
08.02.2022

La política macroprudencial: objetivos, herramientas y coyuntura actual

Encuentro Deusto Business Alumni

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

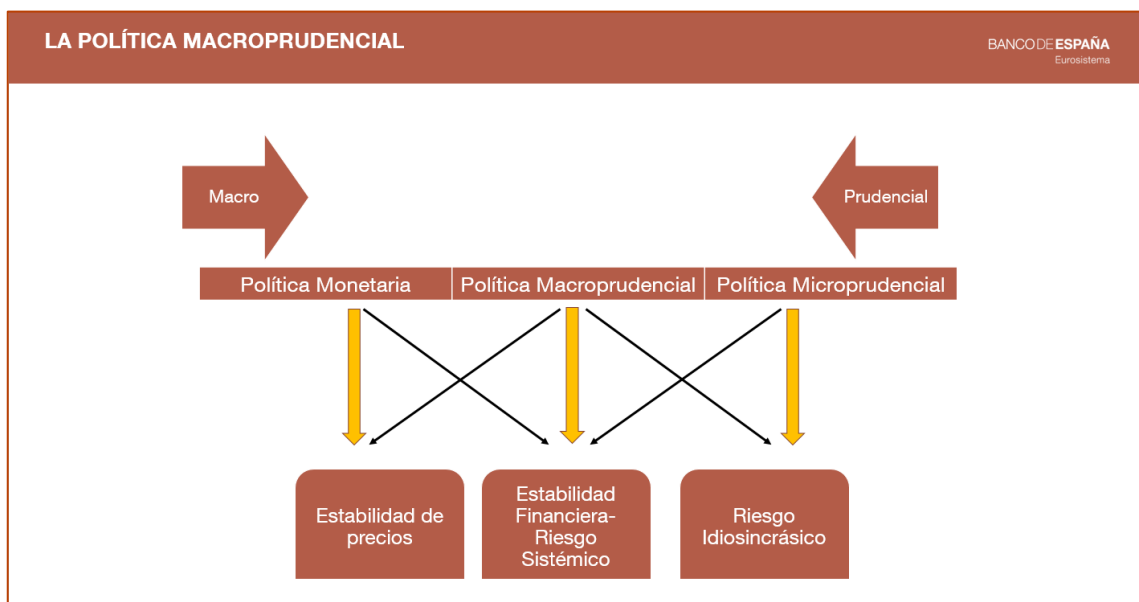
Buenos días a todos:

Es para mí un honor y un placer poder participar en este evento organizado por Deusto Business Alumni. Este tipo de conferencias son muy útiles para el Banco de España, dado que nos permiten difundir el contenido de las distintas tareas y responsabilidades que tenemos asignadas.

Una de estas tareas es la de promover la estabilidad financiera. Todos sabemos que la principal función del sistema financiero es la relativa a la intermediación financiera, que resulta clave para el buen funcionamiento de la economía. Pues bien, por «estabilidad financiera» se entiende aquella situación en la que el sistema financiero es capaz de resistir perturbaciones sin que se produzcan trastornos en el proceso de intermediación financiera lo suficientemente graves como para que afecten negativamente a la actividad económica real.

Para lograr este objetivo nos hemos dotado de un marco regulatorio y supervisor de las entidades y actividades financieras muy amplio. Un marco en el que destaca, por su novedad, la denominada «política macroprudencial», cuyo diseño y ejecución, en el caso del sector bancario español, corresponde al Banco de España.

En esta intervención me gustaría centrarme precisamente en explicar en qué consiste la política macroprudencial y cuáles son los principales elementos de su diseño en el caso español.



Los orígenes de la política macroprudencial

Antes de la crisis financiera global se consideraba que, para lograr el objetivo de tener un sistema financiero sólido, seguro y estable, bastaba con asegurar la solvencia de cada entidad financiera y mercado de forma individual. Sin embargo, la crisis tuvo su origen en la acumulación de ciertos desequilibrios en el sector financiero que tenían una dimensión esencialmente macroeconómica, lo que puso de manifiesto que el

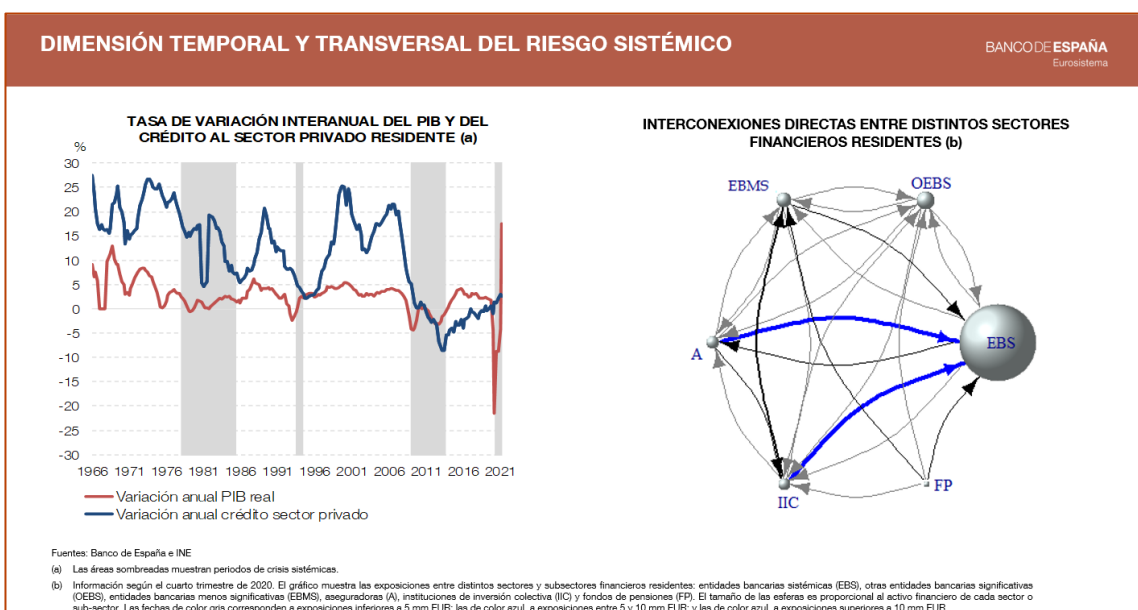
enfoque microprudencial, entidad a entidad, mercado a mercado, era insuficiente para asegurar la estabilidad financiera del sistema en su conjunto.

El problema tiene su base en lo que se conoce como la «falacia de la composición»¹. En ocasiones, las decisiones de los gestores de las entidades financieras pueden considerarse óptimas desde su perspectiva individual, pero no una vez que se tienen en cuenta los efectos sobre el sistema en su conjunto a través de las múltiples interconexiones que existen entre los distintos intermediarios y mercados financieros. Es posible que surjan desequilibrios macrofinancieros agregados —lo que se conoce como «riesgos sistémicos»—, que, además, pueden interactuar negativamente con las fluctuaciones del ciclo económico.

Para asegurar la estabilidad macrofinanciera se consideró necesario que los responsables de la política económica dispusieran de un conjunto de instrumentos propios adicionales. Más específicamente, la política macroprudencial es la encargada de garantizar la solidez del sistema financiero ante el riesgo *sistémico*, que es el riesgo de que la inestabilidad financiera se vuelva tan generalizada que dificulte el funcionamiento del sistema hasta tal punto que el crecimiento económico y el bienestar de la población se vean negativamente afectados.

Así, el prefijo «macro-» de esta política alude, por un lado, a que adopta un enfoque agregado para el conjunto del sistema financiero y, por otro, a que pretende modular el ciclo financiero, ya que este puede amplificar el ciclo económico.

Por su parte, el término «prudencial» se refiere a que tiene que actuar preventivamente, en primer lugar, intentando mitigar la acumulación de riesgo sistémico o su eventual materialización y, en segundo lugar, generando colchones (principalmente, recargos en los requerimientos de capital de los bancos) que permitan amortiguar el impacto del riesgo sistémico en caso de que este se materialice.



¹ Véase, por ejemplo, Brunnermeier *et al.* (2009).

