

3

RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

3 RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

En la segunda mitad de 2021, debido fundamentalmente a la recuperación de la actividad económica, continuaron corrigiéndose los elevados niveles que habían alcanzado en 2020 los indicadores de riesgo sistémico que guían las decisiones sobre el colchón de capital anticíclico (CCA). No obstante, todavía presentan desviaciones significativas con respecto a sus niveles previos a la pandemia de COVID-19, por lo que su evolución en los próximos trimestres será crucial para valorar señales potenciales de alerta. En este sentido, dada la disponibilidad de nuevas herramientas macroprudenciales, recogidas en la reciente Circular 5/2021, el Banco de España ha desarrollado un marco de seguimiento de desequilibrios sectoriales con el que reforzar sus análisis regulares de riesgos. Por otra parte, los indicadores contemporáneos de tensiones financieras sistémicas aún se mantienen en niveles reducidos, a pesar de los episodios de repunte observados en los últimos meses, vinculados al surgimiento de la variante ómicron del COVID-19 y a la invasión rusa de Ucrania. Este último evento ha elevado considerablemente la incertidumbre sobre la evolución macrofinanciera, aumentando la probabilidad de escenarios de crecimiento económico y condiciones financieras más negativos y confirmando la idoneidad de mantener el CCA en el porcentaje del 0%. En el plano regulatorio, en los últimos meses se ha seguido avanzando en diversas iniciativas a nivel internacional y europeo, de entre las que cabe destacar el inicio de los trabajos para la revisión del marco macroprudencial sobre el sector bancario en la normativa comunitaria.

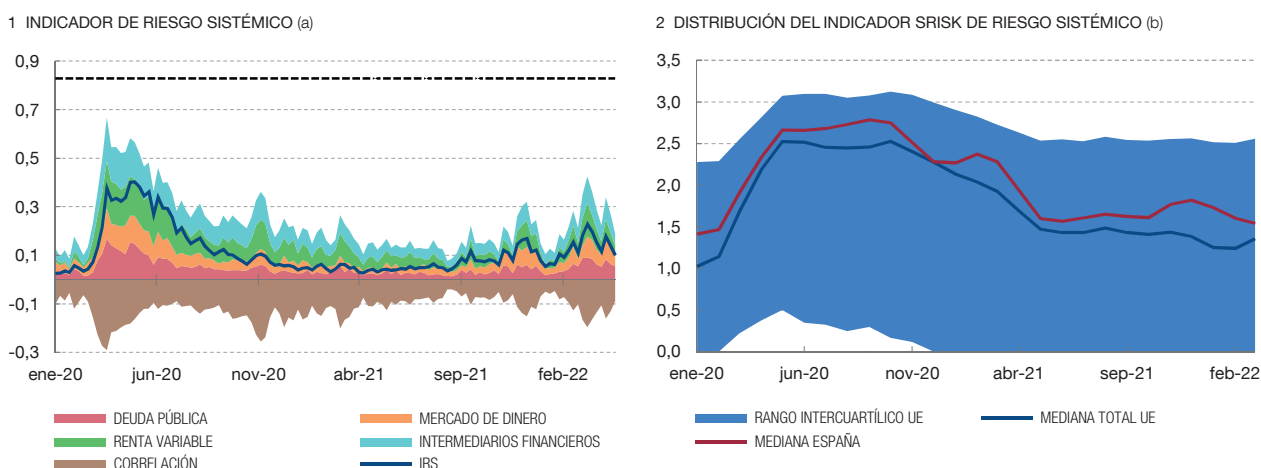
3.1 Análisis de indicadores de riesgos y vulnerabilidades sistémicas

El aumento de la incertidumbre en los mercados financieros desde mediados de 2021 ha producido episodios de incremento de las tensiones sistémicas, en particular tras la invasión rusa de Ucrania. El indicador de riesgo sistémico (IRS) del Banco de España¹ se había estabilizado desde la segunda mitad de 2020 en valores reducidos (véase gráfico 3.1.1). Sin embargo, a partir de agosto de 2021, el IRS volvió a experimentar un cierto repunte, prolongado hasta finales del año pasado, y que reflejaba un aumento generalizado de las tensiones en los cuatro segmentos financieros que sintetiza el IRS, especialmente en el de renta variable. En los inicios de 2022, el IRS reflejaba todavía una volatilidad bursátil elevada, pero la menor correlación entre mercados lo había llevado a una senda descendente, interrumpida después por las

¹ Este indicador integra información de los cuatro segmentos más representativos de los mercados financieros españoles (mercado de dinero, deuda pública, renta variable e intermediarios financieros) y está diseñado para que su valor aumente cuando se produzcan tensiones en estos cuatro segmentos simultáneamente. Para una explicación detallada de la metodología de cálculo del IRS, véase el recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013.

EL IRS SE MANTIENE EN NIVELES BAJOS, PESE A LOS EPISODIOS DE REPUNTE REGISTRADOS DESDE OTOÑO DE 2021, MIENTRAS QUE LOS INDICADORES DE RIESGO SISTÉMICO BANCARIO PERMANECEN ESTABLES Y CERCANOS A NIVELES PRE-PANDEMIA

A partir de agosto de 2021 el IRS repuntó ligeramente debido al aumento generalizado de las tensiones en los cuatro segmentos de los mercados financieros que sintetiza, especialmente en renta variable. Este incremento del IRS coincide con la irrupción de nuevas variantes del COVID-19, las mayores tensiones geopolíticas y la persistencia de las presiones inflacionistas. No obstante, en la primera parte de 2022 el IRS se mantiene en niveles muy inferiores a los alcanzados en 2020 tras desencadenarse la pandemia, si bien repuntó después del ataque ruso a Ucrania. Por su parte, el riesgo sistémico de las entidades bancarias medido por el indicador SRISK se encuentra próximo a los niveles anteriores a la pandemia, tanto para el agregado de la UE como para España. No se han apreciado por el momento efectos significativos sobre este indicador por el inicio del conflicto bélico en Ucrania.



