

## VII. Política macroprudencial y prociclicidad

Hay que aprovechar la oportunidad para establecer marcos macroprudenciales...

El establecimiento de marcos macroprudenciales resulta esencial para dotar de unos cimientos más sólidos al sistema financiero. La crisis financiera ha acelerado los esfuerzos para desarrollar estos marcos<sup>1</sup> y las autoridades están adquiriendo experiencia en la utilización de instrumentos prudenciales para alcanzar objetivos sistémicos. Así pues, no debe desperdiciarse la oportunidad actual de implantar marcos macroprudenciales creíbles.

El objetivo general de la política macroprudencial es limitar el riesgo sistémico: el riesgo de que las turbulencias en el sistema financiero puedan desestabilizar la macroeconomía<sup>2</sup>. Para implantar la política macroprudencial, los instrumentos habitualmente empleados en la regulación y supervisión prudencial de las instituciones financieras individuales se adaptan con el fin de limitar los riesgos en el sistema financiero en su conjunto (véase el recuadro).

... para abordar el riesgo de quiebras en cadena por vínculos y exposiciones comunes...

La política macroprudencial limita el riesgo sistémico encarando las dos principales externalidades del sistema financiero. La primera es la quiebra en cadena de entidades provocada por sus vínculos y exposiciones comunes. El Capítulo I ya analizaba una serie de iniciativas en curso para atajar la vulnerabilidad creada por ambas.

... y la vulnerabilidad del sistema financiero ante la prociclicidad

La segunda externalidad es la prociclicidad, que consiste en la amplificación de las interacciones en el seno del propio sistema financiero y entre éste y la macroeconomía. Como ha podido comprobarse recientemente, la prociclicidad puede fomentar la formación de burbujas insostenibles que, al estallar, pueden amplificar las turbulencias y provocar una profunda recesión económica.

La reducción de la prociclicidad está relacionada con la política macroeconómica anticíclica

La lucha contra la prociclicidad está estrechamente ligada a la política macroeconómica anticíclica tradicional, por lo que el desarrollo de un marco eficaz para abordar este fenómeno plantea cuestiones propias del diseño de las políticas fiscal y monetaria. Por ejemplo, ¿cómo debe definirse el objetivo? ¿Cuál es el equilibrio adecuado entre los instrumentos que fluctúan de manera anticíclica y las medidas estáticas que actúan como estabilizadores automáticos? ¿Cómo debe combinarse la discrecionalidad con la aplicación de normas? ¿Quién debe decidir sobre la configuración de los instrumentos? Y, por último, ¿cuál ha de ser la relación con las políticas macroeconómicas, en especial con la política monetaria? Todas estas cuestiones se examinarán en este capítulo

<sup>1</sup> Véanse, por ejemplo, Grupo de los 20, *Enhancing sound regulation and strengthening transparency*, marzo de 2009; y M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud y H. S. Shin, «The fundamental principles of financial regulation», *Geneva Reports on the World Economy*, nº 11, julio de 2009.

<sup>2</sup> Para un análisis más detallado, véase J. Caruana, *Systemic risk: how to deal with it?*, BPI, 12 de febrero de 2010, [www.bis.org/publ/othp08.htm](http://www.bis.org/publ/othp08.htm).

## ¿Qué es un instrumento macroprudencial?

El término «macroprudencial» ha adquirido tanta popularidad desde la crisis que su uso se ha generalizado para calificar un buen número de medidas políticas cuyos objetivos primarios no se ciñen al dominio específico de la estabilidad financiera<sup>9</sup>. Con esta extensión indiscriminada se corre el riesgo de complicar y obstaculizar el desarrollo de las políticas y, con ello, de socavar el respaldo público a la política macroprudencial.

Numerosas políticas —monetaria, fiscal y cambiaria incluidas— pueden fomentar la estabilidad financiera de una forma u otra, y a menudo lo hacen. Sin embargo, tan sólo los instrumentos que se emplean con el objetivo primario explícito de promover la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, y que inciden de forma más directa y fiable sobre la estabilidad financiera, deben considerarse estrictamente macroprudenciales.

Dichas herramientas poseen una índole prudencial. En esencia, la política macroprudencial amplía la perspectiva de la política prudencial tradicional, cuyas herramientas fomentan las mejores prácticas y limitan la asunción de riesgo en el ámbito de las instituciones e instrumentos financieros concretos. La definición de instrumento macroprudencial presenta sin duda cierta ambigüedad, y la idoneidad de las herramientas puede cambiar al hacerlo la estructura de la economía y del sistema financiero. Por ejemplo, en las economías de mercado emergentes se hace un uso cada vez más frecuente de los requerimientos de reservas con fines de estabilidad financiera, algo que podría considerarse macroprudencial en la medida en que dichos requerimientos limitan el riesgo de liquidez.

