

**ANÁLISIS COSTE-BENEFICIO DE LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL**

La mayoría de estudios empíricos que analizan el impacto de la política macroprudencial en la economía identifican efectos positivos, como la reducción de la probabilidad de ocurrencia de crisis sistémicas o la moderación del crecimiento del crédito y de los precios de la vivienda cuando estos se expanden de forma insostenible. Sin embargo, generalmente se identifica un impacto negativo sobre el crecimiento del PIB en el corto plazo. Este resultado se atribuye a que el efecto de moderación sobre las variables financieras suaviza también el ritmo de crecimiento económico. No obstante, cabe pensar que la disminución del riesgo financiero sistémico también debería reflejarse en un menor riesgo de crecimiento económico muy bajo o de recesiones muy severas en el futuro.

Para tratar de analizar este balance entre los costes a corto plazo y los beneficios a medio y largo plazo, se ha desarrollado en el Banco de España un estudio para el conjunto de la Unión Europea que estima los efectos de la política macroprudencial sobre el crecimiento económico futuro<sup>1</sup>. La metodología utilizada permite evaluar el impacto de una serie de medidas macroprudenciales sobre distintos percentiles de la distribución futura del crecimiento del PIB real a diferentes horizontes. En particular, este ejercicio permite diferenciar el impacto sobre un escenario central de crecimiento económico (percentil 50), de aquel sobre un escenario de muy bajo crecimiento o recesión que ocurriría con una probabilidad del 5% (percentil 5).

Los resultados evidencian efectos diferenciados tanto sobre los distintos percentiles de la distribución como a distintos horizontes. El principal resultado es que, aunque el impacto de la activación o endurecimiento de las medidas macroprudenciales suele afectar negativamente al crecimiento del PIB en un escenario central, el impacto sobre la cola izquierda de la distribución (escenarios de recesiones) es positivo. Esto es, la activación de instrumentos macroprudenciales reduce el crecimiento en situaciones normales, pero modera sustancialmente el retroceso del PIB en escenarios adversos.

Además, el impacto de las herramientas macroprudenciales depende de la fase del ciclo financiero y de la dirección

de estas políticas. Por una parte, el endurecimiento de la política macroprudencial durante fases expansivas del ciclo tiene efectos positivos sobre posibles escenarios adversos futuros. Estos efectos suelen observarse con algún retardo. Por otra parte, la desactivación o relajación de medidas macroprudenciales durante episodios de crisis financiera presenta beneficios a lo largo de toda la distribución de crecimiento del PIB y estos se materializan rápidamente.

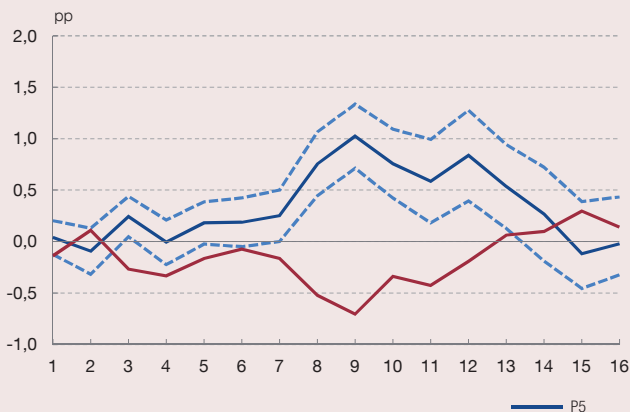
No obstante, la magnitud y la velocidad con que se materializan estos beneficios dependen del tipo de instrumento implementado. En el caso de las medidas que modifican los requerimientos de capital de las entidades, su endurecimiento durante fases expansivas del ciclo financiero produciría incrementos de hasta 1 pp de las tasas de crecimiento económico futuras en escenarios adversos que ocurrirían con una probabilidad del 5%. Es decir, un aumento en los requerimientos de capital (por ej., a través del colchón de capital anticíclico, CCA) reduciría el impacto económico que ocasionaría la materialización de las vulnerabilidades identificadas. No obstante, estos beneficios se producen con cierto retraso. En particular, el máximo beneficio de una medida de capital se observa tres años después de la implementación de la medida (véanse gráficos 1 y 2). Por otra parte, los efectos de una liberación de medidas de capital como el CCA durante períodos de crisis financieras serían positivos a lo largo de toda la distribución del crecimiento del PIB, pero incidirían especialmente en la mejora de los escenarios más negativos. Adicionalmente, este efecto positivo de una liberación de capital sería inmediato. Este ejercicio confirma que los beneficios del aumento del CCA durante la fase expansiva y su posterior liberación en etapas de crisis serían claramente superiores a los costes de su acumulación en períodos de expansión.