FUENTES: Datastream, SNL Financiamiento, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El IRS agrega doce indicadores individuales de estrés (volatilidades, diferenciales de tipos de interés, pérdidas históricas máximas, entre otros) de cuatro segmentos del sistema financiero español. Para el cálculo del IRS se tiene en cuenta el efecto de las correlaciones cruzadas, de modo que el IRS es mayor cuando la correlación entre los mercados es alta y reduce su valor cuando la correlación es más baja o negativa. Para una explicación detallada de este indicador, véase el recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013. La línea punteada representa el máximo histórico del IRS. Datos actualizados a 20 de abril de 2022.
- b El indicador SRISK está expresado como porcentaje de los activos totales de cada entidad. Los parámetros utilizados son el 4,5% para los requerimientos de capital, el 10% para la caída del índice europeo de renta variable y 22 días laborables para el período en el que se produce la hipotética caída del mercado; véase C. Brownlees y R. Engle (2017), «SRISK: A conditional capital shortfall measure of systemic risk», The Review of Financial Studies, n.º 30. para más detalles. El índice SRISK para los meses del primer trimestre de 2022 se calcula a partir de valores de activos y pasivos del cuarto trimestre de 2021 con los datos de cotizaciones bursátiles del mes correspondiente. Las series se han suavizado mediante una media móvil de tres meses. El rango intercuartílico se define como la diferencia entre los percentiles del 75% y del 25% de la distribución del SRISK de los bancos de la UE. Datos actualizados a 31 de marzo de 2022.

crecientes tensiones geopolíticas. Entre los factores adicionales que han propiciado el incremento del indicador se incluyen la irrupción de la variante ómicron y las presiones inflacionistas, impulsadas en particular por el repunte de los precios de la energía y la persistencia de los problemas globales de oferta. Estos desarrollos no son exclusivos de España y habían supuesto ya al inicio de 2022 un adelanto de las expectativas de los mercados sobre el cambio de tono de la política monetaria del BCE. El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania ha introducido mayor incertidumbre, ha incrementado la volatilidad en los mercados y ha alterado el balance de riesgos, con implicaciones potenciales para las decisiones de política monetaria. Todos estos factores han contribuido a que el IRS actualmente oscile en torno a valores que denotan un mayor nivel de tensiones sistémicas que en la primera mitad de 2021, aunque todavía muy por debajo de las observadas tras la irrupción de la pandemia en marzo de 2020. De hecho, el aumento del IRS tras la invasión se ha corregido en buena medida en las últimas semanas.

La evolución del indicador SRISK desde mediados de 2020 ha mostrado una creciente fortaleza de las entidades bancarias europeas frente a perturbaciones sistémicas adversas, aunque el inicio de la guerra en Ucrania ha producido un repunte leve en este indicador para el agregado de la UE, que no se ha trasladado a las entidades españolas. El indicador SRISK² presentaba, desde mediados de 2020, una disminución paulatina para el sector bancario del área del euro y, antes de la invasión rusa de Ucrania, llegó a situarse en niveles cercanos a los previos a la pandemia (véase gráfico 3.1.2). Esto señalaría una menor contribución al riesgo sistémico de las entidades bancarias de esta área. La mediana del índice SRISK para las ocho entidades españolas cotizadas evolucionó en este periodo en paralelo pero por encima del agregado de las europeas y prácticamente corrigió el repunte de la primavera de 2020. No obstante, desde julio de 2021 este indicador había ralentizado su mejoría. En marzo de 2022, tras la invasión rusa de Ucrania, se observó un cierto cambio de tendencia en el indicador para los bancos europeos, que no afectó a los españoles, lo que reflejaría la distinta exposición directa relativa a las áreas en guerra. Como resultado se ha reducido significativamente la distancia que separaba a los bancos españoles del resto de los europeos en este ámbito.

La brecha de crédito-PIB ha continuado su senda de corrección tras el incremento registrado al comienzo de la pandemia, pero aún se encuentra en valores muy elevados. Como ya se ha señalado en anteriores IEF, en el contexto de crisis generado por la pandemia de COVID-19, el aumento de la brecha de crédito-PIB no se debe interpretar como una alerta anticipada de la aparición de un desequilibrio cíclico nuevo que indique la conveniencia de activar el CCA. Por el contrario, está asociada a la caída brusca que experimentó el PIB (denominador de la ratio de crédito-PIB) en 2020, y a las medidas de apoyo para sostener la provisión de crédito a la economía, que favorecieron su fuerte expansión en ese año.

Desde el segundo trimestre de 2021, se viene produciendo una corrección significativa de la brecha de crédito-PIB, en paralelo con el inicio de la recuperación económica y la moderación del crédito (véase gráfico 3.2.1). Este descenso de la brecha de crédito-PIB se valora positivamente, al corregirse las distorsiones que la pandemia causó en este indicador. Pese a esta corrección, que ha continuado durante el resto de 2021, la brecha de crédito-PIB se sitúa todavía sensiblemente por encima del umbral de referencia de 2 pp, a partir del cual se considera que existen indicios de desequilibrios en el ciclo crediticio³. Por tanto,

2 Véase [Brownlees y Engle \(2017\)](#). Este indicador mide el valor de mercado del déficit de capital regulatorio de un banco o del conjunto del sector bancario tras la materialización de una corrección importante en el mercado de renta variable. Constituye así una métrica de riesgo sistémico, pues un coste elevado para el sector bancario para cerrar su déficit de capital podría distorsionar la función de intermediación financiera.

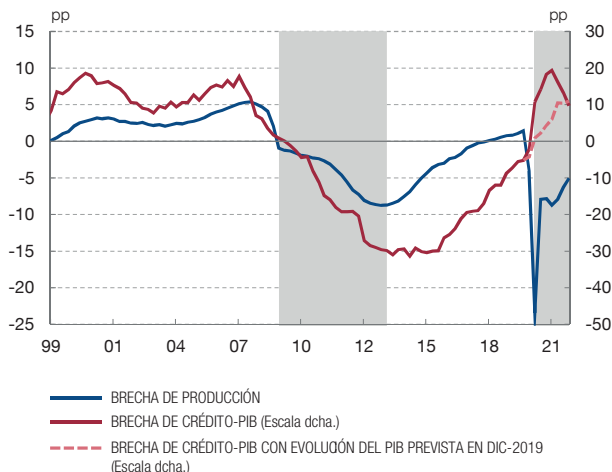
3 Bajo la especificación estadística seguida por el Banco de España para el cálculo de la brecha de crédito-PIB, que se ajusta a la duración media observada históricamente del ciclo crediticio en España. Por el contrario, la brecha de Basilea ha experimentado una evolución paralela, pero manteniéndose en niveles negativos.

Gráfico 3.2

LA BRECHA DE CRÉDITO-PIB Y LA BRECHA DE PRODUCCIÓN HAN CONTINUADO SU CORRECCIÓN, TODAVÍA INCOMPLETA, MIENTRAS QUE INDICADORES COMPLEMENTARIOS PARA LAS DECISIONES SOBRE EL CCA, COMO LA INTENSIDAD DEL CRÉDITO O LA RATIO DEL SERVICIO DE LA DEUDA, NO MUESTRAN SEÑALES DE ALERTA

La brecha de crédito-PIB ha descendido en diciembre de 2021 por tercer trimestre consecutivo, aunque sigue por encima del umbral de referencia de 2 pp. La brecha de producción continúa en terreno negativo, si bien la recuperación de su deterioro está siendo rápida. La intensidad del crédito y la ratio del servicio de la deuda, que son indicadores complementarios de la brecha crédito-PIB para evaluar la activación del CCA, se encuentran en niveles moderados y no muestran señales de alerta.