Entender los principales instrumentos macroprudenciales como herramientas que se superponen a la configuración actual de los instrumentos prudenciales, o como ajustes de ésta, tiene la ventaja de que permite distinguir con claridad entre medidas macroprudenciales y configuración microprudencial de los instrumentos. Esta implementación en forma de superposición pone de relieve la independencia de la función macroprudencial y la diferencia entre las perspectivas macroprudencial y microprudencial. Asimismo, clarifica el objetivo principal de la política macroprudencial, consistente en procurar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, más que la de instituciones individuales. Además, esta definición más estricta de instrumento macroprudencial ayuda a preservar la sencillez de los mecanismos de gobierno, facilitando con ello la asunción de responsabilidades y la formulación de políticas comprensibles.

<sup>9</sup> Para un análisis más amplio del uso del término, véase P. Clement, «Origen y evolución del término “macroprudencial”», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2010, pp. 59–67.

al describir los elementos esenciales de un marco macroprudencial que aborde la prociclicidad. Pero antes, haremos hincapié en tres consideraciones generales.

En primer lugar, el objetivo macroprudencial no debería prometer más de lo que las autoridades pueden cumplir. En concreto, el objetivo no debería definirse en términos de gestión del ciclo económico, ni debería intentar eliminar los ciclos de crédito o controlar el precio de los activos. En su lugar, el objetivo más realista es mejorar la capacidad de reacción del sistema financiero frente a eventuales tensiones financieras. Este objetivo puede alcanzarse mediante la acumulación y liberación, de forma anticíclica y oportuna, de reservas de capital y de otro tipo en el sistema financiero. Además, dicho enfoque ayudaría a contener un auge excesivo del crédito y una evolución insostenible del precio de los activos.

El objetivo macroprudencial debe ser realista

En segundo lugar, los instrumentos empleados para mejorar la capacidad de respuesta deben calibrarse, en la medida de lo posible, utilizando reglas y directrices sencillas, como por ejemplo límites máximos de asunción de riesgo y vínculos a indicadores claros de riesgo sistémico. De este modo, las

El calibrado de instrumentos debería privilegiar el uso de reglas sencillas

autoridades podrán afrontar más fácilmente la fuerte oposición que la sociedad suele ofrecer a la aprobación de medidas anticíclicas durante una fase expansiva. En todo caso, hay que evitar vincular la configuración instrumental con indicadores de riesgo que no se comprendan bien o cuya fiabilidad no se haya comprobado fehacientemente.

Los bancos centrales deben participar activamente...

En tercer lugar, los bancos centrales tendrán que involucrarse activamente en el desarrollo y la aplicación de la política macroprudencial. Este imperativo se justifica tanto por la amplia experiencia de la banca central en la intervención y el análisis sistémicos, como por la estrecha relación bidireccional que se da entre el tratamiento de la prociclicidad y la gestión de la política monetaria.

... y la política monetaria debe oponerse más a la acumulación de riesgos en el sistema financiero

Ahora bien, vayan por delante importantes advertencias. En primer lugar, no disponemos de ninguna varita mágica que pueda acabar con la inestabilidad del sistema financiero. Segundo, los marcos que se establezcan tendrán que reflejar las circunstancias específicas de cada país. Tercero, la mejora de la capacidad de reacción del sistema financiero no evitará que se produzcan recesiones económicas. Y, por último, la política monetaria deberá desempeñar un papel esencial en la promoción de la estabilidad financiera. En particular, deberá oponerse en mayor medida a la acumulación de riesgos en el sistema financiero, algo que puede hacer sin perder de vista su objetivo principal, la estabilidad de precios, si amplía el horizonte temporal efectivo de sus objetivos.

## Elementos esenciales de un marco macroprudencial

Los elementos esenciales de un marco macroprudencial son: un objetivo realista y bien definido; una estrategia operativa; las decisiones sobre especificidad sectorial; los mecanismos de gobernanza; la sensibilidad a circunstancias específicas de las economías, y la coordinación internacional.

### *Un objetivo realista y bien definido*

Mejorar la capacidad de reacción del sistema es un objetivo macroprudencial plausible

La política macroprudencial debe perseguir un objetivo claro y al mismo tiempo factible de reducción del riesgo sistémico. Habida cuenta de los conocimientos de que disponemos actualmente, la mejor manera de alcanzar el objetivo de estabilidad consiste en mejorar la capacidad de reacción del sistema mediante la gestión anticíclica de sus amortiguadores contra perturbaciones<sup>3</sup>. Dicho objetivo podría incluir reducir la acumulación de excesos en el crecimiento del crédito y en el precio de los activos, pero hay que reconocer que esto es mucho más difícil de lograr: pondría a prueba nuestros conocimientos actuales y probablemente requeriría medidas que no están lo suficientemente contrastadas. El objetivo no debería llegar al extremo de pretender de forma explícita eliminar los auges del crédito y los aumentos insostenibles del precio de los activos.

<sup>3</sup> Véase BPI, *Addressing financial system procyclicality: a possible framework*, nota para el Working Group on Market and Institutional Resilience del Foro sobre la Estabilidad Financiera, septiembre de 2008.