El carácter multidimensional del riesgo sistémico

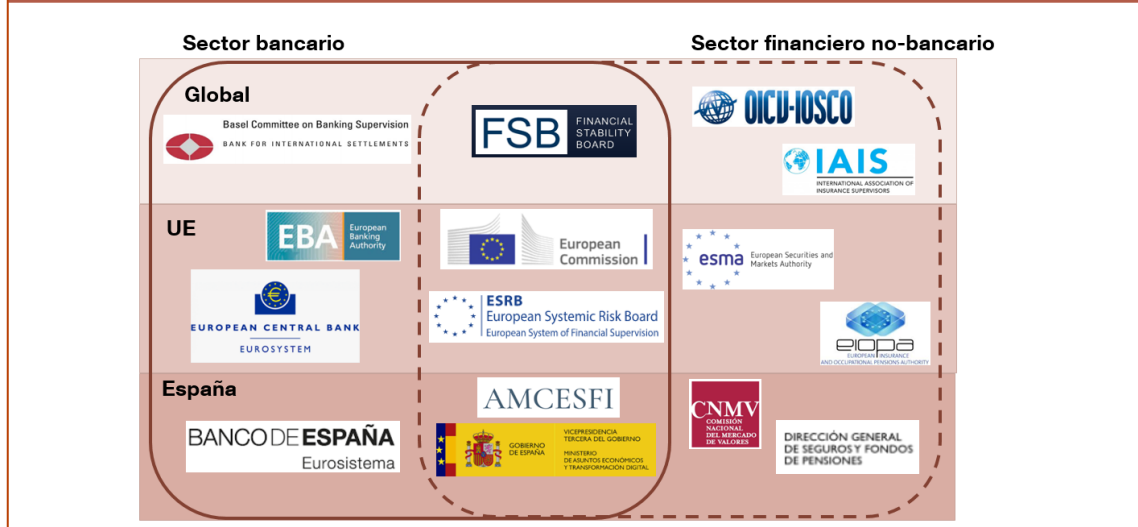
El concepto de riesgo sistémico tiene múltiples dimensiones, que, además, interactúan entre sí. En concreto, existen al menos dos dimensiones de este riesgo.

La primera es la dimensión temporal, que está relacionada con la evolución del riesgo sistémico a lo largo del ciclo financiero. Un buen ejemplo de esta dimensión lo podemos encontrar en los años que precedieron a la crisis financiera global, cuando se produjo un fuerte crecimiento del crédito al sector privado no financiero en España, en especial a las actividades de promoción y construcción inmobiliaria, y se alcanzaron niveles muy por encima de los considerados sostenibles. Esta situación vino acompañada de aumentos de los precios y de la actividad en el mercado inmobiliario que no eran coherentes con la evolución de sus determinantes fundamentales.

En este contexto, el endeudamiento de hogares y de empresas asociado a las operaciones inmobiliarias se volvió con el tiempo tan abultado que, cuando su sostenibilidad se puso en duda y la financiación se paró en seco, se produjo una brusca corrección de estos desequilibrios financieros. Esta corrección tuvo un considerable coste en términos de PIB y de empleo, y afectó directamente a las pérdidas a las que el sistema financiero tendría que enfrentarse y que solo se habían anticipado muy parcialmente en la fase expansiva previa.

La segunda es la dimensión transversal, a través de los distintos intermediarios que integran el sistema financiero. Esta deriva de determinadas características estructurales del sistema financiero que pueden amplificar el impacto de cualquier perturbación que reciba. En efecto, el sistema financiero está compuesto por entidades muy heterogéneas, en términos tanto de tamaño como de complejidad. A su vez, estas entidades están fuertemente interconectadas entre sí, mediante exposiciones directas en el mercado interbancario y exposiciones indirectas, que pueden ser a los mismos sectores económicos o incluso a los mismos agentes (empresas o Gobiernos).

Tanto la diversidad de actores como su estrecha interrelación mejoran notablemente la eficiencia del sistema, ya que permiten una especialización máxima en la gestión de los riesgos. Pero también generan vulnerabilidades, puesto que las dificultades de una entidad se pueden transmitir rápidamente al resto. Esto hace que adquiera especial relevancia la situación de aquellas entidades que, ya sea por su tamaño, su complejidad o por la posición central que ocupan dentro de esa red, puedan desestabilizarla.



El diseño institucional de la vigilancia macroprudencial

Las importantes interconexiones entre los actores del sistema financiero exigen una visión global a la hora de tomar decisiones de política macroprudencial. Esto requiere una estrecha coordinación entre las instituciones relevantes cuando, como ocurre en España, la vigilancia del sistema financiero está repartida entre distintas autoridades nacionales y europeas. No menos relevante es la necesidad de coordinación internacional como consecuencia de las interconexiones y los flujos financieros globales. De hecho, algunos investigadores han constatado la existencia de un ciclo financiero global [véase Rey (2015)].

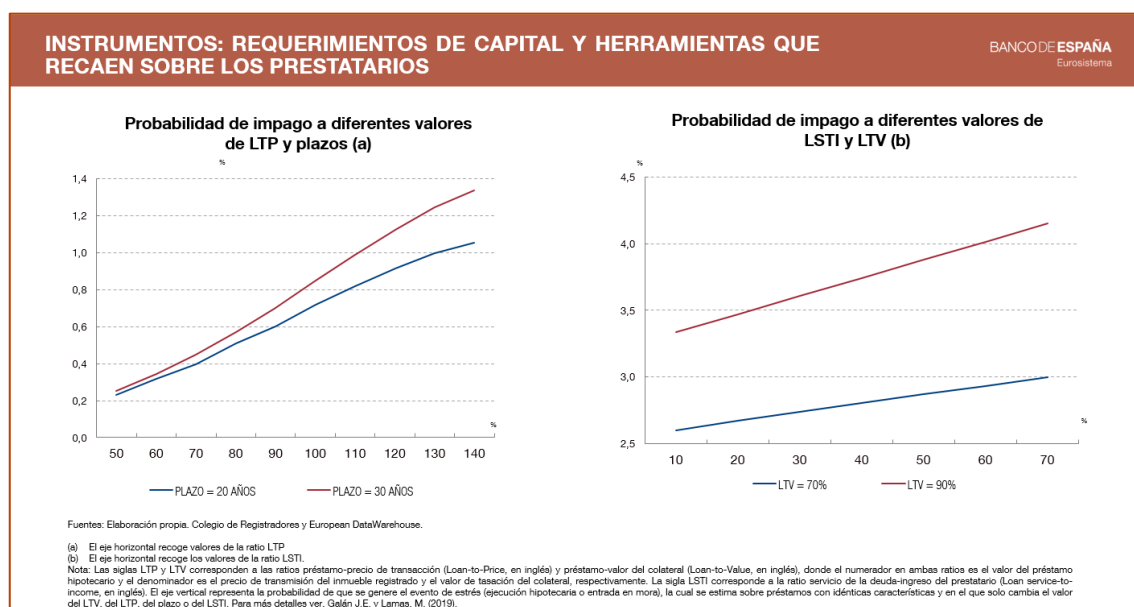
El Banco de España fue designado en 2014 como la autoridad encargada de la formulación y adopción de medidas macroprudenciales aplicables a las entidades de crédito en España. Además, España cuenta con otras dos autoridades supervisoras prudenciales sectoriales: la Comisión Nacional del Mercado de Valores —cuyo ámbito prudencial se extiende a los mercados de valores y a diversos vehículos de inversión, entre otros— y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital. Por su parte, la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional de este ministerio es responsable del desarrollo de la regulación financiera, incluida la derivada de la trasposición del creciente número de normas de la Unión Europea (UE) en este ámbito.

Para coordinar las actuaciones macroprudenciales de estas autoridades, en 2019 se creó en España la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI). La AMCESFI está configurada como un órgano colegiado en el que participan las citadas autoridades y ejerce como foro de discusión sobre la situación del sistema financiero y de consulta de las medidas macroprudenciales planteadas.

La necesidad de coordinación no es menos relevante a escala supranacional. Así, en Europa, para asegurar que las medidas macroprudenciales que puedan adoptar los distintos países sean coherentes entre sí y se reduzca un potencial sesgo de inacción

nacional, el Banco Central Europeo (BCE) tiene la potestad de endurecer algunas de las medidas aplicadas por las autoridades nacionales integradas en el Mecanismo Único de Supervisión (MUS). Asimismo, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) reúne a los máximos responsables de bancos centrales y autoridades reguladoras y supervisoras de banca, valores, seguros y fondos de pensiones de toda la UE. La JERS, cuyo Comité Técnico Consultivo tengo el honor de presidir desde 2019, lleva a cabo tareas de vigilancia macroprudencial y está facultada para emitir opiniones, alertas y recomendaciones relacionadas con los riesgos sistémicos y la adecuación de propuestas nacionales de activación de medidas macroprudenciales.

Finalmente, a escala global, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) en el ámbito bancario y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), en relación con el conjunto del sector financiero y sus interconexiones, desempeñan un papel clave como vigilantes de los riesgos sistémicos globales e impulsores de las medidas y de los estándares regulatorios para afrontarlos de manera homogénea y coordinada.