1 BRECHA DE CRÉDITO-PIB Y BRECHA DE PRODUCCIÓN (a) (b)



2 INTENSIDAD DEL CRÉDITO Y RATIO DEL SERVICIO DE LA DEUDA (a) (c)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Las áreas sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis financieras identificadas en España desde 2009. Estos corresponden a un período de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y a la crisis provocada por la pandemia de COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021).
- b La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial trimestral. Valores calculados a precios constantes de 2010. Véase P. Cuadrado y E. Moral-Benito (2016), *El crecimiento potencial de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 1603, Banco de España. La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia a largo plazo calculada aplicando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este parámetro está calibrado para ajustarse a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase J. E. Galán (2019), *Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited*, Documentos Ocasionales, n.º 1906, Banco de España. Datos disponibles hasta diciembre de 2021. La línea punteada representa una brecha de crédito-PIB contrafactual, construida con las previsiones del PIB del Banco de España de diciembre de 2019 para los dos años siguientes.
- c La ratio del servicio de la deuda se define como la proporción de pagos de intereses y principal en relación con la renta disponible a nivel agregado, por lo que mide el esfuerzo que supone el pago de la deuda con respecto a los ingresos disponibles. Este indicador se construye sobre la base de una fórmula estándar para el cálculo del valor presente de un préstamo a plazo (utilizando el stock de crédito agregado junto con una tasa de interés y plazo promedios) dividido por la renta disponible. Véase M. Drehmann y M. Juselius (2012), «Do Debt Service Costs Affect Macroeconomic and Financial Stability?», Quarterly Review, Bank for International Settlements. El indicador «Intensidad del crédito» se calcula como el cambio anual en el crédito al sector privado no financiero dividido por el PIB acumulado de los últimos cuatro trimestres. Datos actualizados a diciembre de 2021.

sigue siendo importante continuar vigilando el proceso de corrección de este indicador en los próximos trimestres para valorar su capacidad de señalización de alertas.

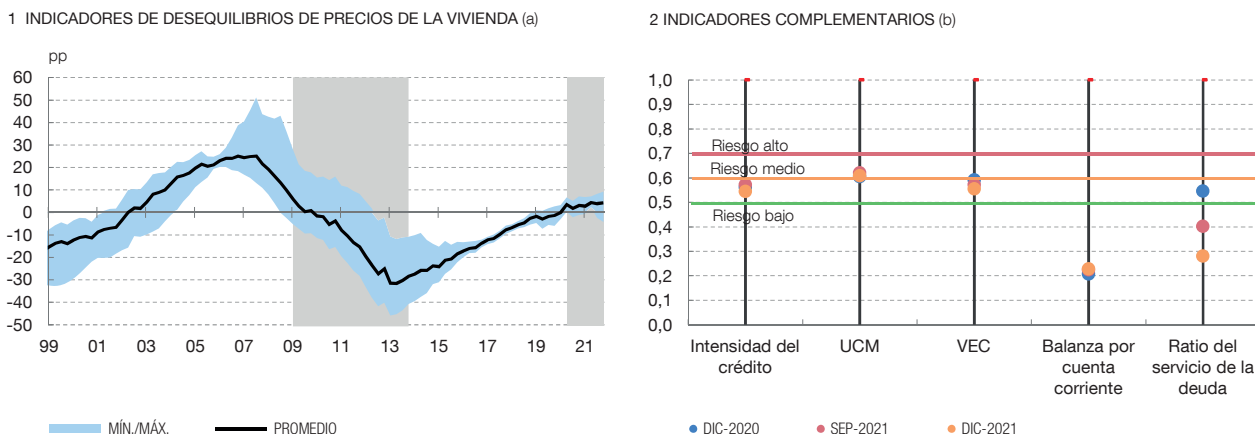
El crecimiento del PIB también ha favorecido una evolución positiva en otros indicadores macroeconómicos. En particular, la brecha de producción ha continuado la tendencia alcista mostrada desde finales de 2020. No obstante, aún continúa en valores significativamente negativos, lejos de los niveles anteriores a la pandemia (véase gráfico 3.2.1)⁴. Estos valores confirman nuevamente que aún no se ha completado

4 El cálculo de la brecha de producción ha registrado recientemente cambios metodológicos que han supuesto una cierta modificación de su evolución trimestral, sin alterar la tendencia alcista registrada en los últimos trimestres.

Gráfico 3.3

LOS INDICADORES DE DESEQUILIBRIOS DEL MERCADO INMOBILIARIO SE MANTIENEN FUERA DE NIVELES DE ALERTA, AL IGUAL QUE LOS INDICADORES COMPLEMENTARIOS PARA LAS DECISIONES SOBRE EL CCA

Los indicadores de desequilibrio de precios en el mercado inmobiliario se han mantenido en valores positivos desde 2020, pero muy cercanos al nivel de equilibrio. Por otro lado, los indicadores complementarios para evaluar la activación del CCA se encuentran en niveles de riesgo moderados y no muestran señales de alerta.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El área sombreada en azul representa los valores mínimo y máximo de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda. Los indicadores son: i) brecha de precios de la vivienda en términos reales; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda a ingreso disponible de los hogares; iii) modelo de mínimos cuadrados ordinarios que estima los precios de la vivienda en función de las tendencias a largo plazo del ingreso disponible de hogares y de los tipos de interés de hipotecas; y iv) modelo de corrección del error que estima los precios de la vivienda en función del ingreso disponible de hogares, tipos de interés de hipotecas y efectos fiscales. En todos los casos, las tendencias a largo plazo se calculan utilizando un filtro estadístico de Hodrick- Prescott de una cola con un parámetro de suavizado igual a 400.000. Las franjas verticales sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis financieras identificadas en España desde 2009: la última crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y la crisis provocada por el COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). Datos actualizados a diciembre de 2021.
- b El eje vertical representa los percentiles de la distribución histórica de cada indicador. Las líneas punteadas horizontales muestran los umbrales de riesgo asociados a los percentiles de la distribución, donde el percentil 50 (línea verde) representa el umbral de riesgo bajo, el percentil 60 (línea naranja) representa el umbral de riesgo medio y el percentil 70 (línea roja) representa el umbral de riesgo alto. Estos umbrales se calculan en tiempo real. Los indicadores, exceptuando aquellos que ya representan brechas, se estandarizan restando la mediana y dividiendo por la desviación estándar. Junto con indicadores habituales de desequilibrios, se incluyen métricas basadas en un modelo semiestructural de componentes no observados (UCM) y un modelo vectorial de corrección del error (VEC), que tienen como objetivo cuantificar la brecha de crédito total al sector privado no financiero sobre el PIB respecto a variables fundamentales macrofinancieras (PIB, tipos de interés y precios de la vivienda). Véase J. E. Galán y J. Mencía (2018). *Empirical assessment of alternative structural methods for identifying cyclical systemic risk in Europe*, Documentos de Trabajo, n.º 1825, Banco de España. Datos actualizados a diciembre de 2021.