Medidas para reducir la prociclicidad de los procesos de decisión	
Objetivo	Medidas exigidas
Mejorar la cuantificación del riesgo por los bancos	Empleo de parámetros <i>through the cycle</i> o conservadores en los modelos de riesgo
Concienciar sobre el riesgo sistémico	Publicación periódica de evaluaciones oficiales de vulnerabilidades
Reducir la prociclicidad en los informes financieros	Valoraciones <i>through the cycle</i>
Reforzar la disciplina de mercado	Comunicación de posiciones de riesgo, incluido el grado de incertidumbre implícito en su medición
Reducir las bonificaciones que incentivan la asunción excesiva de riesgo	Horizontes temporales más largos para evaluar el desempeño de los empleados ajustado al riesgo; posponer la atribución de bonificaciones

Cuadro VII.1

En cambio, el uso de instrumentos prudenciales para gestionar reservas de forma anticíclica no es nuevo. El método más eficaz para reforzar la solidez del sistema es garantizar la disponibilidad de reservas suficientes que puedan liberarse durante las fases de desaceleración económica. Esto reduciría el riesgo generado por las ventas forzadas de activos y por las contracciones del crédito en las fases bajistas del ciclo, y quizás moderaría la amplitud de las fluctuaciones financieras al limitar la asunción de riesgo en las fases expansivas.

Se están aplicando ya numerosas herramientas que siguen esta lógica y otras están en desarrollo. Algunas medidas tratan de disminuir el cortoplacismo y otras características procíclicas inherentes a la toma de decisiones en las instituciones financieras. Su imposición no tiene por qué depender de la coyuntura financiera o económica (véase el Cuadro VII.1).

Se dispone de una amplia gama de herramientas

Otras herramientas condicionan directamente la estructura del balance de situación (como las normas que rigen el capital, la liquidez o la dotación de provisiones), los términos de los contratos de préstamo (por ejemplo, el importe máximo del préstamo en proporción al valor del activo) u otros tipos de exposición al riesgo (por ejemplo, límites a los descaldes de monedas). Estas medidas pueden imponerse de forma permanente o variar según evolucione la evaluación del riesgo sistémico (Cuadros VII.2 y VII.3).

La forma más eficiente de crear reservas anticíclicas es acumularlas durante las fases expansivas del ciclo. Aun cuando este planteamiento se halla todavía en sus etapas iniciales y no suele aplicarse en el contexto de un objetivo macroprudencial explícito, se ha hecho más habitual desde la crisis y en estos momentos se analizan nuevas propuestas en esta línea<sup>4</sup>. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, por ejemplo, está utilizando este

<sup>4</sup> Véase, por ejemplo, Foro sobre la Estabilidad Financiera, *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, abril de 2009.

## Instrumentos prudenciales para restringir de manera directa elementos de la actividad de las entidades financieras

	Instrumento	Utilidad
Contratos de crédito	Límites a la relación préstamo/valor (LTV) en el crédito inmobiliario	Limitar la exposición del prestamista a desaceleraciones del mercado inmobiliario; limitar la inversión inmobiliaria excesivamente apalancada
	Límites a la razón servicio de la deuda/ingresos en préstamos a los hogares	Reducir la probabilidad de impago del prestatario; limitar la inversión excesivamente apalancada en bienes inmuebles
Acuerdos de financiación	Variación anticíclica de los márgenes o descuentos mínimos en los acuerdos de financiación (ligados a requerimientos de capital)	Desincentivar la infravaloración de los riesgos sistémicos que nace de la financiación garantizada con descuentos bajos; reducir el riesgo de contracciones bruscas de la oferta de financiación garantizada ante una revisión repentina del riesgo percibido en la calidad de la garantía
Balances de situación de las entidades financieras	Suplemento de capital anticíclico	Acumular reservas de capital anticíclicas en épocas de auge para limitar la asunción de riesgo y liberarlas en épocas de crisis para que el sistema financiero absorba mejor eventuales tensiones
	Ajustes de las ponderaciones por riesgo	Garantizar que las reservas de capital responden a la acumulación del riesgo en sectores concretos
	Provisiones estadísticas	Mitigar el riesgo de no dotar provisiones suficientes durante las épocas de auge, anticipando previsibles dificultades en épocas de crisis
	Límites a la relación préstamos/depósitos, al coeficiente de capitalización básica y otros requisitos de liquidez	Disuadir el uso habitual de mercados de financiación a corto plazo o inestables para subvenir al rápido crecimiento del crédito

Cuadro VII.2

enfoque en sus recomendaciones de reforma de la regulación y la supervisión bancarias<sup>5</sup>.

Las herramientas utilizadas hasta ahora parecen eficaces para mejorar la resistencia...

La evidencia empírica reciente indica que usar instrumentos prudenciales tradicionales con fines macroprudenciales contribuye a mejorar la capacidad de reacción del sistema financiero<sup>6</sup>. En concreto, la aplicación bastante generalizada de ese tipo de medidas en varias economías asiáticas durante la pasada década con el fin de reforzar la solidez de los bancos de la región podría explicar en parte por qué estas instituciones resultaron menos afectadas por la euforia de los mercados inmobiliarios.

... pero su efecto sobre los auges financieros no está demostrado

Sin embargo, la experiencia hasta la fecha no indica que la acumulación anticíclica de reservas tenga efectos claros ni duraderos sobre el crédito o el precio de los activos. Así, pese a la aplicación bastante activa de medidas para

<sup>5</sup> Véase Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Strengthening the resilience of the banking sector*, diciembre de 2009.