Las herramientas macroprudenciales en el ámbito de las entidades de crédito

El carácter multidimensional del riesgo sistémico hace que la política macroprudencial deba contar con una amplia batería de herramientas (o instrumentos) que permitan abordar cada una de estas dimensiones de la forma más efectiva posible. Además, dado que en el sector financiero operan una amplia variedad de entidades con características muy diversas, esos instrumentos deben estar adaptados a sus especificidades.

A efectos expositivos, es útil distinguir entre las herramientas que afectan a los requerimientos de capital de las entidades de crédito y las que recaen sobre los prestatarios.

Requerimientos de capital

La regulación bancaria vigente exige que los bancos reserven capital suficiente para cubrir pérdidas inesperadas y mantener su solvencia en caso de crisis. El importe del capital requerido depende del riesgo vinculado a los activos de un banco concreto y, de hecho, se expresa como porcentaje de los activos ponderados por riesgo².

Pues bien, entre las herramientas macroprudenciales se incluye la posibilidad de aumentar el capital de las entidades por encima de los requisitos microprudenciales. Esta mayor exigencia de capital aumenta la capacidad de absorción de pérdidas de las entidades y, además, influye moderando su apetito por el riesgo, dado que aumenta las pérdidas que tienen que asumir los accionistas en caso de dificultades.

Cuando estas herramientas se emplean para afrontar la dimensión temporal del riesgo sistémico, normalmente se aplican sobre todo el sistema bancario de forma contracíclica, en lo que se conoce como «**colchón de capital anticíclico**» (CCA). Así, los requerimientos de capital se elevarían en las fases expansivas del ciclo de crédito, aumentando su coste y frenando su expansión, y se reducirían en períodos recesivos, reduciendo el coste del crédito y sosteniendo su oferta.

Por su parte, las herramientas diseñadas para afrontar la dimensión transversal del riesgo sistémico tienden a ser más estables. Estas incluyen, en primer lugar, los **colchones sobre entidades de importancia sistémica**, a escala mundial y nacional, que se aplican a aquellas entidades que han sido identificadas como capaces de desestabilizar el sistema si experimentaran problemas financieros. Los mayores costes que pueden suponer para la sociedad las potenciales dificultades de estas entidades justifican exigirles un margen adicional de protección e inducir una asunción de riesgo más prudente por parte de sus gestores³.

La identificación de las entidades sistémicas se realiza siguiendo métodos estandarizados, coordinados por el FSB y el BCBS, que se basan en métricas ponderadas de diversas variables de las entidades, como su tamaño, complejidad, interconexiones, capacidad de sustituir sus actividades y volumen de actividad transfronteriza. Por su parte, el Banco de España realiza todos los años un ejercicio de identificación de las entidades bancarias de importancia sistémica a escala nacional a partir de una metodología europea estandarizada muy similar a la utilizada a escala global.

Además, existe una herramienta híbrida que permite combinar las dimensiones transversal y temporal del riesgo sistémico, denominada «**colchón contra riesgos**

² El concepto de activos ponderados por riesgo significa básicamente que se atribuye una asignación de capital inferior a los activos más seguros, mientras que los activos más arriesgados reciben una ponderación de riesgo mayor. En otras palabras, cuanto más arriesgados sean los activos, más capital tendrá que reservar el banco. En paralelo, se asignan determinados grados al capital dependiendo de su calidad en términos de su capacidad de absorber pérdidas.

³ Además, estos colchones pueden corregir parte de la ventaja competitiva que estas entidades pueden tener en los mercados de financiación, que se concretan en un menor coste de financiación respecto al resto, derivada de que los inversores internalicen que la entidad será rescatada por el sector público en caso de dificultades, dada su importancia sistémica.

sistémicos», destinada a afrontar de forma flexible y discrecional aquellos riesgos no cubiertos por las anteriores. Se trata de una herramienta exclusivamente europea que no procede de Basilea III. Este colchón se puede aplicar sobre todo el sistema bancario, sobre un subconjunto de las entidades de crédito o sobre uno o varios sectores de la actividad económica.

Las herramientas macroprudenciales anteriores proceden de la legislación europea. Sin embargo, muchos países, entre los que se incluye España, han considerado necesario ampliar las herramientas disponibles. Así, a finales de diciembre del año pasado se aprobó la Circular 5/2021 del Banco de España, que desarrolla tres nuevas herramientas macroprudenciales: un componente sectorial del CCA, límites a la concentración sectorial, y límites y condiciones a la concesión de préstamos.

El **componente sectorial del CCA** permite establecer un requerimiento adicional de capital exclusivamente sobre las exposiciones crediticias bancarias a un sector económico concreto. Por tanto, se trata de una herramienta diseñada para afrontar de forma quirúrgica las vulnerabilidades sistémicas cuando estas se concentran en uno o varios sectores de la actividad económica y antes de que se extiendan al conjunto del sistema.

Los **límites a la concentración sectorial** proporcionan un escudo adicional, de último recurso, frente a desequilibrios sectoriales, al imponer una restricción del volumen de las exposiciones crediticias a un sector concreto. Dado que la concentración se define en términos de la ratio de exposición sectorial sobre el capital de nivel 1 ordinario (CET1) de las entidades, la activación de un límite no supondría un techo absoluto a las exposiciones, pero sí obligaría a que las exposiciones por encima del límite se deban respaldar en la misma cuantía con capital.

Las herramientas macroprudenciales que recaen sobre los prestatarios

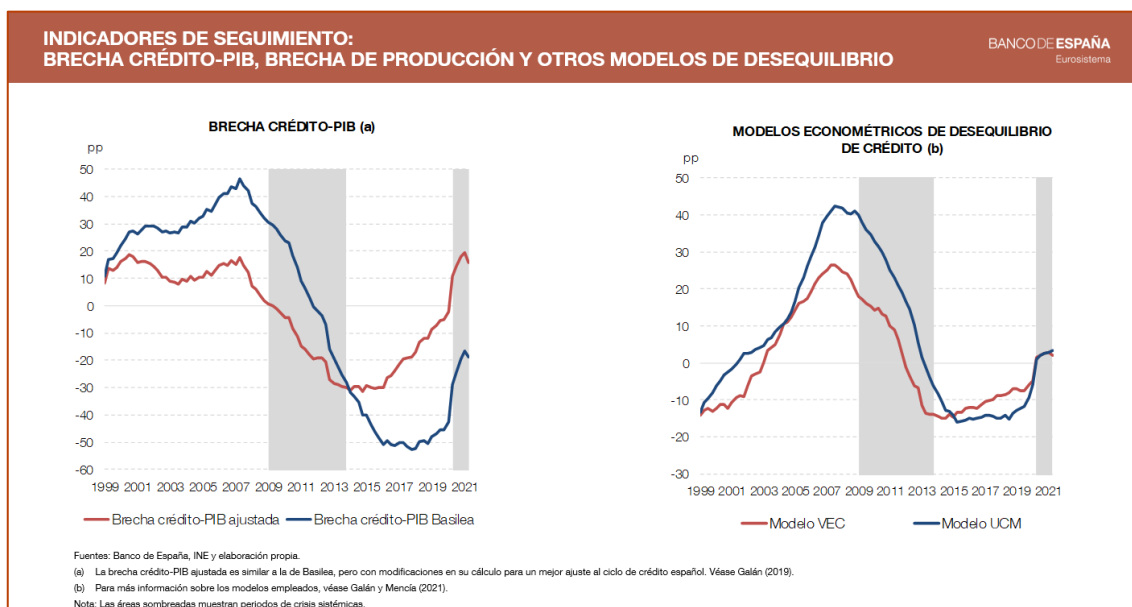
La nueva Circular 5/2021 también le permite al Banco de España introducir restricciones en varias de las características de los préstamos que se conceden a los deudores. Se trataría, por ejemplo, de limitar el endeudamiento máximo de un cliente en función de diversas variables, como el valor de las garantías aportadas o sus ingresos.

La evidencia empírica ha mostrado que las condiciones de concesión de los préstamos tienen un impacto muy significativo en el riesgo de impago *ex post* de los acreditados [véase, por ejemplo, Galán y Lamas (2019)], en el sentido de que condiciones más laxas (por ejemplo, un porcentaje de préstamo más elevado en relación con el valor del colateral que lo garantiza) aumenta ese riesgo. Por lo tanto, estas herramientas, al establecer unas condiciones mínimas para acceder a la financiación bancaria, refuerzan la solvencia de los prestatarios y, de esa forma, limitan las potenciales pérdidas que posteriormente tendrían que asumir las entidades.