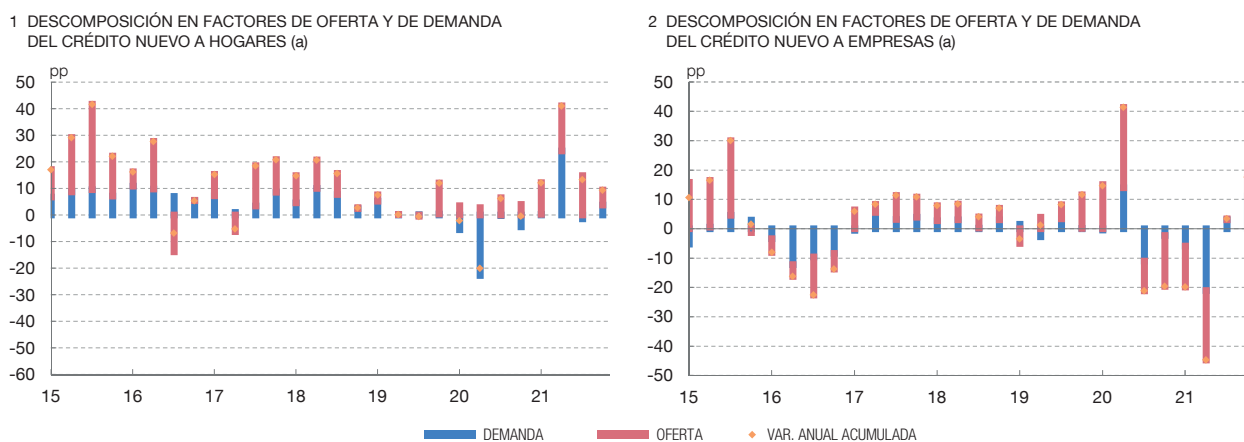
la reversión del deterioro económico producido a consecuencia de la crisis sanitaria del COVID-19. En cuanto a otros indicadores complementarios que guían la decisión del CCA, como la intensidad del crédito y el servicio de la deuda, no se observan niveles que muestren señales de alerta (véase gráfico 3.2.2).

El resto de los indicadores que se siguen habitualmente para la identificación de riesgos cíclicos también sugieren la ausencia de señales de alerta, si bien los precios de la vivienda muestran incipientes indicios de sobrevaloración.

En efecto, los indicadores sobre desequilibrios en el mercado inmobiliario venían mostrando algunas señales leves de sobrevaloración desde el inicio de 2020, que se han incrementado ligeramente en 2021. Aunque se siguen situando cerca de valores de equilibrio (véase gráfico 3.3.1), es necesario hacer un seguimiento estrecho de este mercado, sobre el que el conflicto bélico podría tener efectos contrapuestos, dada la erosión real de los ingresos de los agentes que representa

EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO NUEVO A HOGARES Y A EMPRESAS EN LA SEGUNDA MITAD DE 2021 HA VENIDO IMPULSADO POR FACTORES DE OFERTA Y, EN ESTE ÚLTIMO CASO, TAMBIÉN DE DEMANDA

El crédito nuevo a hogares y a empresas se expandió en la segunda mitad de 2021, revertiendo en el caso de las empresas, la tendencia contractiva experimentada a partir del tercer trimestre de 2020. El crecimiento del crédito nuevo a hogares continuó sostenido por factores positivos de oferta, si bien con menor intensidad que en el primer semestre del año. La expansión del crédito nuevo a empresas vino impulsada sobre todo por factores de demanda que, que cobraron particular importancia en el cuarto trimestre.



FUENTE: Banco de España.

a Variación anual acumulada. Descomposición de efectos de oferta y de demanda obtenida a través de la estimación de un modelo vectorial autorregresivo estructural (S-VAR) por el que se estiman las relaciones a corto plazo entre el crédito y los diferenciales de tipos de interés, que permite la existencia de shocks contemporáneos entre ambas variables. Los modelos se estiman por separado para crédito a hogares y a empresas. Se utilizan datos de nuevas operaciones de crédito en los Estados de la UEM. Las nuevas operaciones de crédito excluyen renegociaciones, descubiertos y saldos de tarjeta de crédito. Para más detalles véase P. Alves, F. Arrizabalaga, J. Delgado, J. Galán, E. Pérez.Asenjo, C. Pérez Montes y C. Trucharte. «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», recuadro 1, Artículos Analíticos, Boletín Económico, 1/2021, Banco de España.

el aumento de la inflación y el posible endurecimiento de condiciones financieras, pero también su carácter de activo refugio ante corrección de los precios de los activos financieros. Por lo que respecta al resto de los indicadores complementarios de la decisión del CCA, como son las estimaciones alternativas sobre desequilibrios crediticios o la balanza por cuenta corriente (véase gráfico 3.3.2), no se han producido repuntes significativos.

En la segunda mitad de 2021, el crecimiento del crédito nuevo a hogares ha venido explicado fundamentalmente por factores de oferta, mientras que para las empresas el repunte se debe en mayor medida a factores de demanda. Las estimaciones de modelos econométricos muestran que, tras la contracción experimentada en 2020, el crédito nuevo a hogares creció de manera importante en 2021, especialmente durante el primer semestre del año, empujado en mayor medida por factores de oferta que de demanda (véase gráfico 3.4.1). La caída registrada en el crédito a empresas desde el segundo semestre de 2020 se interrumpió en la segunda mitad de 2021, y su ritmo de expansión aumentó de modo gradual. A diferencia de lo sucedido en el crédito a hogares, a esta expansión contribuyeron en mayor medida los factores de demanda. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España del primer trimestre de 2022 sugiere un aumento en la demanda de

crédito de hogares y de empresas, junto con un cierto endurecimiento de los criterios de concesión del crédito en ambos segmentos⁵.

Teniendo en cuenta este conjunto de indicadores macrofinancieros y la valoración global de riesgos sistémicos, el Banco de España ha mantenido el porcentaje del CCA en el nivel mínimo del 0 %, y prevé no aumentarlo al menos mientras la brecha de producción se mantenga en valores negativos. Como viene comunicando regularmente el Banco de España⁶ desde marzo de 2020, se sigue juzgando apropiado mantener el CCA aplicable a las exposiciones crediticias en nuestro país en el 0 % para facilitar de esta manera que las entidades bancarias puedan seguir sosteniendo el flujo de crédito y contribuir a favorecer la recuperación de la actividad hasta el cierre de la brecha de producción. Este mantenimiento del CCA es coherente con las orientaciones de flexibilidad en la aplicación de requerimientos prudenciales en respuesta a esta crisis, propugnados por el BCE y otros organismos supranacionales⁷. En la medida en que se consolide la recuperación económica, el nivel del CCA, ya fuera de un contexto de crisis, estará condicionado a la valoración de la necesidad de generar espacio macroprudencial con el que afrontar potenciales perturbaciones adversas futuras y al posible desarrollo de desequilibrios sistémicos susceptibles de ser abordados con este instrumento macroprudencial. La invasión rusa de Ucrania ha aumentado la incertidumbre sobre el entorno macrofinanciero, lo que representa un factor adicional, consistente con el mantenimiento del CCA en el 0 %, para no adoptar medidas que endurezcan las condiciones de financiación de la economía, al menos mientras no se pueda determinar con mayor precisión el alcance de la nueva situación.

