

IMPACTO DE LA PANDEMIA EN EL RIESGO SOBRE EL CRECIMIENTO Y EL IMPACTO MITIGADOR DE LAS MEDIDAS MACROPRUDENCIALES ADOPTADAS

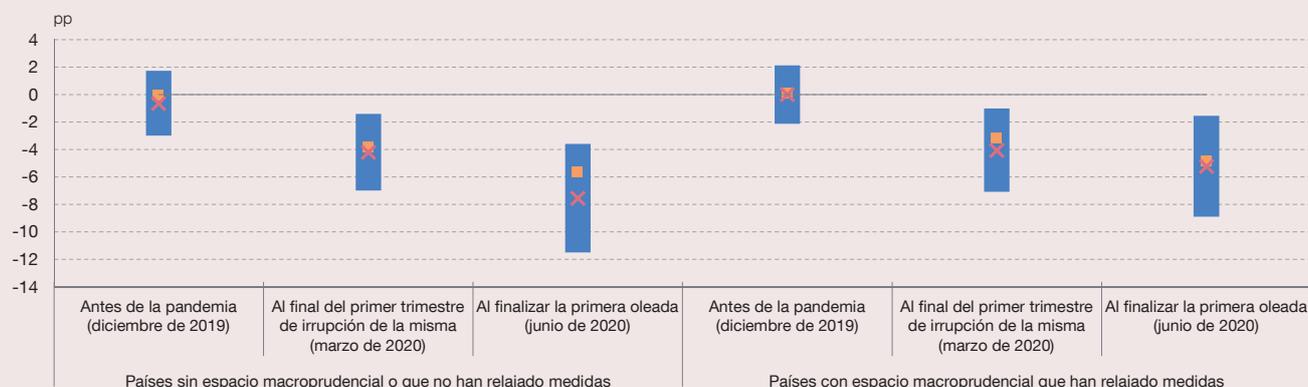
La pandemia ha tenido efectos severos sobre el crecimiento económico de los últimos trimestres, lo que ha impactado no sólo en el crecimiento medio esperado en los próximos trimestres sino también en toda la distribución futura del PIB. Un modelo estimado recientemente en el Banco de España permite evaluar el impacto sobre la distribución del PIB de la acumulación de vulnerabilidades cíclicas, los episodios de estrés financiero y la utilización de herramientas macroprudenciales (véase Recuadro 3.1 IEF Primavera 2020)¹. Los resultados de aplicar este modelo a la crisis actual muestran un impacto especialmente relevante sobre el crecimiento en riesgo, definido como la tasa de crecimiento que se observaría en escenarios adversos, que ocurren con una probabilidad del 5 %.

El gráfico 1 muestra la distribución del crecimiento en riesgo a un horizonte de un año en los países de la Unión Europea² en tres fechas: antes de la pandemia (diciembre de 2019), al final del primer trimestre de irrupción de la misma (marzo de 2020), y al finalizar la primera oleada (junio de 2020). El interés de este ejercicio no se limita a cuantificar el impacto de la pandemia sobre el crecimiento

en riesgo, sino también a analizar el efecto que está pudiendo tener la política macroprudencial para mitigar este impacto. Así, en el ejercicio se consideran, por un lado, los países que han adoptado medidas macroprudenciales contracíclicas (17 países), y, por otro lado, aquellos que no lo han hecho o no contaban con esa posibilidad (11 países). Ambos grupos de países partían de situaciones similares en términos de crecimiento en riesgo antes de la pandemia. Asimismo, los efectos de la misma sobre ambos grupos de países también fueron comparables hasta marzo, deteriorando de manera importante el crecimiento en riesgo en todos los países analizados. No obstante, las estimaciones a junio de 2020 ya muestran ciertas diferencias entre los dos grupos. En particular, el grupo de países que ha podido liberar total o parcialmente sus colchones macroprudenciales parece haber contenido mejor el deterioro del crecimiento en riesgo que el grupo de países que no tenían suficiente espacio macroprudencial para hacerlo.

No obstante, este menor impacto en el crecimiento en riesgo futuro puede venir explicado no sólo por la relajación de medidas macroprudenciales sino por una menor caída

Gráfico 1
DISTRIBUCIÓN DEL CRECIMIENTO EN RIESGO A UN HORIZONTE DE UN AÑO SEGÚN LA UTILIZACIÓN DE LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL COMO RESPUESTA A LA PANDEMIA (a)



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco Internacional de Pagos y Banco de España.

a Las barras verticales, el cuadrado naranja y la cruz rosa representan el rango entre el percentil 5 y 95, la mediana y la media de los valores de crecimiento en riesgo a un horizonte de un año, respectivamente, en países que contaban con espacio macroprudencial y han relajado medidas como respuesta a la pandemia y aquellos que no contaban con dicho espacio o no han relajado medidas. Para detalles sobre la metodología utilizada ver, Galán J. E. (2020). *The benefits are at the tail: uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk*. Documentos de Trabajo n.º 2007. Banco de España.