Estas restricciones son de aplicación únicamente sobre las nuevas operaciones de concesión de las entidades, por lo que, de forma inmediata, su introducción provoca

que las entidades restrinjan la oferta de crédito. Y esto genera un efecto inmediato en las decisiones de consumo y de inversión de hogares y de empresas, que presumiblemente reducirán su nivel de gasto y, en consecuencia, su demanda de crédito. Asimismo, los precios de los activos financieros y reales también se verán adversamente afectados por el menor nivel de gasto y por el canal de expectativas, y se reducirán los colaterales disponibles. Estos efectos se retroalimentan disminuyendo adicionalmente la oferta y la demanda de crédito.

Las características concretas de los préstamos que se limitarán en cada momento dependerán de la situación a la que nos enfrentemos, en particular su nivel y su evolución en los préstamos ya concedidos. Y no es descartable que se activen varias de ellas a la vez, ya que, cuando se observan condiciones laxas en varias de estas características, se suele producir un aumento más que proporcional de la probabilidad de impago. Además, cuando se limita una sola de las características, lo habitual es que otra característica se vuelva más laxa para compensar [véase, por ejemplo, Tzur-Ilan (2017)].



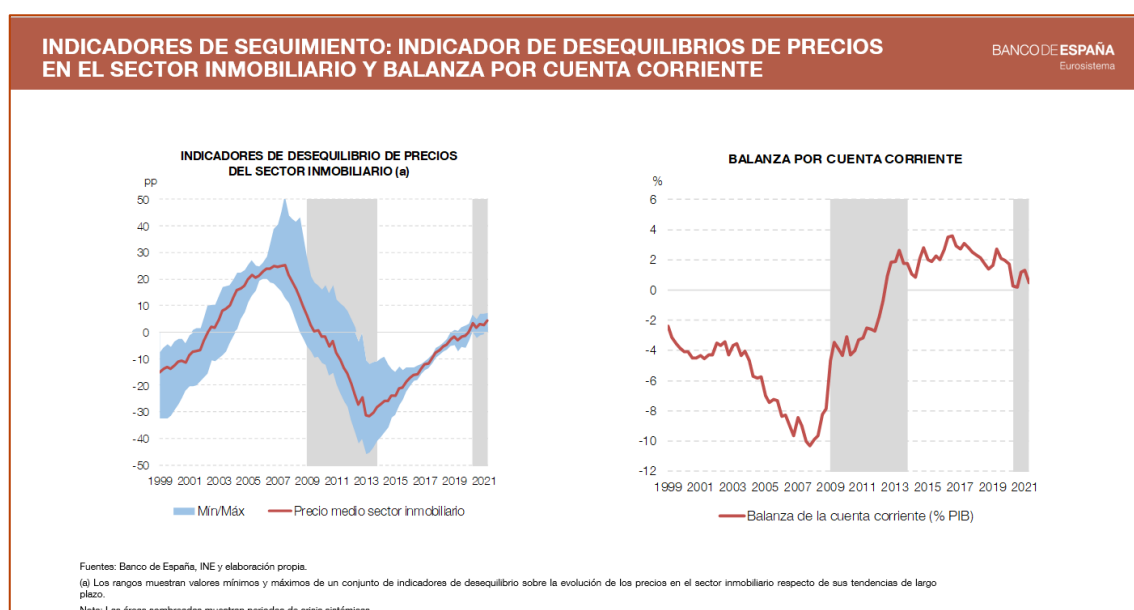
La política macroprudencial en la práctica

La activación a tiempo de las herramientas macroprudenciales exige disponer de indicadores que permitan monitorizar la evolución de los riesgos y, en paralelo, calibrar el uso de los instrumentos y de sus efectos.

Indicadores de seguimiento del riesgo sistémico

Por lo que respecta a la dimensión temporal del riesgo sistémico, el objetivo de estos indicadores es realizar un seguimiento de la evolución del ciclo financiero e identificar posibles dinámicas insostenibles.

No existe un único indicador que resuma toda la información del ciclo financiero, pero la regulación actual otorga un papel especial a la denominada «**brecha de crédito-PIB**», que mide la diferencia entre la evolución de la financiación que recibe el sector privado no financiero en porcentaje del PIB y su tendencia de equilibrio a largo plazo, estimada por procedimientos estadísticos⁴. Valores positivos de la brecha de crédito-PIB indicarían una fase expansiva del ciclo financiero, ya que el volumen relativo de crédito se situaría por encima de su nivel de equilibrio. En consecuencia, se podría considerar la posibilidad de activar o incrementar el CCA. Valores negativos indicarían una fase contractiva del ciclo financiero, con lo que el CCA debería estar desactivado.

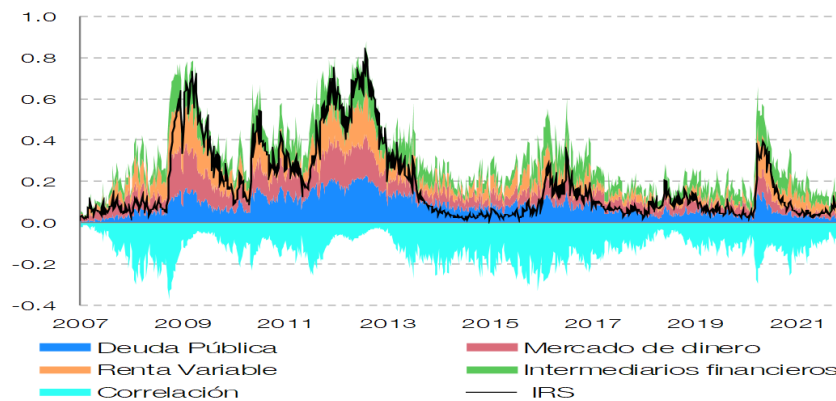


En cualquier caso, la decisión sobre el CCA no es una regla automática en función de un solo indicador, puesto que la regulación subraya que se deben tener en cuenta otros indicadores complementarios. En particular, el Banco de España analiza también los **desequilibrios de los precios de la vivienda**, ya que el sector inmobiliario ha sido tradicionalmente una fuente de riesgo sistémico, o el **saldo de la balanza por cuenta corriente**⁵, entre otros.

⁴ Además de con procedimientos puramente estadísticos, la estimación del nivel de equilibrio a largo plazo de la financiación a largo plazo del sector privado no financiero que exige el cálculo de estos indicadores se puede realizar a partir de modelos que incorporen los determinantes de la demanda de crédito.

⁵ Esta última variable recoge el hecho de que, en economías pequeñas y abiertas, cuando el ciclo financiero se encuentra en expansión, suele ocurrir que parte de esa financiación se obtiene en el exterior, que se materializa, en consecuencia, en un déficit por cuenta corriente.

INDICADOR DE RIESGO SISTÉMICO (IRS) (b)



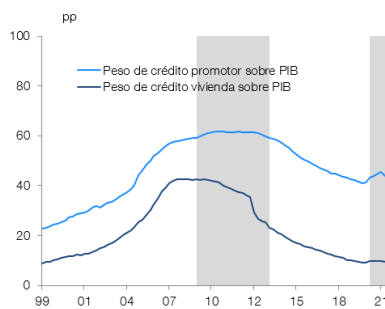
Fuentes: Banco de España, INE, Datastream y elaboración propia.

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

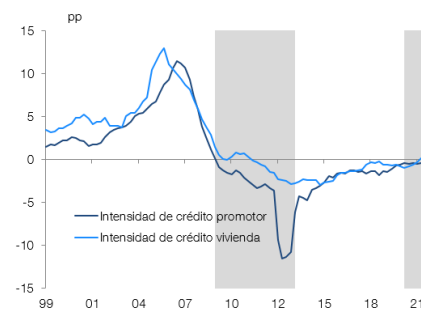
También resulta útil calcular y analizar la evolución de **indicadores específicos de tensiones sistémicas en los mercados financieros**, que permiten identificar, en particular, los momentos iniciales de las crisis de carácter sistémico, así como el uso de la **brecha de producción**, esto es, la diferencia entre el nivel de actividad observado y el potencial de la economía.