<sup>6</sup> Véase Comité sobre el Sistema Financiero Global, «Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences», *CGFS Papers*, nº 38, mayo de 2010.

Instrumentos prudenciales anticíclicos en marcha y propuestos	
En marcha	
Límites a la relación LTV en el crédito inmobiliario	Corea, Hong Kong RAE, Malasia, Singapur
Límites a la razón servicio de la deuda/ingresos en préstamos a hogares	Corea, Hong Kong RAE
Ajustes de las ponderaciones por riesgo	India, Turquía
Dotación de provisiones estadísticas	España
Límites a la razón préstamos/depósitos, al coeficiente de capitalización básica, reservas y otros requisitos de liquidez	Argentina, China, Corea, Hong Kong RAE, Nueva Zelanda
Propuestos	
Variación anticíclica de los márgenes o descuentos mínimos en acuerdos de financiación (ligados a requerimientos mínimos de capital)	Comité sobre el Sistema Financiero Global
Suplemento de capital anticíclico	Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (en estudio)
Cuadro VII.3	

regular el préstamo al sector inmobiliario en Asia, las economías de la región siguen experimentando con frecuencia ciclos de precios inmobiliarios de considerable amplitud.

Aun así, la moderación de las dos fases del ciclo crediticio y de precios de los activos reporta ventajas a largo plazo que, sin duda alguna, merece la pena perseguir. Si se conocieran mejor las relaciones entre la configuración de los instrumentos macroprudenciales y las fluctuaciones financieras y económicas, podría desarrollarse un enfoque dirigido a contener activamente los excesos de los mercados de activos y de crédito en las fases expansivas. Este enfoque podría exigir aplicaciones más restrictivas o más amplias de los instrumentos, así como un mayor recurso al criterio y la discrecionalidad de quienes lo apliquen. Dado que, en ese caso, el peso de la política macroprudencial en la política macroeconómica sería más prominente, los mecanismos de gobernanza macroprudencial tendrían que ser más sólidos a fin de gestionar su interacción con la política monetaria.

Moderar significativamente los ciclos del crédito y de precios de los activos permitiría potenciar las ventajas que aporta la política macroprudencial a la estabilización macroeconómica, amplificando con ello al máximo su función de respaldo de la política monetaria. Sin embargo, hasta el momento la experiencia parece indicar que un objetivo macroprudencial ambicioso en esos términos puede deparar consecuencias imprevistas, por lo que debe evitarse en el momento actual.

La mejor forma de limitar los excesos en el crédito y en el precio de los activos sería combinar las políticas macroprudencial y monetaria a

fin de contener la acumulación de desequilibrios, ya que, por separado, no lo conseguirían.

### *Estrategia operativa*

Las medidas macroprudenciales aplicadas pueden diferir en la magnitud y la frecuencia del ajuste de los instrumentos ante variaciones del riesgo sistémico, así como en si dicho ajuste se rige por normas o por la discrecionalidad de los que lo aplican. Los parámetros de los instrumentos podrían incluso permanecer constantes y aun así actuar como estabilizadores automáticos al reducir la posibilidad de que la asunción de riesgos alcance niveles extremos.

El uso de cocientes fijos, o de límites absolutos, ha sido bastante habitual en fases alcistas. Se han aplicado a las condiciones de los préstamos (por ejemplo, la relación entre importe del préstamo y valor del activo (LTV), o entre el servicio de la deuda y el nivel de ingresos, y límites a los márgenes de garantía)<sup>7</sup>, a los descaldes de monedas<sup>8</sup> y, con menor frecuencia, a la dotación de provisiones para préstamos incobrables en función de la evolución histórica del promedio de pérdidas sobre préstamos dudosos (provisiones *through the cycle* o bien dinámicas)<sup>9</sup>.

Actualmente se está sopesando la posibilidad de utilizar más ampliamente instrumentos fijos. La reforma de las normas sobre capital propuesta por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, por ejemplo, basa los requerimientos mínimos de capital para carteras de negociación en parámetros que suponen situaciones de tensión, y no en medidas de riesgo derivadas del historial reciente de pérdidas, cuya variación es muy procíclica<sup>10</sup>. De forma similar, el Comité sobre el Sistema Financiero Global ha recomendado estudiar la implantación de requerimientos de márgenes de garantía basados en valoraciones que reflejen la peor situación esperada a lo largo del ciclo (*through the cycle*) de los activos de garantía, lo que disminuiría la sensibilidad procíclica de dichos márgenes a las condiciones económicas y financieras<sup>11</sup>. En lo que respecta al capital de los bancos, pueden establecerse reservas fijas superiores a los mínimos reguladores que, en caso de que el banco incurra en pérdidas, puedan liberarse o al menos utilizarse gradualmente.

<sup>7</sup> Por lo que respecta al empleo de límites en la relación préstamo/valor, ponderaciones por riesgos y otras medidas para restringir el crédito al sector inmobiliario, véanse, por ejemplo, S. Gerlach y W. Peng, «Bank lending and property prices in Hong Kong», *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, nº 2, febrero de 2005, pp. 461–81; Banco Central de Malasia, *Financial stability and payment systems report 2009*, marzo de 2010; y Banco de la Reserva de la India, *Report on trend and progress of banking in India 2008–09*, octubre de 2009.

