

PRESENTACIÓN

Carlos San Basilio

Secretario General del Tesoro y Financiación Internacional

Este monográfico de *Información Comercial Española, Revista de Economía* está dedicado a la política macroprudencial. El término macro hace referencia al enfoque global de estas medidas prudenciales, que se dirigen al conjunto del sistema financiero, en lugar de a entidades específicas como los bancos o los fondos de inversión y, por ello, complementan la supervisión microprudencial, centrada en garantizar la robustez y solvencia de las entidades financieras de forma individual.

Hace ya más de una década que la política macroprudencial está consagrada como la disciplina destinada a mitigar la aparición de riesgos de naturaleza sistémica para el conjunto del sistema financiero. Este periodo es precisamente el que nos separa de la crisis financiera global de 2008, que trajo como principal lección la necesidad de una visión de conjunto sobre los riesgos y las potenciales vulnerabilidades del sistema financiero. En este sentido, la crisis financiera mostró la necesidad de reforzar las medidas para asegurar la estabilidad financiera y minimizar el riesgo sistémico en las economías, facilitando así una contribución sostenible del sistema financiero al crecimiento económico.

Aunque no estamos al final del camino, no es poco lo ya andado, tanto a nivel nacional como internacional. Es evidente que la crisis provocada por la pandemia de COVID-19 ha supuesto una nueva amenaza para la estabilidad financiera internacional, y que su carácter exógeno ha puesto de manifiesto carencias en el entramado de instituciones y herramientas diseñadas tras la anterior crisis. Estas buscaban evitar la aparición de riesgos sistémicos endógenos, creados por la propia dinámica del sector financiero. Sin embargo, no es menos cierto que las lecciones aprendidas y las precauciones adoptadas han permitido amortiguar el golpe de la pandemia sobre la estabilidad financiera, primero, y sobre la economía real, después. Por todo ello es crucial, poco antes del primer aniversario del *shock* de marzo de 2020, hacer balance de lo logrado hasta ahora, de cómo nos ha servido para protegernos de algunos efectos de la reciente crisis, y de qué lecciones debemos sacar de todo ello para mejorar nuestro marco regulatorio y supervisor.

Este monográfico de *Información Comercial Española, Revista de Economía* que me congratulo de introducir, no puede por tanto ser más oportuno al hacer un repaso extenso de las medidas adoptadas hasta ahora, de la situación de los distintos subsectores que conforman el sector financiero, de lo que podemos saber ya sobre los efectos que han tenido en la práctica las medidas adoptadas y las herramientas existentes y,

PRESENTACIÓN

finalmente, de la interacción de la política macroprudencial con otros instrumentos clave de la política económica como son los fiscales y los monetarios.

En el primer artículo de la serie, **Judith Arnal**, **Juan Luis Díez Gibson**¹, **Javier Muñoz Moldes** y **M.^a Eugenia Menéndez-Morán Pazos**, de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional, describen el proceso de creación de la Autoridad Macroprudencial Española Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI). En concreto, y tras una panorámica tanto de la literatura económica como de la experiencia histórica que justifican la necesidad de desarrollar políticas macroprudenciales como instrumento independiente, los autores exponen la estructura institucional en la que se enmarcan estas políticas, distinguiendo el ámbito internacional, el europeo y el nacional. En lo referido a este último, el artículo presenta el contexto de partida que actuó como caldo de cultivo para la creación de la AMCESFI, los criterios que se siguieron para la definición de las características de dicha nueva autoridad y su funcionamiento en la práctica durante el primer año y medio de existencia que, como todos sabemos, ha estado caracterizado por la crisis pandémica. La creación de AMCESFI, en apenas nueve meses desde la constitución del nuevo Gobierno, permitió a España cumplir con las recomendaciones de los organismos internacionales y disponer de una herramienta que se ha revelado especialmente útil para gestionar el impacto de la pandemia.

Para poder desempeñar la función asignada, las autoridades a cargo de la política macroprudencial deben disponer de un conjunto amplio de herramientas que les permita mitigar y, eventualmente, evitar la materialización de los denominados riesgos y vulnerabilidades de carácter sistémico a que tratan de hacer frente. No existe una herramienta macroprudencial única que sea superior al resto desde el punto de vista de la eliminación de los riesgos sistémicos. La segunda contribución, de **Ángel Estrada** y **Javier Mencía** del Banco de España, realiza un repaso al conjunto de herramientas macroprudenciales disponible para los responsables de la supervisión y valoran la oportunidad de su uso en diferentes circunstancias. Esta valoración se apoya en tres pilares: el análisis de los canales de transmisión a través de los que operan estas herramientas, el grado de desarrollo del riesgo sistémico que tratan de mitigar, así como los posibles riesgos de desbordamiento o de elusión de estas medidas.