INDICADORES DE SEGUIMIENTO: CONCENTRACIÓN SECTORIAL E INTENSIDAD DE CRÉDITO SECTORIAL

Crédito sectorial/PIB nominal



Intensidad de crédito (a)

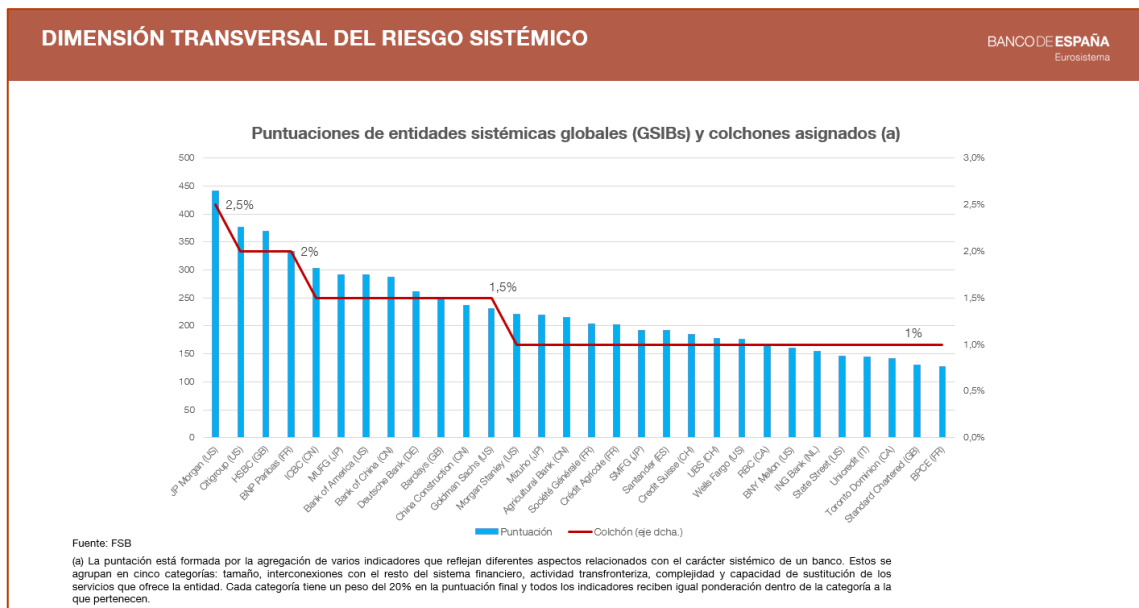


Fuentes: Banco de España e INE

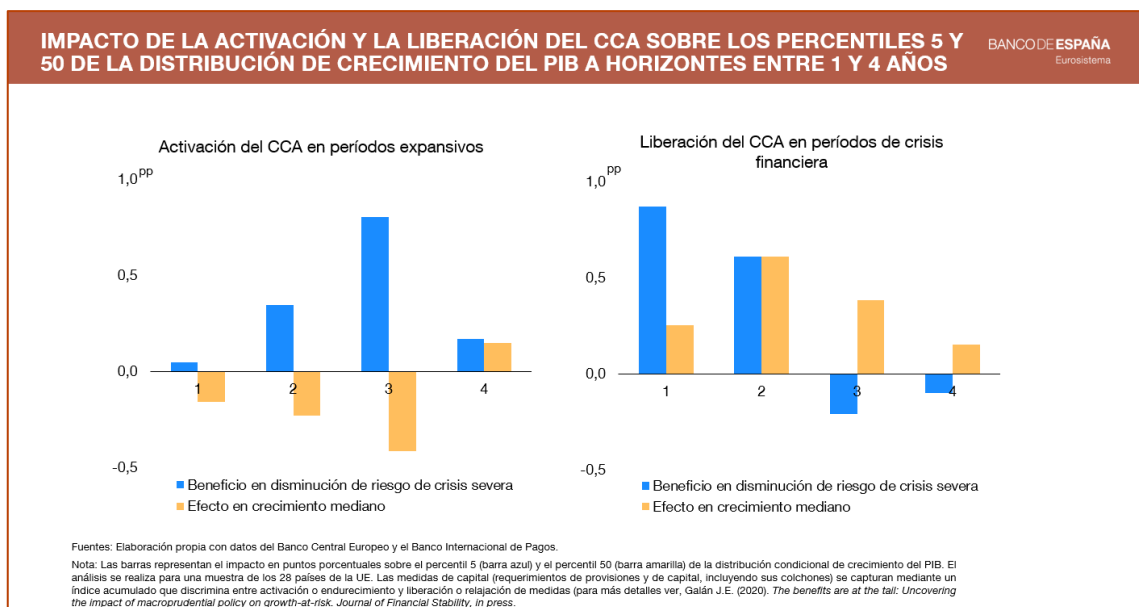
(a) La intensidad de crédito se calcula como el cambio anual en el crédito sectorial agregado (numerador) sobre el PIB acumulado para el mismo periodo (denominador).

Nota: Las áreas sombreadas muestran períodos de crisis sistémicas.

Por otra parte, el Banco de España realiza asimismo un seguimiento regular de **indicadores sectoriales**. Por ejemplo, uno de los indicadores utilizados es el que trata de medir la intensidad del crédito, que se obtiene como la ratio entre la variación anual del crédito sectorial y el valor añadido bruto de ese mismo sector.



Finalmente, en cuanto a la dimensión transversal del riesgo sistémico, los indicadores más relevantes tratan de medir el tamaño relativo de cada entidad bancaria concreta, la posición de centralidad que ocupan en la red bancaria nacional, las interconexiones con el resto del sistema financiero y con los sistemas financieros de otros países, la complejidad de las actividades que realiza, etc. De hecho, un indicador sintético de todas estas métricas es lo que permite construir la puntuación de importancia sistémica que se utiliza como referencia para determinar la calibración del porcentaje del colchón para cada entidad sistémica.



La efectividad de las herramientas macroprudenciales

La experiencia con la utilización de los instrumentos macroprudenciales es todavía escasa. En todo caso, la naturaleza multidimensional de esta política dificulta su evaluación. Y, adicionalmente, el análisis de coste-beneficio de las medidas se enfrenta al reto de comparar horizontes temporales distintos: los costes de la activación de las herramientas son inmediatos (por ejemplo, reducción del crecimiento del crédito y, muy probablemente como consecuencia, el del PIB), pero los beneficios se producen a largo plazo y son de muy difícil contraste (por ejemplo, evitar una crisis sistémica).

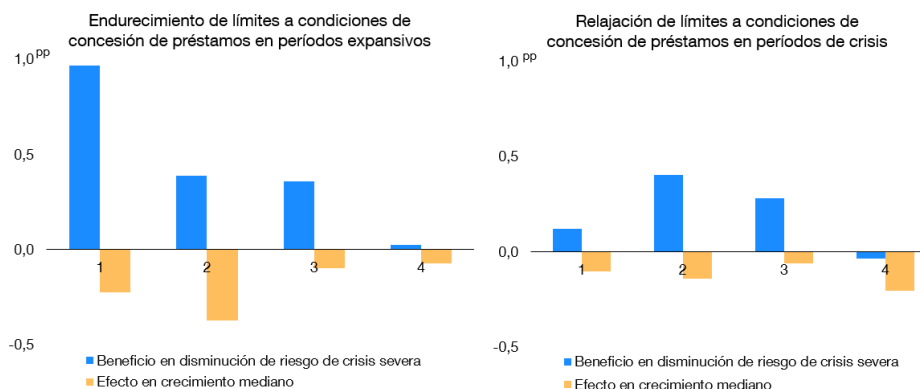
En la práctica, la efectividad de los instrumentos macroprudenciales se ha contrastado de múltiples formas; por ejemplo, se analiza el impacto sobre los indicadores de riesgo sistémico (evolución del crédito, precios de la vivienda, grado de interconexión de las entidades, composición de su cartera de crédito, etc.).

Se ha estudiado asimismo su eficacia valorando si han ayudado a reducir la probabilidad de que se produjera una crisis sistémica, la quiebra de un banco o de grupo de bancos, o el impago de los acreditados.

Más recientemente, se ha desarrollado el concepto denominado *growth at risk* [Adrian, Boyarchenko y Giannone (2019)], que permite estudiar el impacto de las medidas sobre la distribución del crecimiento esperado del PIB a distintos horizontes. De esta forma, no solo se analiza el impacto sobre el escenario central, el más probable, sino también en una hipotética crisis sistémica.

Los resultados de esta evidencia [Galán (2020)] permiten concluir que la activación del CCA en las fases alcistas de los ciclos financieros genera una moderación del crecimiento del crédito y del PIB en el escenario central, pero, sobre todo, permite reducir significativamente la severidad del retroceso del PIB en una situación de crisis económica. Además, también se reduce la probabilidad de ocurrencia de las crisis. Estos efectos suceden con un retardo medio de alrededor de dos años.

Por su parte, la liberación del CCA durante períodos de crisis mitigaría sus efectos adversos sobre el crecimiento económico, tanto en el escenario central como en el percentil extremo. Además, su impacto sería inmediato.



Fuentes: Elaboración propia con datos del Banco Central Europeo y el Banco Internacional de Pagos.

