis financiera global (véase gráfico 9). No resulta sorprendente que, en este contexto, las tensiones se hayan trasladado a las primas de riesgo soberanas, aunque su efecto está siendo mitigado por la actuación de los bancos centrales (véase gráfico 10). En el caso español, la ratio de deuda pública sobre PIB se situó a finales de 2019 en el 95,5 % del PIB, más de 60 puntos porcentuales por encima del observado en 2007, y el déficit público alcanzó el 2,8 % del PIB. En este contexto, el necesario papel de la política fiscal en la actual crisis como garante de las rentas de hogares y empresas deberá acompañarse del diseño de un programa de consolidación fiscal de medio plazo que, una vez que los efectos de la crisis se disipen, reduzca los desequilibrios de las finanzas públicas, y un programa de reformas estructurales, que permitan aumentar el potencial de crecimiento de nuestra economía.

La reacción de los bancos centrales también ha resultado crucial para mantener plenamente operativos los canales de transmisión de la política monetaria y evitar la fragmentación de los mercados financieros. En el área del euro, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha aprobado nuevas operaciones de refinanciación de deuda bancaria a largo plazo (LTRO y TLTRO-III,

por sus siglas en inglés), con condiciones muy favorables, una ampliación del volumen de compras de valores bajo el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y un nuevo programa de compra de activos (PEPP, por sus siglas en inglés), bajo el que comprará títulos, tanto públicos como privados, por valor de, al menos, 750 mm de euros durante este año. Estas medidas resultan claves para que no se endurezcan las condiciones de financiación de las economías y que no se produzcan fenómenos de fragmentación financiera en el área del euro, en un contexto de fuerte incremento de las necesidades de financiación de los tesoros públicos. Además, el Consejo de Gobierno del BCE ha reiterado su determinación para hacer todo lo que sea necesario para asegurar que la política monetaria se transmita a todos los ámbitos de la economía y todos los países del área. En concreto, está preparado para aumentar el tamaño del PEPP y ajustar su composición, en la medida requerida y durante el tiempo necesario.

Las decisiones de política prudencial, tanto micro como macro, se han dirigido a permitir utilizar los colchones de capital, acumulados precisamente para afrontar pérdidas inesperadas, y a limitar la distribución de beneficios. Como se señaló con anterioridad, tras las reformas regulatorias en respuesta a la crisis financiera global las entidades financieras han elevado sus niveles de capital significativamente. El capital de las entidades bancarias está concebido precisamente para absorber las pérdidas inesperadas ante perturbaciones adversas y facilitar, en esas situaciones, que se siga proporcionando financiación a los agentes. En este sentido, el BCE y las autoridades nacionales, integrados dentro del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), han permitido a las entidades el uso de los colchones de capital voluntarios, anticíclico, sistémicos, de conservación y derivados del P2G, y también operar temporalmente por debajo del nivel establecido para la ratio de liquidez, como respuesta a la crisis actual. Además, han recomendado que las entidades no distribuyan dividendos y que sean prudentes en el pago de bonus a sus empleados, de forma que ambos elementos contribuyan a reforzar su solvencia en esta situación de crisis.

Las medidas aprobadas también han perseguido evitar la potencial prociclicidad indeseada en la aplicación de la normativa contable y prudencial. En el ámbito contable, dada la naturaleza en principio transitoria de la perturbación, el BCE ha manifestado que será flexible en la calificación como dudosos de aquellos acreditados que se beneficien de medidas públicas de apoyo (avales, moratorias, etc.). Además, el BCE ha subrayado que tendrá en cuenta estas circunstancias en la aplicación de las expectativas de provisiones en el marco del Pilar 2 de capital, admitiendo la posibilidad de operar por debajo de la recomendación de dicho pilar. Por otro lado, ha recomendado a las entidades que eviten la prociclicidad en sus modelos de estimación de provisiones e incorporen una perspectiva de medio plazo en su cálculo. En la misma línea, la Autoridad Bancaria Europea (ABE) ha pedido flexibilidad y pragmatismo en la aplicación del marco prudencial, aclarando que, en caso de producirse la moratoria, pública o privada,

de la deuda, no debe producirse una clasificación automática como crédito moroso ni reclasificación contable. También ha apoyado las recomendaciones sobre utilización de los colchones de capital y liquidez y de limitación en el reparto de dividendos.

Las medidas aprobadas por las autoridades nacionales y por el BCE deben complementarse con una respuesta europea contundente. La pandemia y su impacto económico están afectando a todos los países del área del euro y, por extensión, de la Unión Europea. Hacerle frente requiere una actuación decidida y ambiciosa de las autoridades e instituciones comunitarias a través de los instrumentos existentes, tanto financieros como presupuestarios, así como de posibles nuevas herramientas. En este sentido, el Eurogrupo del 9 de abril acordó la puesta en marcha de una batería de medidas de apoyo entre las que destacan una línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para proporcionar financiación a los Estados miembros, un programa del Banco Europeo de Inversiones (BEI) para facilitar la financiación de pymes y un fondo para sufragar parte de los costes asociados a los expedientes de regulación temporal de empleo. Además, el Consejo Europeo del 23 de abril respaldó la creación de un Fondo de Recuperación propuesto por la Comisión Europea, con cargo al presupuesto plurianual europeo 2021-2027. Entre otros posibles nuevos instrumentos que pudieran ser requeridos, debe darse en todo caso prioridad a aquellos que refuercen la capacidad del conjunto de la UE para favorecer unas condiciones de financiación adecuadas con las que sufragar los cuantiosos costes de la crisis, así como de la reparación de la capacidad de crecimiento de todos los Estados miembros dañada por la pandemia. La crisis actual hace más urgente que nunca avanzar en completar el área monetaria óptima que pretende ser el área del euro.