Para ello, los autores analizan los diferentes bloques de herramientas. En primer lugar, se analizan los colchones de capital disponibles sobre la base de la normativa europea y, posteriormente, se tratan los canales de transmisión de aquellas herramientas que están orientadas a los prestatarios (estas últimas se han puesto a disposición de los supervisores españoles recientemente). Por último, el artículo presenta las lecciones que está proporcionando la crisis actual en términos de política macroprudencial, y cómo esta política podría contribuir en el futuro a mitigar los efectos de otras crisis de naturaleza similar.

El siguiente artículo está consagrado a las nuevas herramientas macroprudenciales en España, y corre a cargo de **Carlos Trucharte Artigas**, del Banco de España.

¹ Actualmente en la Oficina Económica y Comercial en Berna.

Sostiene el autor que la propia naturaleza dinámica y multidimensional del riesgo reafirma la necesidad de disponer no solo de las herramientas suficientes sino también que estas herramientas difieran en su naturaleza para que puedan complementarse y dar una respuesta eficaz a los distintos componentes del riesgo sistémico.

El Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales, introdujo en el ordenamiento jurídico español herramientas macroprudenciales adicionales a las ya contempladas en la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, de forma que las autoridades supervisoras sectoriales competentes, en este caso el Banco de España, pudieran contar con una batería amplia de instrumentos para poder hacer frente a posibles perturbaciones con un potencial impacto sistémico en el sistema financiero.

En los últimos años se han producido importantes avances en el desarrollo de la política macroprudencial, especialmente en el ámbito que va más allá del sector bancario. No obstante, todavía no se dispone de un marco europeo común que permita una recopilación homogénea de datos en la Unión Europea (UE), que establezca unos indicadores y las herramientas macroprudenciales adecuadas y armonizadas. El siguiente artículo está dedicado a la intermediación al margen del canal bancario y sus autores, **Eudald Canadell Casanova** y **María Isabel Cambón Murcia**, ambos de la Comisión Nacional del Mercados de Valores (CNMV), constatan las dificultades del desarrollo de la política macroprudencial en esta área debido a la heterogeneidad de las entidades y de las actividades que forman parte de lo que se denomina «intermediación financiera no bancaria».

En concreto, en el ámbito de los fondos de inversión existen, actualmente, multitud de herramientas destinadas a mitigar dos de los riesgos a los que se enfrentan este tipo de instituciones: el riesgo de apalancamiento y el riesgo de desajuste de liquidez entre la cartera de activos subyacente de los fondos y las condiciones de salida ofrecidas a los partícipes (los vencimientos o los reembolsos). En este último caso, señalan que la posibilidad de suspender los reembolsos es la única herramienta comúnmente utilizada por todos los Estados miembros de la UE. Por el contrario, existe una clara dispersión entre las jurisdicciones europeas, tanto en lo que se refiere a su disponibilidad como a su uso, de las otras herramientas. En el artículo se destaca que España es uno de los países con mayor número de herramientas disponibles, algunas de las cuales han sido adoptadas recientemente.

En el marco del sector de seguros también se ha puesto últimamente de relieve la importancia de la política macroprudencial. **Magdalena Rubio Benito** y **Francisco Carrasco Bahamonde**, de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, abordan las herramientas macroprudenciales que se encuentran actualmente disponibles para el sector de seguros en España y realizan una breve descripción del enfoque que se podría adoptar en un futuro en la Unión Europea atendiendo a los más recientes avances y, en particular, a la próxima revisión de Solvencia II. Para ello, se desgrana la opinión conjunta de

los supervisores europeos expresada en el Dictamen de asesoramiento a la Comisión Europea, emitido en diciembre del año 2020 por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA).

No podía faltar en este repaso de la política macroprudencial a lo largo de distintos sectores un estudio de las interconexiones del sector financiero. En efecto, estas representan la dimensión transversal del riesgo sistémico que proviene del riesgo de contagio existente entre los diferentes agentes y del riesgo de propagación en situaciones de estrés. **Patricia Stupariu** y **José Alonso Olmedo**, del Banco de España, junto con **María Isabel Cambón Murcia**, de la CNMV, nos ilustran sobre la evolución de las interconexiones dentro del sistema financiero español. Para ello, distinguen entre las conexiones directas del sector bancario con los otros sectores y las indirectas. El análisis determina que las interconexiones directas del sector bancario con los otros sectores son reducidas. Por el contrario, los sectores no bancarios, que tienen un menor peso en nuestro sistema financiero, estarían más interconectados de forma indirecta y, además, desde el punto de vista de la similitud de sus carteras su relevancia ha venido aumentando. Los autores advierten que esta tendencia podría incrementar el riesgo de problemas para la estabilidad financiera.