Nota: Las barras representan el impacto en puntos porcentuales sobre el percentil 5 (barra azul) y el percentil 50 (barra amarilla) de la distribución condicional de crecimiento del PIB. El análisis se realiza para una muestra de los 28 países de la UE. Las medidas basadas en el prestatario (límites a los criterios de concesión de crédito incluyen límites a la ratio préstamo-valor o LTV, a la ratio servicio de la deuda-ingreso o DSTI, a los plazos de los préstamos, entre otros) se capturan mediante un índice acumulado que discrimina entre activación o endurecimiento y liberación o relajación de medidas (para más detalles ver, Gaián J.E. (2020). *The benefits are at the tail: Uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk*. *Journal of Financial Stability*, in press.

En el caso de las herramientas que recaen sobre los prestatarios, su activación en fases alcistas de los ciclos financieros tendría unos efectos similares a los del CCA. La principal diferencia es que sus efectos son inmediatos: se producen en un horizonte de alrededor de un año.

Estas diferencias en el impacto temporal de los distintos instrumentos podrían sugerir un orden óptimo en la activación de los instrumentos durante las fases alcistas del riesgo sistémico: primero deberían activarse las herramientas que incrementan los requerimientos de capital de las entidades y, si los riesgos no se disiparan, adoptar seguidamente medidas sobre los prestatarios, limitando los estándares de concesión de créditos. Sin embargo, la experiencia muestra que la realidad es mucho más compleja y que la flexibilidad de actuación debe ser la norma. Así, por ejemplo, si se detecta una relajación significativa de las condiciones de concesión de los préstamos en las fases iniciales de desarrollo del riesgo sistémico, podría ser deseable activar primero las herramientas que recaen sobre los prestatarios. La necesidad de activar los colchones de capital dependerá de la capacidad de absorción que se quiera asegurar ante la potencial materialización del riesgo sistémico percibido.

Por último, me gustaría mencionar que la evidencia sugiere también que la liberación en períodos de crisis de estos instrumentos que recaen sobre los prestatarios no tiene un impacto significativo en las expectativas de crecimiento del PIB o en su distribución, posiblemente debido a que, habitualmente, son las propias instituciones las que restringen esas condiciones de concesión de los préstamos en las fases contractivas.

La política macroprudencial durante la crisis del COVID-19

La irrupción de la crisis económica derivada de la pandemia de COVID-19 supuso un desafío sin precedentes, también desde el punto de vista macroprudencial. Como he tratado de transmitir en este discurso, la política macroprudencial se concibió para

abordar riesgos que se generan de manera endógena en el sistema financiero y se acumulan de forma gradual en el tiempo. Sin embargo, la pandemia ha generado una crisis de naturaleza distinta, ocasionada por un factor de riesgo exógeno al sistema financiero, pero, en todo caso, con un súbito y profundo impacto macrofinanciero. En este contexto, el papel de la política macroprudencial para contrarrestar los efectos de la crisis es limitado, y son otras políticas económicas las más indicadas para combatirlos.

En todo caso, al inicio de la pandemia, en paralelo a las acciones de las autoridades monetarias y fiscales, se sucedieron, con notable rapidez, numerosos anuncios de medidas por parte de las autoridades macroprudenciales. El principal instrumento objeto de esas medidas fue el CCA, que, de manera generalizada, fue liberado (esto es, revertido al nivel inicial del 0 %) en aquellos países en los que había sido previamente activado. El objetivo era incentivar que las entidades pudieran seguir manteniendo el flujo de crédito a la economía.

En el caso español, el porcentaje del CCA estaba en el 0 % antes del inicio de la pandemia, ya que no se habían detectado señales de acumulación de riesgo sistémico. De todas formas, el Banco de España puntualizó que no activaría este instrumento por un período largo de tiempo, al menos hasta que no se hubieran absorbido los principales efectos de la crisis. Con esta orientación se pretende eliminar la potencial incertidumbre que pueden tener las entidades sobre el momento de acumulación de los colchones de capital, lo cual podría desincentivar su provisión de crédito al sector privado.

La experiencia de la crisis permite extraer algunas lecciones sobre la utilidad de ciertos indicadores que sirven para la activación de las herramientas macroprudenciales. Este es el caso de la brecha de crédito-PIB. Tras el estallido de la pandemia, este indicador aumentó de manera significativa y se ha mantenido en valores superiores a 2 puntos porcentuales (pp), que es el umbral de alerta a partir del cual el marco de Basilea recomienda la activación del CCA. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que este aumento de la brecha de crédito-PIB se debió, en gran medida, a las propias políticas de estímulo aplicadas por las autoridades y, sobre todo, al impacto negativo sobre el PIB de la perturbación generada por el COVID-19; es decir, no surgió de la emergencia de desequilibrios del propio sistema financiero, que son los susceptibles de ser contrarrestados mediante la activación del CCA.

En cuanto al resto de los indicadores, estos permitieron seguir la evolución, por ejemplo, de las tensiones sistémicas en los mercados financieros, que sufrieron un aumento muy pronunciado durante los primeros meses de la pandemia, pero una mejoría posterior. Por su parte, la brecha de producción se situó en niveles muy negativos desde el inicio de la crisis, por lo que, dado que el objetivo de la política macroprudencial es actuar contracíclicamente, no parecía razonable activar los instrumentos macroprudenciales a pesar de que la brecha de crédito PIB se situara por encima del 2 pp.

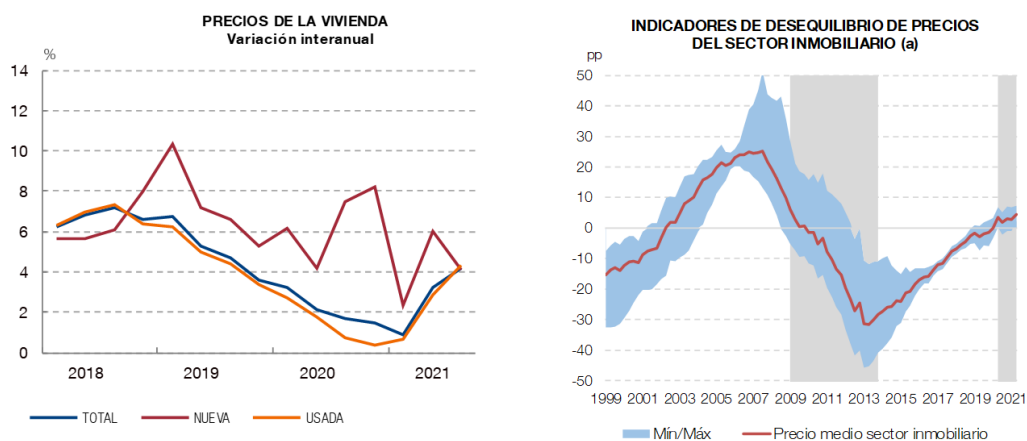
Con posterioridad, la recuperación de la actividad económica ha ayudado a corregir parte de los desequilibrios producidos durante la pandemia sobre la brecha de crédito-PIB y la brecha de producción. La información disponible para 2021 muestra una corrección significativa de la brecha de crédito-PIB. Este cambio de tendencia se debe principalmente al repunte del crecimiento del PIB. Y este repunte también ha favorecido el cierre progresivo de la brecha de producción, si bien aún continúa en valores significativamente negativos, lejos de los niveles anteriores a la pandemia.

Por otra parte, a escala europea y global se han tomado distintas decisiones coordinadas en este ámbito de la política macroprudencial. A modo de ejemplo, cabe destacar la introducción de recomendaciones a las restricciones al reparto de dividendos por parte de los bancos o a la remuneración variable. Su aplicación uniforme a todas las entidades, por sectores del sistema financiero y países, le confirió una importante dimensión macroprudencial, al contribuir a preservar el capital del conjunto de las entidades. De hecho, diversos estudios realizados apuntan a que las limitaciones al reparto de dividendos habrían tenido un impacto significativo positivo en la concesión de crédito nuevo y en las ratios de solvencia.

Más recientemente, la política macroprudencial se ha ido adaptando a la mejora de la evolución económica. Así, esta recuperación, junto con los tranquilizadores resultados de las pruebas de resistencia de la Autoridad Bancaria Europea y del MUS, llevaron al BCE a tomar en julio la decisión de no prolongar más allá del 30 de septiembre de 2021 su recomendación de limitar el reparto de dividendos⁶.

En el mismo sentido, algunos países europeos están aumentando el CCA, dado que se encuentran ya en una fase marcadamente alcista en su ciclo de crédito. En el caso español, sin embargo, el Banco de España ha mantenido el CCA en el 0 %, y prevé no aumentarlo mientras la economía no haya recuperado su nivel de actividad potencial o sigan sin observarse señales de desequilibrios en el ciclo crediticio.