Tras la reciente aprobación de la Circular 5/2021, que desarrolla nuevas herramientas macroprudenciales, el Banco de España está ampliando y profundizando su análisis de vulnerabilidades sistémicas sectoriales. Los nuevos instrumentos sectoriales —el componente sectorial del CCA y los límites a la concentración sectorial— permitirán abordar riesgos que puedan emerger en sectores concretos para los que las herramientas macroprudenciales agregadas serían menos efectivas, al aplicarse a todos los sectores de manera general y

5 Véase; Menéndez, A. y Mulino, M. (2021). *Encuesta sobre préstamos bancarios en España: abril de 2022*. Artículo Analítico del Boletín Económico 2/2022, Banco de España.

6 El Banco de España adaptó en 2021 su comunicación de las decisiones del CCA con motivo de las enmiendas contenidas en la *Directiva (UE) 2019/878 (CRD V)* por la que se simplifica el régimen de notificaciones de medidas del CCA en aquellos trimestres en los que el porcentaje de este instrumento no sea objeto de recalibración. En concreto, las notas de prensa trimestrales del CCA del Banco de España publicadas hasta marzo de 2021 han dado paso a la difusión de un fichero Excel de información cuantitativa actualizada (documento accesible en el [apartado sobre el CCA](#) del sitio web del Banco de España).

7 Complementariamente, el Banco de España realiza cada año un ejercicio de identificación de terceros países (esto es, de fuera del Espacio Económico Europeo) que tienen relevancia material para el sistema bancario español a efectos del CCA, atendiendo para ello al volumen de las exposiciones internacionales de las entidades bancarias españolas. Este ejercicio se realiza en línea con las orientaciones metodológicas emitidas por la JERS. En 2021, el Banco de España identificó los siguientes ocho países materiales (en orden alfabético): Brasil, Chile, Colombia, Estados Unidos, México, Perú, Reino Unido y Turquía.

Cuadro 3.1

AUMENTOS RECIENTES DEL CCA EN PAÍSES EUROPEOS

País	CCA actual (%)	Último CCA anunciado (%)	Fecha de aplicación (a)
Alemania	0,00	0,75	1.2.2023
Bulgaria	1,00	1,50	1.1.2023
Croacia	0,00	0,50	31.3.2023
Dinamarca	1,00	2,00	31.12.2022
Estonia	0,00	1,00	7.12.2022
Francia	0,00	0,50	1.4.2023
Islandia	0,00	2,00	29.9.2022
Noruega	1,50	2,00	31.12.2022
Reino Unido	0,00	1,00	13.12.2022
República Checa	1,50	2,00	1.1.2023
Rumanía	0,00	0,50	17.10.2022

FUENTES: Junta Europea de Riesgo Sistémico, Banco de Pagos Internacionales y autoridades nacionales.

a Los aumentos de nivel del CCA son aplicables, como norma general, 12 meses después de su anuncio.

simultánea. Estos instrumentos se añaden a la reciente modificación introducida en la normativa europea sobre el colchón de riesgos sistémicos, que permite establecer colchones para carteras o grupos de entidades concretos ante la aparición de riesgos no cubiertos por el CCA. La Circular 5/2021 establece una serie de indicadores sectoriales para informar de la adecuación de una posible activación de estas herramientas (véase también el epígrafe 3.2.1). La evolución reciente de algunas de estas métricas con capacidad de actuar como alertas tempranas sobre desequilibrios sectoriales en España se expone en el recuadro 3.1. El análisis realizado a partir de estos indicadores sugiere la ausencia de señales de alerta, por lo que actualmente no es precisa la activación de estas nuevas herramientas sectoriales.

En los últimos meses varios países europeos han aprobado un aumento de su CCA. La acumulación de desequilibrios sistémicos cíclicos en algunas economías europeas resulta indicativa de que estas se encuentran en una fase alcista de su ciclo de crédito y, en otros casos, existe el propósito de generar espacio macroprudencial con el que poder acomodar otro tipo de perturbaciones que puedan tener un efecto adverso en su sector bancario, por lo que distintas autoridades ya han comunicado medidas para aumentar su porcentaje del CCA. En particular, desde el último IEF, once autoridades nacionales en la UE/EEE han comunicado decisiones de activación o recalibración al alza de su CCA, como se muestra en el cuadro 3.1⁸. Países Bajos es una de las jurisdicciones que más recientemente ha modificado su marco de calibración

⁸ En el caso de Alemania, la medida del CCA ha sido complementada con una medida de colchón sectorial contra riesgos sistémicos para exposiciones al sector inmobiliario residencial. Véase la nota de prensa del Comité de Estabilidad Financiera alemán «*German Financial Stability Committee welcomes the Federal Financial Supervisory Authority's announced package of macroprudential measures*», de 12 de enero de 2022.

del CCA, que pasaría a activarse cuando las condiciones económicas lo permitan para generar espacio macroprudencial con el que afrontar riesgos indeterminados, sin necesidad de esperar a identificar desequilibrios en el ciclo de crédito.

La situación del mercado inmobiliario en el resto de Europa es muy heterogénea, con desequilibrios importantes en algunos países, que demandan la toma de medidas macroprudenciales. Existe cierta preocupación sobre la posibilidad de que en algunos Estados miembros de la UE se esté produciendo una acumulación de desequilibrios inmobiliarios. En este sentido, el pasado 11 de febrero la JERS actualizó la lista de países con alertas o recomendaciones relativas a sus mercados de vivienda⁹. En general, la JERS alude a que en estos países —entre los que no se encuentra España— se ha producido una intensificación de ciertos riesgos, por lo que sería necesario reforzar o activar instrumentos de política para contenerlos, como las herramientas macroprudenciales¹⁰. Al respecto, el recuadro 3.2 describe la situación en los mercados de la vivienda europeos en los que la JERS ha identificado la presencia de desequilibrios sistémicos, y los compara con la situación de España y de otros países que no han sido objeto de estas alertas y recomendaciones. El recuadro describe también las medidas macroprudenciales adoptadas por los países en los que se ha detectado la presencia de desequilibrios. En relación con estas acciones, cabe mencionar que la Circular 5/2021 contempla la posibilidad de establecer límites en distintas dimensiones de las condiciones de concesión de los préstamos y, en particular, de las hipotecas y de los préstamos a los sectores de la construcción o inmobiliario. Por el momento, no se han observado en el caso de España señales de riesgo suficientes que justifiquen su activación.