<sup>8</sup> Véase M. Goldstein y P. Turner, *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington D.C., abril de 2004.

<sup>9</sup> Véase J. Saurina, «Loan loss provisions in Spain. A working macroprudential tool», Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, vol. 17, noviembre de 2009, pp. 11–26.

<sup>10</sup> Véase Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Strengthening the resilience of the banking sector*, diciembre de 2009.

<sup>11</sup> Véase Comité sobre el Sistema Financiero Global, «The role of margin requirements and haircuts in procyclicality», *CGFS Papers*, nº 36, marzo de 2010.

En las fases expansivas, se han utilizado con bastante frecuencia límites fijos a la asunción de riesgos

La configuración fija de los instrumentos puede seguir teniendo un efecto de estabilización automática en la medida en que su incidencia varíe a lo largo del ciclo. Por ejemplo, si el límite máximo de la relación préstamo-valor se fija en un nivel bajo, será más restrictivo durante un período de auge del crédito, cuando los bancos desean ampliar los préstamos inmobiliarios, que en una fase contractiva, en la que el incremento de la aversión al riesgo reduce la propensión de las instituciones a conceder créditos con una relación préstamo-valor elevada. Al mismo tiempo, los instrumentos fijos deben diseñarse con cuidado para evitar que tengan efectos procíclicos. Por ejemplo, si ejercen su función restrictiva durante la fase expansiva, los requerimientos mínimos de capital pueden limitar la asunción de riesgo. Sin embargo, si lo hacen cuando surgen las tensiones, pueden fomentar la venta precipitada de los activos de mayor riesgo y un endurecimiento de las condiciones crediticias.

Los parámetros de los instrumentos pueden ser fijos y aun así actuar como estabilizadores automáticos...

Los parámetros de los instrumentos que varían en función de la evolución de indicadores de riesgo pueden estar muy vinculados a dichos indicadores o bien guardar una relación menos directa con ellos. Por ejemplo, las reservas de capital podrían acumularse de manera oportunista, cuando el capital esté barato, y sólo modificarse de forma básicamente anticíclica. Otra posibilidad sería ligar de forma más estrecha los parámetros de los instrumentos a indicadores adelantados de perturbaciones financieras sistémicas.

... o pueden variar según evolucionen los indicadores de riesgo sistémico

Ya han comenzado a desarrollarse sistemas de medición del riesgo sistémico que sirvan de guía para el parametraje de los instrumentos. Los estudios elaborados tanto en el BPI como en otras instituciones parecen indicar que existen indicadores sencillos —basados en desviaciones simultáneas de la relación crédito/PIB y de los precios de los activos con respecto a su pauta histórica— capaces de detectar con bastante fiabilidad perturbaciones financieras con años de antelación, en tiempo real y fuera de muestra. Según vayan mejorando los indicadores adelantados de riesgo sistémico, los parámetros de los instrumentos podrían reaccionar a ellos con mayor sensibilidad<sup>12</sup>. En último término, si el proceso de modelización mejora lo suficiente, las autoridades podrían vincular estrechamente la configuración de los instrumentos con el riesgo sistémico a fin de mantener éste dentro de límites aceptables, de forma similar a como se utilizan las previsiones de inflación en regímenes con objetivos explícitos de inflación.

En la práctica, los encargados de formular las políticas han tendido a configurar los instrumentos utilizando sobremanera ajustes discrecionales que están muy poco vinculados con indicadores de riesgo cuantitativos. Especialmente en el caso de Asia, estos ajustes se han realizado en el ámbito del crédito al sector inmobiliario en fases de bonanza financiera, por el temor a un recalentamiento del sector. Las autoridades han justificado estas medidas apelando a indicadores de riesgo tales como la evolución de los precios inmobiliarios, la expansión del crédito al sector promotor,

En el pasado, se han aplicado con frecuencia ajustes discrecionales ante la euforia del mercado inmobiliario

<sup>12</sup> Véase C. Borio y M. Drehmann, «Evaluación del riesgo de crisis bancarias: una revisión», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2009, pp. 29–46.

las ventas en el mercado secundario y la actividad constructora. Entre los ajustes aplicados cabe citar el endurecimiento de los límites aplicables a los términos de los contratos de crédito (como la relación préstamo/valor), el incremento de las ponderaciones por riesgo para el capital regulador, el aumento de las exigencias de reservas y otros requisitos de liquidez y, en ocasiones, la limitación de las exposiciones a divisas. Con frecuencia, las autoridades han acometido de forma simultánea varios ajustes, como modificar la relación préstamo/valor y limitar al mismo tiempo la concentración del crédito a determinados sectores (véase el Cuadro VII.4). Normalmente los parámetros de los instrumentos se han ajustado cada pocos años, pero el grado de activismo ha variado entre países.