Por lo que respecta a la introducción de límites sobre los criterios de concesión del crédito, también se encuentran efectos positivos de su endurecimiento durante fases del ciclo expansivas sobre los escenarios más negativos de crecimiento económico. Este impacto positivo supera al impacto negativo estimado en la mediana de la distribución (véanse gráficos 3 y 4). A diferencia de las herramientas

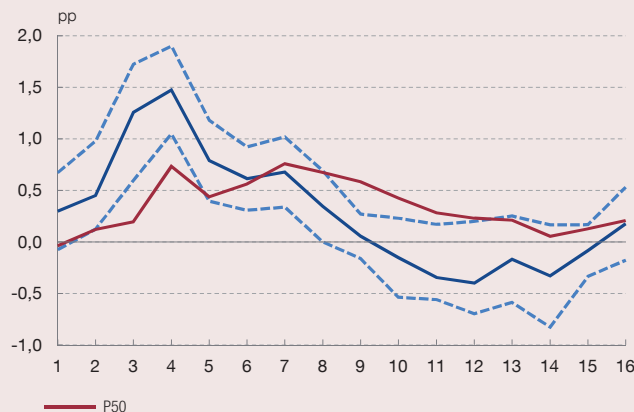
1 Para estas estimaciones se utilizan modelos de regresión cuantílica con efectos fijos donde la variable dependiente es el crecimiento futuro del PIB real a horizontes entre 1 y 16 trimestres. Las variables explicativas son la tasa de crecimiento anualizada de la ratio crédito-PIB en los dos últimos años, la tasa de crecimiento anualizada de los precios de la vivienda en los dos últimos años, la balanza por cuenta corriente sobre PIB, un índice de estrés financiero, el crecimiento contemporáneo del PIB, una variable que identifica los periodos de crisis financiera, así como índices de la utilización de los diferentes tipos de medidas macroprudenciales, y su interacción con los periodos de crisis. La muestra para las estimaciones se compone de un panel con información trimestral de 28 países de la Unión Europea desde 1970 hasta 2018. 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.

**ANÁLISIS COSTE-BENEFICIO DE LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL (cont.)**

**Gráfico 1**  
IMPACTO DE LA ACTIVACIÓN DEL CCA SOBRE LOS PERCENTILES 5 Y 50 DE LA DISTRIBUCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB A HORIZONTES ENTRE 1 Y 16 TRIMESTRES (a)

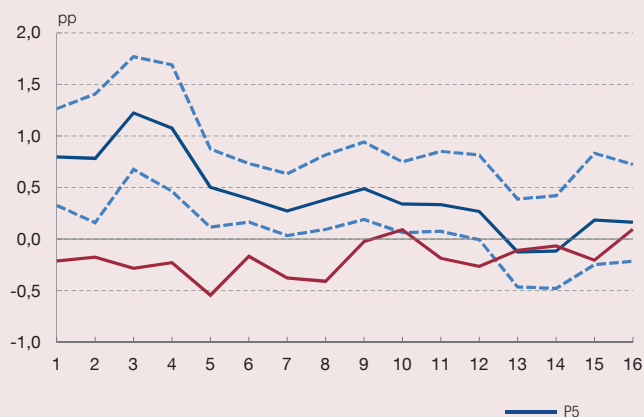


**Gráfico 2**  
IMPACTO DE LA LIBERACIÓN DEL CCA SOBRE LOS PERCENTILES 5 Y 50 DE LA DISTRIBUCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB A HORIZONTES ENTRE 1 Y 16 TRIMESTRES (a)