En diciembre de 2021, el Banco de España anunció la designación del Banco Santander, SA, como entidad de importancia sistémica mundial (EISM) en 2023¹¹. La identificación, un año más, de esta entidad como EISM lleva aparejada el mantenimiento del requerimiento de un colchón macroprudencial de capital del 1 % CET1¹². El colchón de EISM, que contribuye a reforzar la capacidad de absorción de

9 La JERS ha emitido nuevas recomendaciones a Austria y Alemania. Además, ha emitido alertas a Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Hungría y Liechtenstein. La principal diferencia entre estas dos acciones de política es que las recomendaciones plantean medidas concretas (por lo que están sujetas al principio de «comply or explain») y cuentan con un calendario de implementación. Las alertas, por el contrario, se limitan a señalar que existen riesgos en el mercado de la vivienda, y que habría que reconsiderar (en general) la acción de política de las autoridades del país. Para más información, véase «*ESRB issues new warnings and recommendations on medium-term residential real estate vulnerabilities*» nota de prensa de la JERS de 11 de febrero de 2022.

10 La JERS había emitido en 2019 recomendaciones dirigidas a las autoridades de Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia. Además de estas recomendaciones, en ese mismo año la JERS emitió alertas a los siguientes países: Alemania, Francia, Islandia, Noruega y República Checa.

11 Véase «*El Banco de España designa una Entidad de Importancia Sistémica Mundial y establece su colchón de capital macroprudencial para 2023*», nota de prensa del 20 de diciembre de 2021.

12 Esta medida del Banco de España es una actuación macroprudencial prevista en la normativa vigente de la UE y española con la que se formaliza la designación previa de esta entidad como banco de importancia sistémica global (G-SIB, por sus siglas inglés) por parte del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés). Véase «*2021 List of Globally Systemically Important Banks (G-SIBs)*», comunicado del FSB del 23 de noviembre de 2021.

pérdidas de la entidad, viene motivado por el objetivo precautorio de mitigar los efectos sistémicos adversos que entidades de esta naturaleza —por su tamaño, nivel de interconexiones, complejidad, actividad transfronteriza y sustituibilidad de servicios prestados— pudieran eventualmente ocasionar al sistema financiero.

3.2 Desarrollos regulatorios y supervisores de relevancia para la estabilidad financiera

3.2.1 Desarrollos en España

Como ya se ha apuntado, el Banco de España aprobó en diciembre la **Circular 5/2021, de desarrollo de sus nuevas herramientas macroprudenciales**¹³. La circular detalla la especificación técnica de tres tipos de herramientas macroprudenciales incorporadas a la legislación española de entidades de crédito por el Real Decreto-ley 22/2018 y el Real Decreto 102/2019 ante su eventual uso por el Banco de España para abordar riesgos para la estabilidad financiera: i) un componente sectorial del colchón de capital anticíclico (CSCCA); ii) límites a la concentración crediticia a sectores económicos, y iii) límites y condiciones a la concesión de préstamos y a otras operaciones de las entidades. El CSCCA complementa el CCA general y es coherente con los principios emitidos en 2019 por el Comité de Basilea para la operacionalización de este instrumento¹⁴. Entre los posibles límites a la concesión de crédito se incluyen, entre otros, los límites al endeudamiento máximo que puede obtener un prestatario, dadas las garantías aportadas (*loan to value*), a la parte de la renta disponible que puede destinar al pago de su deuda (*debt service to income*), al nivel que representa la deuda en la renta (*debt to income*) y al plazo de vencimiento de la operación. Con este importante desarrollo normativo, el Banco de España se equipara a aquellas autoridades bancarias nacionales de la UE que disponen de un conjunto de herramientas macroprudenciales más completo.

El Real Decreto 970/2021, de 8 de noviembre, y la Circular 3/2022, de 30 de marzo, del Banco de España han finalizado la transposición de la Directiva (UE) 2019/878 (CRD V), de solvencia bancaria. Los cambios normativos de la CRD V promueven una adecuada gestión de los riesgos de las entidades de crédito para garantizar su solvencia y fortalecer la resiliencia de los bancos ante riesgos sistémicos. En el ámbito macroprudencial, los principales cambios se refieren a: i) la aplicación sectorial del colchón contra riesgos sistémicos; ii) ajustes metodológicos para la fijación de los colchones de capital para entidades sistémicas, y iii) la

13 Véase la [nota de prensa del Banco de España](#) y la presentación «El marco de política macroprudencial del Banco de España», del director general de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución, ambos documentos del 23 de diciembre de 2021.

14 Véase «[Guiding principles for the operationalisation of a sectoral countercyclical capital buffer](#)» (BCBS, 2019).

simplificación del régimen de notificaciones de propuestas de medidas macroprudenciales a organismos europeos por parte de las autoridades nacionales.

El Banco de España ha aprobado también la Circular 1/2022, de 24 de enero, sobre EFC. Junto con obligaciones de información en materia de solvencia y de la estructura accionarial, la circular introduce un requerimiento de colchón de liquidez del que los EFC deberán disponer para hacer frente a salidas de liquidez durante períodos de estrés en los mercados, así como el mantenimiento de una estructura adecuada de fuentes de financiación y de vencimientos de activos y pasivos para evitar potenciales desequilibrios o tensiones de liquidez que puedan llegar a comprometer su situación financiera. Estos requerimientos se inspiran en los establecidos para las entidades de crédito, pero se adaptan a las especiales características de los EFC y, en particular, al hecho de que entre sus fuentes de financiación no se encuentran ni los depósitos del público ni el banco central.

En lo referente a la aplicación de normas contables, algunas de las medidas de flexibilidad adoptadas por el Banco de España durante la fase inicial de la pandemia¹⁵ han dejado de ser aplicables por la mejoría del entorno macroeconómico. Así, entre otras, no ha sido necesario prorrogar las moratorias legales de créditos que se establecieron durante la pandemia. Mantienen su vigencia, sin embargo, los cambios en materia de clasificación de las refinanciaciones por riesgo de crédito, lo que permite una mayor flexibilidad en la aplicación del juicio experto sobre las mismas. Las operaciones crediticias reestructuradas y de refinanciación no tienen que clasificarse forzosamente como riesgo normal en vigilancia especial cuando no corresponda su clasificación como riesgo dudoso si las entidades consideran que no se ha producido un incremento significativo del riesgo de crédito.

3.2.2 Desarrollos a nivel europeo e internacional

La propuesta de la Comisión Europea para la implementación de las reformas finales de Basilea III en la normativa bancaria comunitaria ha proseguido su proceso legislativo. La propuesta de modificación del Reglamento y la Directiva de Requerimientos de Capital (CRR / CRD) fue publicada en octubre de 2021 y tiene como objetivo fortalecer la resiliencia de los bancos de la UE, sin aumentos significativos de requerimientos de capital. El BCE emitió en marzo un dictamen¹⁶ consultivo sobre el borrador legislativo de enmiendas de «CRR III» en el que se hace énfasis en la conveniencia de evitar desviaciones respecto de los estándares

15 Véase «El Banco de España hace una doble modificación de la Circular sobre normas de información financiera de las entidades de crédito», nota de prensa del 16 de junio de 2020.