⁶ De manera coordinada con otras autoridades nacionales, el Banco de España acordó también no prorrogar su recomendación para entidades bancarias menos significativas en España, cuya vigencia concluyó igualmente el 30 de septiembre. En paralelo, la JERS también ha decidido que, a partir del 1 de octubre, expire su recomendación sobre dividendos que afectaba a diversos sectores del sistema financiero de toda la UE. En cualquier caso, todas las autoridades han reiterado públicamente la necesidad de mantener la prudencia en las decisiones de distribución de dividendos, de recompra de acciones y sobre políticas de remuneraciones, tomando en especial consideración la sostenibilidad de sus modelos de negocio.



Fuentes: INE y Banco de España.

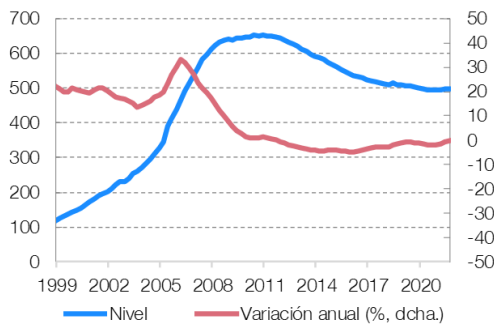
(a) Las áreas sombreadas muestran periodos de crisis sistémicas. Los rangos muestran valores mínimos y máximos de un conjunto de indicadores de desequilibrio sobre la evolución de los precios en el sector inmobiliario respecto de sus tendencias de largo plazo.

En cuanto al mercado de la vivienda, este está experimentando un gran dinamismo en varios países europeos, lo que, de hecho, está detrás de la adopción reciente de distintas medidas macroprudenciales en esos países. Sin embargo, en España no se ha observado, por el momento, esta acumulación de riesgos en el sector inmobiliario, si bien, al estarse generalizando en muchos países de nuestro entorno, impulsados por factores comunes a todos ellos, como las condiciones de financiación tan laxas a escala global, será necesario mantener una estrecha vigilancia.

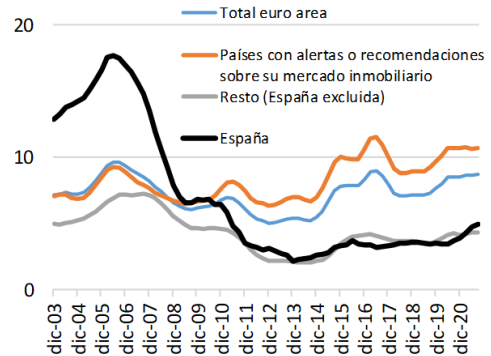
Así, durante 2021 las compraventas de viviendas han mostrado un notable dinamismo⁷, mientras que la oferta de vivienda se ha mantenido comparativamente más estable, como muestran los visados de vivienda nueva. Esta situación ha favorecido el crecimiento de los precios en el último año, lo que ha llevado a que la valoración de los activos inmobiliarios se encuentre actualmente ligeramente por encima, aunque aún muy cerca, de los niveles de equilibrio.

⁷ Con un incremento del 10,3 % hasta el tercer trimestre del año con respecto al mismo período de 2019.

CRÉDITO PARA LA COMPRA DE VIVIENDA (a)



EVOLUCIÓN DEL FLUJO DE CRÉDITO NUEVO (b)



Fuentes: Banco de España, SDW (BCE) y Eurostat

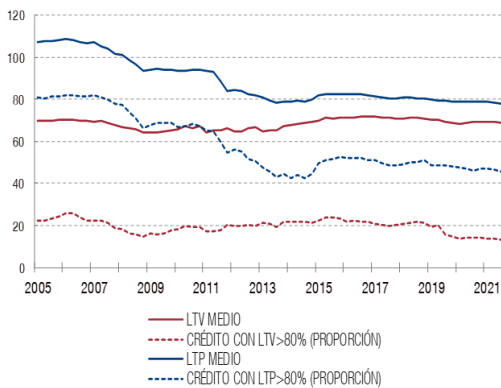
(a) El gráfico considera los datos del saldo de crédito para la compra de vivienda en España.

(b) Flujo anual de crédito nuevo en porcentaje sobre PIB. Las alertas y recomendaciones indicadas en la leyenda han sido emitidas por la Junta Europea de Riesgo Sistémico, y afectan en la zona euro a Alemania, Austria, Bélgica, Eslovaquia, Finlandia, Francia, Luxemburgo y Países Bajos, junto con otros países del resto de la UE.

Por otro lado, el crédito nuevo para la compra de vivienda nueva también aumentó en 2021⁸. No obstante, este aumento aún no se ha traducido en un incremento del *stock* de crédito destinado a vivienda, dado que también se ha producido un fuerte aumento del ritmo de amortizaciones. Asimismo, una comparativa europea muestra que el flujo de crédito nuevo en España, medido en términos relativos sobre el PIB, aún dista de los valores observados en los países europeos que han sido objeto de alertas o recomendaciones recientes debido a los desequilibrios en sus mercados inmobiliarios.

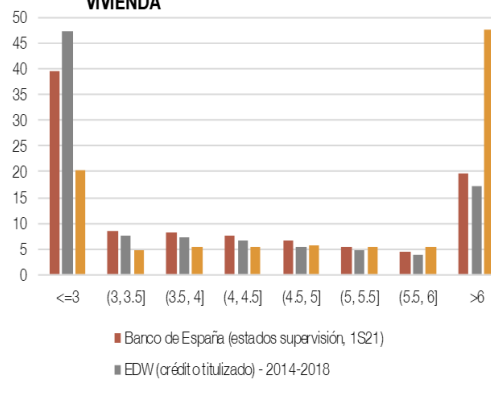
CRITERIOS DE CONCESIÓN DE CRÉDITO HIPOTECARIO PARA LA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA

EVOLUCIÓN DE LAS RATIOS LOAN-TO-VALUE Y LOAN-TO-PRICE



Fuentes: Banco de España, Colegio de Registradores y European Datawarehouse (EDW).

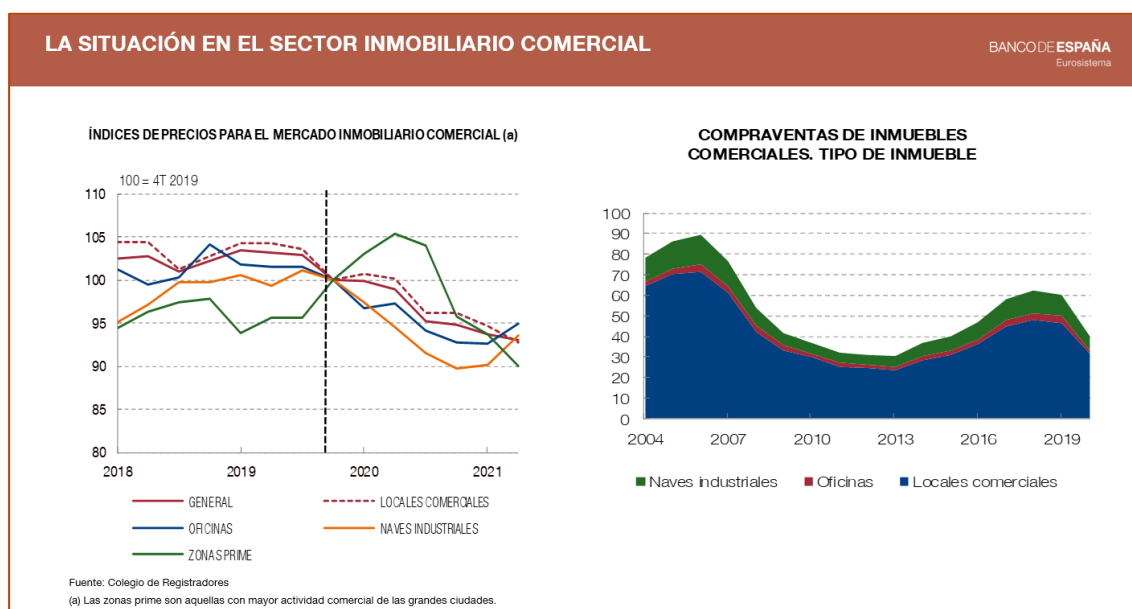
RATIO LOAN-TO-INCOME, HIPOTECAS SOBRE VIVIENDA



En cuanto a los criterios de concesión de los préstamos en el mercado hipotecario, no se observa tampoco una relajación de estos. En concreto, las ratios *loan-to-value* y *loan-to-price* de las nuevas operaciones hipotecarias, que miden el apalancamiento de los prestatarios en el momento de concesión del préstamo, se han mantenido en niveles relativamente estables en los últimos trimestres. Tampoco la proporción que representan las obligaciones de pago hipotecario en relación con su renta muestra un

⁸ Así, en los nueve primeros meses del ejercicio el volumen de las nuevas operaciones creció un 21,5 % respecto al mismo período de 2019.

aumento del riesgo en las hipotecas que se están concediendo en la actualidad, particularmente cuando se compara su distribución con la observada antes de la crisis financiera global. Únicamente se aprecia una reducción del *spread* de los préstamos inmobiliarios a tipo fijo, que en los últimos años están ganando una considerable relevancia, por lo que habrá que seguir este desarrollo en los próximos meses para analizar su alcance.