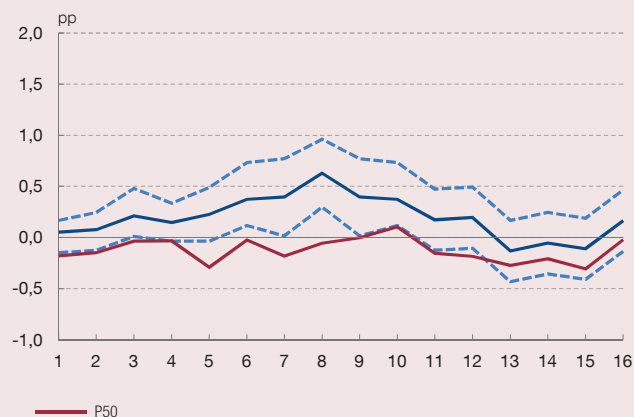


**Gráfico 3**  
IMPACTO DE LÍMITES EN LAS CONDICIONES DE CONCESIÓN DE LOS PRÉSTAMOS SOBRE LOS PERCENTILES 5 Y 50 DE LA DISTRIBUCIÓN DEL PIB A HORIZONTES ENTRE 1 Y 16 TRIMESTRES (a)

3.1 ENDURECIMIENTO DE LÍMITES A LAS CONDICIONES DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS EN PERÍODOS EXPANSIVOS



3.2 RELAJACIÓN DE LÍMITES A LAS CONDICIONES DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS EN PERÍODOS DE CRISIS FINANCIERA



**FUENTE:** Elaboración propia con datos del Banco Central Europeo y el Banco de Pagos Internacionales.

**a** Las líneas azules y rojas continuas representan el impacto estimado en puntos porcentuales sobre el percentil 5 y 50 de la distribución condicional de crecimiento del PIB, respectivamente. Las líneas azules punteadas representan las bandas al 95 % de confianza, obtenidas mediante *bootstrapping*. El análisis se realiza para una muestra de los 28 países de la UE. Los períodos de crisis son aquellos identificados por las autoridades nacionales como eventos sistémicos de relevancia desde el punto de vista macroprudencial y publicados en la base de datos de crisis de la UE del BCE/JERS (para más detalles ver, Lo Duca, M., Koban, A., Basten, M., Bengtsson, E., Klaus, B. and Kusmierczyk, P. (2017). *A new database for financial crises in European countries. ECB/ESRB EU crises database. ESRB Occasional Paper Series* No. 13, Julio). Los períodos expansivos o de tiempos normales son aquellos fuera de crisis. Los límites a las condiciones de concesión de préstamos (medidas basadas en el prestatario y otras limitaciones a los estándares crediticios) se capturan mediante un índice acumulado que discrimina entre activación o endurecimiento y liberación o relajación de medidas (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).

de capital, en el caso de los límites sobre las condiciones crediticias se identifica que los beneficios pueden observarse casi inmediatamente después de su introducción y que sus efectos son más duraderos en el tiempo. Por otra parte, los beneficios de la desactivación o relajación de estos límites durante fases de crisis financiera son más limitados. Este último resultado puede

reflejar que, en la práctica, las entidades tienden a endurecer las condiciones de concesión de créditos en esas circunstancias. La relajación de los límites establecidos por la autoridad macroprudencial tendría una capacidad limitada para cambiar esta dinámica, por lo que la aplicación de este tipo de medidas resulta más relevante durante las fases expansivas.