16 Véase «ECB Opinion on a proposal for amendments to Regulation (EU) No 575/2013 as regards requirements for credit risk, credit valuation adjustment risk, operational risk, market risk and the output floor» (CON/2022/11).

regulatorios globales, en particular en lo concerniente a los detalles específicos de la introducción de un nivel mínimo («*output floor*») de recursos propios exigibles a las entidades autorizadas al uso de modelos internos para el cálculo de requerimientos de capital.

El Consejo de Supervisión del BCE decidió¹⁷ en febrero de 2022 no prorrogar la relajación de los requerimientos de capital y de la ratio de apalancamiento para las entidades de crédito que había sido introducida al inicio de la pandemia.

El BCE no estimó necesario extender el permiso para que las entidades que supervisa puedan operar con niveles inferiores al nivel de capital establecido en la recomendación de Pilar 2 después de diciembre de 2022, ni tampoco prorrogar más allá de marzo de 2022 la exclusión de las exposiciones frente a bancos centrales en el cálculo de las ratios de apalancamiento de las entidades. El BCE ha comunicado este retorno a una senda de normalidad, reconociendo que persiste cierta incertidumbre sobre el impacto de la pandemia, pero constatando que las entidades de crédito disponen de un amplio margen por encima de los requerimientos regulatorios de capital y de la ratio de apalancamiento. El Banco de España, como es habitual, ha aplicado esta misma medida a las entidades de crédito que supervisa directamente¹⁸.

Las medidas regulatorias temporales incluidas en las modificaciones de la normativa bancaria comunitaria en respuesta al COVID-19 (*quick fix*) van llegando también a su fin¹⁹.

El año 2022 es el último en el que las entidades pueden aplicar el filtro prudencial establecido sobre las variaciones de valor de los instrumentos de deuda soberana registrados a valor razonable con impacto en patrimonio neto, para neutralizar de forma transitoria y parcial (40 %) su impacto en CET1. En cuanto a la opción de que el CET1 sea afectado de forma progresiva por las mayores estimaciones de pérdidas de los préstamos, consecuencia de la aplicación del modelo de pérdida esperada en la NIIF 9 frente al modelo de pérdida incurrida, en 2022 el diferimiento aplicable es del 75 %, en lugar del 100 % del año previo. En diciembre de 2021 expiró la discrecionalidad supervisora sobre el ajuste del cálculo de los requerimientos por riesgo de mercado por parte de las entidades sujetas a modelos internos.

La Comisión Europea inició en 2021 los preparativos para la revisión del marco macroprudencial de la UE para el sector bancario, incluyendo la solicitud de asesoramiento al BCE, la JERS y la EBA, y el inicio de una consulta pública²⁰.

17 «El BCE no prorrogará la relajación de los requerimientos de capital y de la ratio de apalancamiento para las entidades de crédito», nota de prensa del 10 de febrero de 2022.

18 «El Banco de España pone fin a la exclusión temporal de determinadas exposiciones frente a los bancos centrales del Eurosistema en el cálculo de la ratio de apalancamiento de las entidades de crédito menos significativas», nota de prensa del 28 de febrero de 2022.

19 Para una descripción del *quick fix* véase el recuadro 3.3 del IEF de otoño de 2020.

20 «Call for Advice - Review of the EU Macroprudential Framework», de 8 de julio de 2021 y «Targeted consultation on improving the EU's macroprudential framework for the banking sector», de 30 de noviembre de 2021.

COMPARATIVA DE TEMAS ABORDADOS EN LOS INFORMES CONSULTIVOS DEL BCE Y JERS EN RESPUESTA A LA SOLICITUD DE ASESORAMIENTO DE LA COMISIÓN EUROPEA

	BCE	JERS
Flexibilizar la operacionalización del CCA		
Revisar la metodología de identificación y fijación de colchones de OEIS		
Aumentar los colchones liberables		
No introducir colchones de apalancamiento para OEIS		
No introducir poderes para imponer restricciones a las distribuciones de capital a nivel sistémico		
Habilitar la Introducción de límites y condiciones para la concesión de préstamos		
Mantener el marco de reciprocidad voluntaria de las medidas del artículo 458 CRR		
Refundir las potestades para establecer límites a las ponderaciones de riesgo de las exposiciones hipotecarias		
Considerar la política macroprudencial para abordar riesgos climáticos y ciberriesgos sistémicos		
Reforzar el marco regulatorio macroprudencial no bancario		

FUENTE: Banco de España.

En los informes de asesoramiento de las tres autoridades europeas—en cuya preparación han estado involucrados los bancos centrales y las autoridades supervisoras nacionales—, se han analizado principalmente cuestiones relativas al diseño y al funcionamiento del marco de colchones de capital y de otros instrumentos macroprudenciales. Con un notable grado de consenso (véase cuadro 3.2), el BCE y la JERS proponen²¹ flexibilizar el uso y la activación del CCA; avanzar en la armonización del colchón de las otras entidades de importancia sistémica (OEIS); revisar el marco de liberación de los colchones de capital; no introducir poderes para imponer restricciones a las distribuciones de capital a nivel sistémico y refundir las disposiciones que habilitan el endurecimiento de las ponderaciones de riesgo para exposiciones crediticias hipotecarias. Asimismo, se aboga por considerar la política macroprudencial para hacer frente a riesgos climáticos y ciberriesgos sistémicos, así como desarrollar el marco regulatorio no bancario. Estos informes consultivos, y los comentarios recibidos de otras partes interesadas mediante la consulta pública —cuyo plazo para comentarios concluyó el 18 de marzo—, servirán de base para la propuesta legislativa de la Comisión Europea de enmiendas a la CRR/CRD prevista para finales de 2022.

El Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BCBS) ha anunciado²² su intención de analizar las implicaciones de la unión bancaria sobre el marco de evaluación de bancos de importancia sistémica mundial. Con el fin de reconocer

21 Véase «ECB response to the European Commission's call for advice on the review of the EU macroprudential framework» y «ESRB Concept Note on the Review of the EU Macroprudential Framework for the Banking Sector», ambos de 31 de marzo de 2022. A la fecha de preparación de este IEF no se había publicado el informe consultivo de la EBA.

22 Véase la [nota de prensa](#) del 9 de noviembre de 2021.

y reflejar adecuadamente las particularidades de la unión bancaria —como jurisdicción supranacional dotada de mecanismos únicos de supervisión y de resolución—, el BCBS ha empezado a estudiar posibles ajustes al tratamiento de las exposiciones transfronterizas en su metodología de medición de importancia sistémica global. Por otra parte, el BCBS ha tomado la decisión de reemplazar los ciclos trienales de revisión general de su marco de G-SIB por un enfoque de seguimiento y revisión continuos (sin una frecuencia preestablecida).