Finalmente, en relación con los inmuebles comerciales, estos experimentaron un ajuste notable durante los primeros trimestres de la pandemia, con caídas de precios significativas en todos los segmentos relevantes (oficinas, naves industriales, locales comerciales e inmuebles *prime* o de mayor valor). El peor comportamiento relativo de estos inmuebles frente a las viviendas podría responder a elementos particulares de la crisis, como las restricciones a la movilidad, que habrían tenido un impacto sobre la demanda de este tipo de establecimientos [Fondo Monetario Internacional (2021)], así como a su mayor sensibilidad a las fluctuaciones del ciclo [Junta Europea de Riesgo Sistémico (2015)]. Dicho esto, en el período más reciente la corrección de los principales indicadores de actividad, como los precios o el número de transacciones, parece haberse suavizado. En todo caso, existen dudas sobre la evolución de este segmento a largo plazo, dado que la pandemia podría haber intensificado fenómenos como el uso del comercio electrónico o el trabajo a distancia, que podrían afectar de forma permanente a la demanda de estos inmuebles.

El futuro de la política macroprudencial

Permítanme terminar con algunas breves reflexiones sobre el futuro de la política macroprudencial. Hay dos aspectos en los que, en mi opinión, deberemos centrarnos en los próximos años.

En primer lugar, la crisis actual debe ser utilizada para extraer lecciones sobre la política macroprudencial y, entre estas lecciones, un aspecto muy discutido es el relativo al uso de los colchones de capital. La evidencia empírica muestra que es precisamente

durante las crisis cuando el CCA y, en general, los instrumentos que incrementan los requerimientos de capital desarrollan todo su potencial a través de los efectos de su liberación sobre el crédito y el crecimiento económico [véase Broto y Galán (2021)].

Dada esta evidencia, resulta relevante reflexionar sobre cómo conseguir que aumente el espacio macroprudencial disponible a través del CCA, y ampliar así la capacidad para mitigar los efectos de crisis futuras, tanto las originadas por desequilibrios macrofinancieros endógenos de la economía como las producidas por factores exógenos. Así, algunas autoridades nacionales, como las del Reino Unido, han pasado a exigir la acumulación de un CCA aun en ausencia de alertas por desequilibrios sistémicos. Bajo este enfoque, bastaría con que la economía no se encuentre en un entorno recesivo para exigir un cierto nivel positivo del CCA, de forma que pueda ser liberado cuando se materialice cualquier perturbación que lleve a situar el PIB en valores inferiores a su potencial. Los acontecimientos del COVID-19, de origen completamente ajeno al sistema financiero, han demostrado las bondades de este enfoque⁹.

En segundo lugar, cabe esperar que en los próximos años asistamos también a importantes avances en el desarrollo de la política macroprudencial para el denominado segmento «no bancario» del sistema financiero, esto es, en el ámbito de los mercados de valores y compañías aseguradoras. La política macroprudencial para el sector bancario puede no ser suficiente para contener los riesgos sistémicos que amenazan la estabilidad financiera si deja fuera el resto de los sectores financieros. De hecho, la introducción de nuevos requerimientos en un subsector financiero inevitablemente puede inducir el desplazamiento o migración de riesgos a otros subsectores del sistema financiero, por estar sujetos a una regulación más laxa. Por ello, es indispensable contar con un marco macroprudencial que alcance de forma homogénea todos los segmentos, lógicamente adaptado al marco regulatorio prudencial específico de esos sectores. En este contexto, las discusiones que están teniendo lugar a escala global y en la UE serán clave para concretar estas herramientas y completar así la política macroprudencial del sistema financiero en el futuro.

⁹ Esta discusión guarda relación con otras, como el nivel óptimo de capital y la composición: requerimientos estructurales frente a requerimientos cíclicos/liberables, requerimientos microprudenciales frente a requerimientos macroprudenciales y discrecionalidad frente a reglas. Por tanto, se trata de una discusión compleja que requerirá análisis detallados y bien fundamentados en la evidencia empírica y teórica.

Bibliografía

Adrian, T., N. Boyarchenko y D. Giannone (2019). «Vulnerable Growth», *American Economic Review*, 109(4), pp. 1263-89.

AMCESFI (2020). *Informe Anual 2019*.

Anguren, R., L. Gutiérrez de Rozas, E. Palomeque y C. J. Rodríguez García (2020). «[La respuesta regulatoria y supervisora frente a la crisis derivada del COVID-19](#)», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 39 (otoño), Banco de España.

Banco de España (2020a). *Informe de Estabilidad Financiera, otoño y primavera*.

Banco de España (2020b). «[El Banco de España actualiza la lista de las entidades sistémicas y establece sus colchones de capital macroprudenciales](#)», nota de prensa del 27 de noviembre.

Banco de España (2021). «[El Banco de España mantiene el colchón de capital anticíclico al 0 %](#)», nota de prensa del 24 de marzo.

Blanchard, O., y J. Gali (2007). «Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model», *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(1), pp. 36-65.

Borio, C., y P. Lowe (2002). *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Papers, n.º 114, Bank for International Settlements.

Broto, C., y J. Galán (2021). «[Evidencia sobre el impacto y la efectividad de las herramientas macroprudenciales](#)», *Información Comercial Española*, n.º 918, enero-febrero, pp. 103-117.

Brunnermeier, M., A. Crockett, C. A. Goodhart, A. Persaud y H. S. Shin (2009). *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, n.º 11.

Claessens, S., M. A. Kose y M. E. Terrones (2011). *How Do Business and Financial Cycles Interact?*, IMF Working Paper WP/11/88, abril.

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010). *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, agosto.

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2019). *Guiding principles for the operationalisation of a sectoral countercyclical capital buffer*, noviembre.

Drehmann, M., C. Borio, L. Gambacorta, G. Jiménez y C. Trucharte (2010). *Countercyclical capital buffers: exploring options*, BIS Working Papers, n.º 317.

Estrada, A., y J. Mencía (2021). «[El cuadro de mandos de la política macroprudencial](#)», *Información Comercial Española*, n.º 918, enero-febrero, pp. 25-43.

Galán, J. E. (2020). «[The benefits are at the tail: uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk](#)», *Journal of Financial Stability*, de próxima publicación.

Galán, J. E., y M. Lamas (2019). [Beyond the LTV ratio: new macroprudential lessons from Spain](#), Documentos de Trabajo, n.º 1931, Banco de España.

Galán, J., y J. Mencía (2021). «[Model-based indicators for the identification of cyclical systemic risk](#)», *Empirical Economics*, de próxima publicación.

Fondo Monetario Internacional (2021). «Commercial Real Estate: Financial Stability Risks During the COVID-19 Crisis and Beyond», capítulo 3, *Global Financial Stability Report*, [abril](#).

Jiménez, G., S. Ongena, J. L. Peydró y J. Saurina (2017). «Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers, and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments», *Journal of Political Economy*, 125(6).

Jordà, O., B. Richter, M. Schularick y A. M. Taylor (2021). «Bank Capital Redux: Solvency, Liquidity, and Crisis», *The Review of Economic Studies*, 88(1), pp. 260-286.

Junta Europea de Riesgo Sistémico (2015). *Report on commercial real estate and financial stability in the EU*.

Martínez Miera, D., y R. Vegas (2021). «[Impacto de la restricción en el reparto de dividendos sobre el flujo de crédito a sociedades no financieras en España](#)», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

Mencía, J., y J. Saurina (2016). [Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores](#), Documentos Ocasionales, n.º 1601, Banco de España.

Rey, H. (2015). *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*, NBER Working Paper n.º 21162.

Tinbergen, J. (1956). *Economic Policy, Principles and design*, Books (Jan Tinbergen), North-Holland.

Tzur-Ilan, N. (2017). *The Effect of Credit Constraints on Housing Choices: The Case of LTV limit*, Bank of Israel Working Paper 2017/3.