Existen buenas razones para ajustar los parámetros instrumentales en función de unas normas sencillas y transparentes. La principal ventaja del uso de normas es que, una vez establecidas, no han de justificarse continuamente. Si están bien estructuradas y son duraderas, pueden reducir la incertidumbre y contribuir a la estabilización automática, al reducir los retrasos a la hora de reconocer tensiones y adoptar decisiones. También comprometen de antemano a las autoridades a endurecer los parámetros de los instrumentos cuando sea necesario, algo que puede ser particularmente importante en una fase

Las normas bien estructuradas pueden precomprometer a las autoridades y operar como estabilizadores automáticos

Ejemplos de medidas discrecionales de intervención prudencial ante la evolución de los mercados inmobiliarios		
Economía	Fecha de la primera medida	Medida
Hong Kong RAE	1991	Limitar la relación préstamo/valor (límites LTV) en función del valor del activo inmobiliario; circulares del supervisor pidiendo prudencia en el crédito hipotecario residencial; recomendación de reducir hasta el promedio sectorial el crédito al sector inmobiliario sobre el crédito total concedido dentro de Hong Kong RAE; recomendaciones para ajustar la tasa de crecimiento del crédito hipotecario residencial a la tasa de crecimiento del PIB nominal
Malasia	1995	Límites LTV; límites al crecimiento del crédito al sector inmobiliario
Singapur	1996	Límites LTV
Corea	2002	En ciertos mercados inmobiliarios, límites LTV y límites a la razón servicio de la deuda/ingresos, definidos a escala regional y en función del plazo de vencimiento y del valor de las garantías
India	2005	Ponderaciones por riesgo y dotación de provisiones para activos inmobiliarios residenciales y comerciales, diferenciados por tamaño y por relación préstamo/valor; las políticas a nivel de alta dirección sobre exposición al sector inmobiliario deberán incluir límites de exposición, garantías y márgenes

Cuadro VII.4

expansiva, cuando el sector financiero, los políticos y la sociedad en general rechazarán frontalmente cualquier restricción discrecional alegando que las perspectivas de futuro son excelentes. Además, la tentación de creer que «esta vez todo va a ser distinto» puede ser muy difícil de resistir, incluso para las propias autoridades. De este modo, las reglas pueden ser especialmente útiles para aliviar la presión ejercida sobre los supervisores para disuadirlos de imponer restricciones durante fases expansivas de la economía.

Numerosas iniciativas nacionales e internacionales, incluido un proyecto enmarcado en el programa de reforma del capital del Comité de Basilea, están valorando posibles normas en el ámbito de las reservas de capital anticíclicas. Un ejemplo de este tipo de normas sería el establecimiento de los niveles de reservas de capital en función de la expansión del crédito por encima de la tendencia y de otros indicadores aproximados de riesgo sistémico. Las normas también podrían estipular que únicamente se practicaran ajustes si los indicadores superasen determinados umbrales. Cuanto más valor señalizador posea el indicador, más estrechos serán los umbrales. La capacidad de las normas para ayudar a sortear el problema de las presiones depende menos de la forma concreta que adopten que de la manera en que vinculen las medidas de política con indicadores observables.

La forma precisa de las normas importa menos que su referencia a indicadores observables

Sin embargo, ninguna regla es eficaz en todos los casos, por lo que será inevitable recurrir a cierto grado de discrecionalidad. Ésta otorga a los responsables de las políticas flexibilidad para emplear una amplia gama de indicadores de riesgo y para emitir juicios de valor sobre la evolución del riesgo sistémico, al tiempo que permite diseñar una respuesta ajustada a las características específicas de la acumulación de riesgos y vulnerabilidades (siempre que puedan identificarse en tiempo real). Además, las medidas discrecionales son más difíciles de eludir que una norma conocida y predecible.

El diseño de reservas de capital anticíclicas ilustra bien estas cuestiones. Como ya analizó el *79º Informe Anual*, es complicado idear normas sencillas que vinculen las reservas con unos pocos indicadores macroeconómicos que señalen con fiabilidad el momento oportuno de acumularlas y liberarlas. Por ejemplo, la relación entre crédito y PIB funciona bien para la fase de acumulación, pero suele avisar con retraso de la aparición de tensiones, por lo que activa tarde la liberación de reservas (véase el Gráfico VII.1).

Lo que se necesita es una variable que opere como indicador adelantado de dificultades financieras en la fase expansiva y como indicador simultáneo de tensiones cuando éstas emergen. Dado que es muy posible que esa variable no exista, la gestión de reservas de capital probablemente requerirá cierta dosis de discrecionalidad.

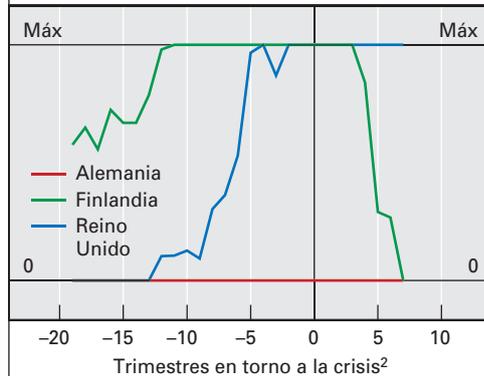
### *Especificidad sectorial*

Las autoridades pueden aplicar los instrumentos con carácter general a todo el sector financiero o centrarse en la exposición a sectores específicos de la economía que puedan plantear algún tipo de amenaza para el sistema en su conjunto. Los focos localizados de riesgo podrían justificar la adopción de un

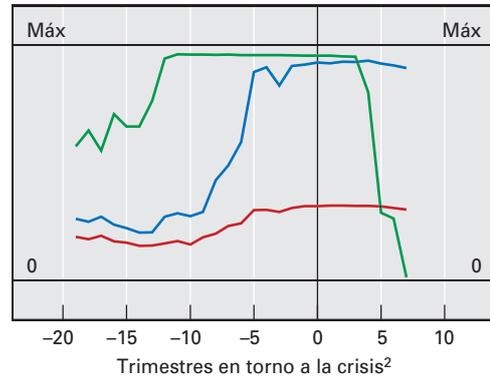
Las intervenciones en sectores específicos son menos indiscriminadas...