El BCBS ha seguido trabajando en los riesgos financieros relacionados con el clima, los estándares de divulgación y los criptoactivos²³. El BCBS inició una consulta pública sobre principios para la gestión y la supervisión efectivas de riesgos financieros relacionados con el clima. Asimismo, ha llevado a cabo una revisión de sus requisitos de divulgación, para reflejar los cambios en los requisitos de capital mínimo para el riesgo de mercado publicados en enero de 2019, y ha propuesto tres nuevos desgloses de las exposiciones a riesgo soberano, de aplicación voluntaria en las jurisdicciones²⁴. Por otra parte, el BCBS revisó los comentarios recibidos a su consulta sobre el tratamiento prudencial de las exposiciones de criptoactivos de los bancos y reiteró la importancia de desarrollar un estándar mínimo global que resulte conservador y mitigue los posibles riesgos de los criptoactivos para el sistema bancario. En este sentido, merece la pena destacar que el G-20 ha elevado el nivel de alerta con respecto a los riesgos resultantes a los criptoactivos, condicionado al desarrollo de una regulación adecuada. El capítulo especial de este Informe discute en mayor detalle los riesgos asociados a estos instrumentos y los desarrollos regulatorios sobre los mismos.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) publicó en diciembre los resultados de su evaluación (post-Brexit) de la importancia sistémica de dos entidades de contrapartida central (ECC) del Reino Unido²⁵. Tras consultar a la JERS y a los bancos centrales de la UE, ESMA concluyó que el segmento de derivados de tipos de interés compensado por LCH Ltd y los segmentos de derivados de créditos y de derivados de tipos de interés a corto plazo compensados por ICE Euroclear son de «importancia sistémica sustancial» para la estabilidad financiera de la UE y plantean riesgos que podrían no mitigarse adecuadamente bajo el marco regulatorio actual. No obstante, se estimó que, ante una eventual retirada del reconocimiento de equivalencia de las ECC del Reino Unido por parte de la Comisión Europea, los costes y riesgos para el sistema financiero de la UE superarían a los posibles beneficios, especialmente en situaciones de estrés.

23 Véase «[Basel Committee consults on principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks](#)», nota de prensa del 16 de noviembre de 2021.

24 «[Basel Committee finalises revisions to market risk disclosure requirements and voluntary disclosure of sovereign exposures](#)», nota de prensa del 11 de noviembre de 2021.

25 Para más detalles, véase «[ESMA publishes results of its assessment of systemically important UK Central Counterparties](#)», nota de prensa del 17 de diciembre de 2021.

Sobre la base del análisis previo, la Comisión Europea adoptó en febrero la decisión²⁶ de prorrogar tres años la equivalencia para las ECC del Reino Unido, hasta junio de 2025. Esta decisión (cuyo anuncio ya había sido anticipado en noviembre)²⁷ persigue evitar posibles interrupciones a corto plazo en el funcionamiento de los mercados financieros y, a medio plazo, disponer de un tiempo suficiente para llevar a cabo reformas que incrementen la capacidad de compensación de las ECC de la UE. Por este motivo, la Comisión Europea llevó a cabo entre febrero y marzo una consulta pública y una convocatoria de análisis (*call for evidence*) para informar de la preparación de un paquete de medidas específicas –previstas para el segundo semestre de 2022– orientadas, bajo un prisma de estabilidad financiera, a reducir la dependencia de la UE frente a ECC sistémicas de terceros países, así como a fortalecer el marco regulatorio y supervisor.

La JERS emitió la Recomendación JERS/2021/9²⁸, dirigida a la Comisión Europea, para la reforma de los fondos del mercado monetario (FMM). Esta recomendación se enmarca en el contexto de la revisión legislativa, prevista para este año, del reglamento comunitario de FMM. La pandemia puso de manifiesto en 2020 las vulnerabilidades de este tipo de vehículos de inversión, algunos de los cuales experimentaron tensiones de liquidez al enfrentarse a elevadas solicitudes de reembolso por parte de los inversores coincidiendo con la falta de liquidez en los mercados monetarios de deuda privada, con el consiguiente riesgo de contagio a otros sectores del sistema financiero. Con el objetivo de incrementar la capacidad de absorción de perturbaciones de los FMM, la JERS recomienda a la Comisión Europea, entre otras propuestas, diversificar la cartera de activos y mejorar la liquidez de los FMM mediante un nuevo requerimiento de tenencias de activos de deuda pública²⁹, así como mejorar los marcos de pruebas de resistencia.

En enero se publicó también la Recomendación JERS/2021/17³⁰, para el establecimiento de un marco paneuropeo de coordinación ante ciberincidentes sistémicos. Los ciberincidentes graves pueden minar la confianza en el sistema financiero y configurarse como un evento de riesgo sistémico ante el que resulta necesario que las autoridades financieras estén adecuadamente preparadas y coordinadas. El marco propuesto tiene como objetivo reforzar la coordinación entre las autoridades dentro de la UE y también con otros interlocutores a escala

26 «Unión de los Mercados de Capitales: la Comisión prorroga la equivalencia temporal para las entidades de contrapartida central del Reino Unido e inicia una consulta para ampliar las actividades de compensación central en la UE», comunicado de prensa del 8 de febrero de 2022.

27 «Commissioner McGuinness announces proposed way forward for central clearing», declaración del 10 de noviembre de 2021.

28 «ESRB recommends increasing the resilience of money market funds», nota de prensa de la JERS del 25 de enero de 2022.

29 Para más detalles sobre esta propuesta véase también el «ECB Macroeprudential Bulletin, Issue 16», del 21 de enero de 2022.

30 «La JERS recomienda establecer un marco de coordinación ante ciberincidentes sistémicos», nota de prensa de la JERS y *Mitigating systemic cyber risk*, informe de la JERS, ambos de 27 de enero de 2022.

internacional. En el informe de acompañamiento de la Recomendación se analiza la capacidad del marco macroprudencial actual para hacer frente a los riesgos y vulnerabilidades originados por el ciberriesgo sistémico y se concluye que sería conveniente desarrollar el mandato y los instrumentos macroprudenciales disponibles por las autoridades para englobar objetivos de ciberresiliencia.

La Comisión Europea publicó en septiembre de 2021 una propuesta legislativa³¹ para la revisión de la Directiva de Seguros de la UE (Solvencia II).

El objetivo de la revisión es facilitar que las compañías de seguros aumenten sus inversiones a largo plazo en la recuperación de Europa tras la pandemia y que el sector de los seguros sea más resiliente ante futuras crisis y proteja mejor a los tomadores de seguros. Solvencia II no establece actualmente instrumentos macroprudenciales específicos para abordar la acumulación de riesgos sistémicos; en este contexto, la presente revisión incorpora nuevas disposiciones —previamente sugeridas por la JERS—, relativas a instrumentos de liquidez, la provisión de servicios críticos, el marco de recuperación y resolución, y el papel de la JERS en la declaración de situaciones excepcionalmente adversas³².

31 Comunicado de prensa de la Comisión Europea «Revisión de las normas de la UE en materia de seguros: animar a las aseguradoras a invertir en el futuro de Europa», del 22 de septiembre de 2021.

32 Para más detalles sobre los elementos macroprudenciales contenidos en la propuesta legislativa, véase la carta «Solvency II review» del jefe del Secretariado de la JERS a varios miembros del Parlamento Europeo, de 2 de febrero de 2022.