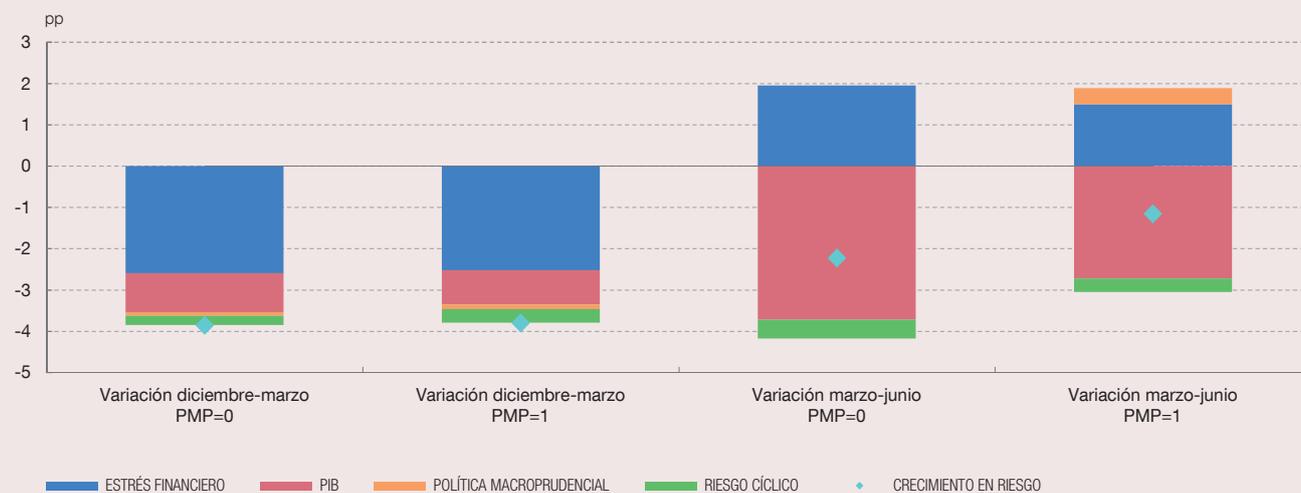
1 Para más detalles ver, Galán J.E. (2020). *The benefits are at the tail: uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk*. Documentos de Trabajo No. 2007. Banco de España.

2 La muestra incluye los 27 países de la UE más el Reino Unido.

IMPACTO DE LA PANDEMIA EN EL RIESGO SOBRE EL CRECIMIENTO Y EL IMPACTO MITIGADOR DE LAS MEDIDAS MACROPRUDENCIALES ADOPTADAS (cont.)

Gráfico 2

DESCOMPOSICIÓN POR FACTORES DE LA VARIACIÓN TRIMESTRAL DE LAS ESTIMACIONES DEL CRECIMIENTO EN RIESGO EN PAÍSES CON Y SIN RELAJACIÓN DE MEDIDAS MACROPRUDENCIALES



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco Internacional de Pagos y Banco de España.

a Las barras representan la contribución (en puntos porcentuales) a la variación del crecimiento en riesgo entre diciembre de 2019 y marzo de 2020 y entre marzo y junio de 2020 de cada uno de los factores incluidos en el modelo. Los resultados distinguen entre los países que han relajado medidas macroprudenciales como respuesta a la pandemia (PMP=1) y aquellos que no lo han hecho (PMP=0). Valores positivos (negativos) representan una contribución positiva (negativa) al crecimiento en riesgo. Los rombos representan la variación en la mediana del crecimiento en riesgo en cada grupo de países. Para detalles sobre la metodología utilizada ver, Galán J. E. (2020). *The benefits are at the tail: uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk*. Documentos de Trabajo N.º 2007. Banco de España.

del PIB durante las restricciones a la movilidad, una menor volatilidad en sus mercados financieros o una posición diferente en el ciclo financiero. El gráfico 2 analiza en más detalle los determinantes de los cambios observados a través de la descomposición de los factores que han explicado la variación en el crecimiento en riesgo estimado en los dos grupos de países. Por una parte, se observa que la variación en el crecimiento en riesgo entre diciembre de 2019 y marzo de 2020 estuvo explicada principalmente por el aumento del estrés en los mercados financieros, seguido del deterioro del crecimiento económico, y que estos factores impactaron de manera similar a ambos grupos de países. Por otra parte, la variación en el crecimiento en riesgo durante el segundo trimestre de 2020 se explica principalmente por la caída abrupta del crecimiento económico. En sentido inverso, la mejora en el nivel de estrés financiero ha actuado como factor mitigante, limitando el deterioro del crecimiento en riesgo. En la comparación entre los dos grupos de países, se observa también que para los que han podido liberar los colchones macroprudenciales, esta decisión ha actuado como un factor compensador adicional, mejorando en

cerca de 0,4 puntos porcentuales el crecimiento en riesgo a un horizonte de un año.

Si bien otros factores pueden haber permitido al grupo de países menos afectado durante el segundo trimestre presentar un menor deterioro del PIB, la liberación de colchones macroprudenciales explicaría cerca de una tercera parte de las diferencias en la variación del crecimiento en riesgo entre ambos grupos. Estos países han podido adoptar estas medidas gracias a que contaban con suficiente espacio macroprudencial derivado de haber activado instrumentos macroprudenciales en los años anteriores. Los motivos por los que algunos países disponían de este espacio macroprudencial son diversos, pero destacan las condiciones diferentes del ciclo financiero, que aconsejaron endurecer los requerimientos macroprudenciales en los años previos a esta crisis. En cualquier caso, este ejercicio evidencia que contar con colchones macroprudenciales ante eventos inesperados puede ayudar a mitigar, al menos parcialmente, los efectos de estos *shocks*.