## Acumulación y liberación de reservas de capital basadas en brechas de crédito

Sólo posiciones nacionales<sup>1</sup>



Posiciones nacionales e internacionales<sup>3</sup>



<sup>1</sup> La reserva de capital para las posiciones nacionales es la reserva para un banco típico en el país indicado que tenga únicamente posiciones en dicho país. Se basa en las desviaciones de la razón crédito interno/PIB con respecto a su tendencia de largo plazo (la brecha de crédito). La reserva está en cero si la brecha de crédito se sitúa por debajo de un umbral inferior, y está a su máximo si supera un umbral superior. <sup>2</sup> El trimestre 0 representa el inicio de las respectivas crisis: T3 1991 para Finlandia y T3 2007 para Alemania y el Reino Unido. <sup>3</sup> La reserva de capital para posiciones nacionales e internacionales es la reserva para un banco típico con sede en el país indicado, correspondiendo la suma de las posiciones nacionales y transfronterizas a la posición agregada de ese país. A cada posición frente a un país extranjero se aplica la reserva nacional para dicho país. Las ponderaciones por país de las posiciones transfronterizas se basan en las estadísticas bancarias internacionales del BPI y se fijan en sus valores de T4 2006.

Fuentes: FMI; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico VII.1

enfoque sectorial específico para no afectar de forma indiscriminada a toda la economía. El sector inmobiliario, por ejemplo, es un objetivo habitual de estas medidas, ya que ha solido ser uno de los causantes de inestabilidad financiera.

Sin embargo, las estrategias para sectores concretos no están exentas de dificultades. Así, no protegen como es debido al sistema en su conjunto cuando es posible eludirlas. Además, dado que pueden acabar confundándose con la política de asignación de crédito (o haciéndose pasar por ella), imponen a los mecanismos de gobernanza la tarea de lograr que las políticas sigan teniendo claros sus objetivos y no se aparten de ellos. Por último, precisan más información y valoración crítica sobre cómo afecta la evolución de los distintos sectores a la economía en su conjunto. Así pues, las autoridades han de ser prudentes a la hora de adoptar enfoques específicos para sectores concretos.

El diseño de requerimientos de capital anticíclicos para la banca ejemplifica los problemas de intervención en sectores específicos. Vinculando el incremento de las reservas a un aumento del crédito bancario al sector inmobiliario, se garantizaría que las reservas realmente reflejan los riesgos sistémicos que origina dicho sector. Sin embargo, no se tendrían en cuenta las exposiciones indirectas por la transmisión de problemas de este sector al sistema financiero y a la economía en general. Además, los bancos podrían reaccionar a la imposición de medidas dirigidas a sectores concretos relajando las condiciones del crédito en otras áreas para sostener el crecimiento de su inversión crediticia total. Así pues, sería difícil resistirse

... pero pueden eludirse más fácilmente y confundirse con la asignación de crédito

a la tentación de aplicar medidas *ad hoc* a cada vez más instrumentos crediticios y sectores.

### Gobernanza

Los mecanismos de gobernanza son necesarios tanto para contener la discrecionalidad como para dotar a las autoridades de la independencia que precisan para poder ejercer dicha discrecionalidad al amparo de presiones excesivas de los grupos de interés. Otra razón para abogar por un objetivo realista y bien definido, el primer elemento abordado en este capítulo, es que simplifica la gobernanza.

La política macroprudencial requiere mecanismos de gobernanza cuidadosamente diseñados

Sin embargo, la medición del objetivo macroprudencial, que es importante para la rendición de cuentas de los encargados de formular políticas, presenta retos<sup>13</sup>. El concepto de estabilidad financiera es multidimensional y difuso comparado, por ejemplo, con el de estabilidad de precios. El sistema financiero puede adolecer de fragilidad durante mucho tiempo antes de que se ponga de manifiesto la existencia de tensiones financieras. Y aunque las vulnerabilidades pudieran medirse de forma fiable, podrían acumularse de forma gradual y, por lo tanto, no alertar de una situación que justificase de forma inequívoca la adopción de medidas. Por su parte, la asunción excesiva de riesgo puede quedar enmascarada por un alza del precio de los activos, una infravaloración del apalancamiento, un fuerte estrechamiento de las primas de riesgo y una volatilidad moderada. Aun cuando los objetivos no pudieran especificarse con precisión, es imperativo formular con claridad la estrategia y actuaciones requeridas para promover la estabilidad financiera.