Una de las principales limitaciones en el análisis de las políticas macroprudenciales tiene que ver con su carácter reciente, que hace que la literatura empírica sobre su impacto esté todavía en una fase muy incipiente. **Carmen Broto** y **Jorge Galán**, ambos del Banco de España, contribuyen a rellenar este importante vacío, revisando los principales métodos de análisis y presentando dos ejercicios empíricos complementarios sobre el posible impacto de las políticas macroprudenciales en España. En primer lugar, estudian el impacto de los requerimientos de capital sobre el PIB y el crédito en España mediante un modelo vectorial autorregresivo estructural (SVAR). En segundo lugar, extienden el trabajo de Galán (2020) de crecimiento en riesgo para analizar durante periodos de expansión y de crisis, tanto el impacto general de las medidas macroprudenciales, como dos medidas individuales: los requerimientos de capital y las medidas basadas en el prestatario. En general, los resultados coinciden en destacar el papel de la política macroprudencial para mitigar riesgos de naturaleza sistémica. Esta publicación abre, no obstante, la puerta a nuevas contribuciones, en particular las derivadas de la cada vez mayor gama de instrumentos y políticas macroprudenciales, la determinación de sus variables objetivo, y su interrelación con otras políticas, como pueden ser la fiscal o la monetaria. Estos últimos serán precisamente el objeto de los dos últimos artículos de la colección.

Beatriz de Blas, de la Universidad Autónoma de Madrid, repasa los objetivos y los posibles puntos de interacción entre la política monetaria y la política macroprudencial. Hasta 2008, existía un claro consenso sobre la conveniencia de que los bancos centrales se centraran en un único objetivo (el de la estabilidad de precios) y solo tenían en cuenta los desarrollos financieros en tanto que estos pudieran afectar a la inflación. Pero, desde entonces, se ha abierto el debate sobre si la política monetaria debería

incorporar entre sus competencias la de mantenimiento de la estabilidad financiera. Este debate cobra especial relevancia en el seno de una unión monetaria que aún no puede considerarse completa. El artículo muestra las implicaciones de su diseño actual, así como posibles alternativas, con sus ventajas e inconvenientes respectivos. Además, presenta los posibles solapamientos y efectos colaterales de la política monetaria y la macroprudencial, que llevan a plantear la necesidad e idoneidad de la coordinación de ambas políticas, así como su diseño institucional. Su principal conclusión, en línea con lo afirmado por el Fondo Monetario Internacional ya en 2013, es que la coordinación de ambas políticas puede ser deseable, pero debe mantenerse la independencia y el objetivo principal de la estabilidad de precios de la política monetaria, adoptando la política macroprudencial un rol subsidiario, que ayude allí donde la monetaria no llegue.

Finalmente, **Judith Arnal, Fernando Hernández, Ana Pajón y Lucía Paternina**, de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional, abordan los vínculos existentes entre la política fiscal y la macroprudencial, campos en el que el Tesoro Público ha jugado en 2020 un rol trascendental. Su artículo combina una aproximación teórica de la interrelación entre estas dos políticas con otra parte más empírica y centrada en la actual crisis de la COVID-19, desentrañando el impacto que las líneas de avales han tenido sobre la estabilidad financiera y comparándolo con el observado en el resto de la zona euro. En su parte teórica, los autores constatan la relación inversa entre el tono y la orientación de las políticas fiscales y macroprudenciales. Esta última produciría efectos asimétricos, siendo más efectiva en la prevención que en la resolución de crisis financieras. Así, pese a que la política macroprudencial conlleva costes en épocas de expansión económica, estos suelen estar justificados dados los devastadores efectos que pueden producir los episodios de inestabilidad financiera, una conclusión en línea con la sostenida en un artículo anterior por Estrada y Mencía. El análisis empírico posterior muestra que los avales ICO (Instituto de Crédito Oficial) puestos en marcha en 2020 por el Gobierno de España, fueron claves para hacer frente a las necesidades de liquidez de las empresas, muy en particular pymes y autónomos, permitiéndoles acceso a préstamos con vencimientos superiores y costes inferiores a los préstamos tradicionales. Crucialmente, el estudio muestra así que los programas de avales públicos permitieron que la oferta de crédito de los bancos no se cortase en un momento clave, previniendo episodios mayores de inestabilidad financiera.