Otro reto lo constituye el hecho de que reguladores y supervisores, que son quienes controlan los instrumentos, han tendido —o se han visto obligados— a centrarse en la seguridad y solidez de las instituciones a título individual más que en las del sistema en su conjunto. Por tanto, es posible que estén menos familiarizados con las consideraciones macroeconómicas. En cambio, los bancos centrales tienen cierta ventaja en la comprensión del comportamiento de los mercados y de la relación entre el sistema financiero y la economía real. De hecho, han sido sobre todo ellos los que han tomado las medidas discrecionales antes mencionadas en vista de los indicios de recalentamiento de la economía. Los bancos centrales tienen más incentivos para activar mecanismos con fines macroprudenciales (por ejemplo, modificando las condiciones crediticias en todo el sistema) que complementen sus funciones de política macroeconómica.

Es preciso alinear bien instrumentos, conocimientos y objetivos

Sería deseable crear estructuras institucionales nuevas y específicas para sustentar el desarrollo futuro de marcos macroprudenciales. Esos mecanismos aunarían el conocimiento experto en macroeconomía y mercados financieros que atesoran los bancos centrales con la pericia en materia prudencial de reguladores y supervisores financieros. Se precisan autoridades específicas, con mandatos, potestades y controles claros sobre los instrumentos. Una

Sería deseable autoridades con mandatos claros y control sobre los instrumentos

<sup>13</sup> Véase C. Borio y M. Drehmann, «Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences», *BIS Working Papers*, n° 284, junio de 2009.

posibilidad es constituir comités de estabilidad financiera, diseñados con características similares a las de los actuales comités de política monetaria.

Este tipo de mecanismos debería conservar la autonomía de los bancos centrales, incluida su independencia financiera. No obstante, su existencia también afectaría de forma significativa a las responsabilidades que éstos asumen en el ejercicio de sus funciones. En muchos casos, las decisiones en materia de estabilidad financiera pueden requerir más coordinación con el poder ejecutivo que las decisiones relacionadas con la política monetaria, en especial en situaciones de crisis.

Una mayor interacción con el gobierno no tiene por qué comprometer la autonomía del banco central, pero implica la necesidad de instaurar mecanismos de coordinación bien definidos y exige claridad sobre el mandato de estabilidad financiera del banco central y su estrategia. La rendición de cuentas puede promoverse exigiendo que las medidas adoptadas y la toma de decisiones se hagan públicas o sean fiscalizadas por el poder legislativo. Ambas medidas son habituales tanto en materia de política monetaria como de estabilidad financiera. Ahora bien, la información sobre estabilidad financiera que los bancos centrales han divulgado hasta ahora ha sido por lo general menos frecuente y ha estado menos orientada a las políticas que la divulgada en el caso de la política monetaria. Probablemente se imponga un cambio al respecto.

#### *Circunstancias específicas de cada economía y aspectos internacionales*

Las circunstancias específicas de cada economía son relevantes...

Las autoridades elegirán sus objetivos, estrategias, instrumentos y mecanismos de gobernanza en función de las circunstancias concretas de su economía. Por ejemplo, las intervenciones macroprudenciales han sido hasta ahora más frecuentes en sistemas financieros dominados por la banca, que ofrecen menos oportunidades de eludir las medidas (por ejemplo, vía titulización). Asimismo, estas actuaciones han sido más habituales en economías con tipos de cambio fijos o controlados (como Hong Kong RAE y otras economías asiáticas) o en países pertenecientes a uniones monetarias (como España), donde el margen para utilizar las tasas de interés oficiales con fines de estabilización macroeconómica es escaso o nulo.

... al igual que las consideraciones internacionales

La probabilidad de diferenciación en los marcos y las configuraciones macroprudenciales entre las distintas economías también pone de relieve la necesidad de coordinación internacional. La configuración de los instrumentos habrá de tener presente que la evolución financiera no está sincronizada entre países y que las instituciones financieras realizan operaciones transfronterizas. Por ejemplo, la configuración de las reservas de capital debe guardar relación con la exposición de una institución al riesgo sistémico en todos los países a los que está expuesto, ya se deba a préstamos transfronterizos o a operaciones en dichos países. Tener en cuenta las exposiciones internacionales puede suponer una gran diferencia para el tamaño y la evolución de las reservas de capital (véase el Gráfico VII.1).

Será inevitable una estrecha cooperación entre las autoridades del país de origen y las del país de acogida. Además, estas últimas deberán participar

en las decisiones sobre los parámetros aplicables a las exposiciones en sus jurisdicciones y en el asesoramiento de las autoridades del país de origen sobre la situación financiera local.

## Consecuencias para la política monetaria

La implantación de marcos macroprudenciales afectará al comportamiento del sistema financiero, alterando así el mecanismo de transmisión de la política monetaria. La política monetaria, por su parte, habrá de tener en cuenta la influencia de las medidas macroprudenciales en los precios de los activos y los rendimientos.

Al estabilizar el sistema financiero, una política macroprudencial aplicada con éxito aliviará de diferentes maneras la carga de la política monetaria: reducirá la frecuencia e intensidad de las perturbaciones financieras que causan o amplifican las fluctuaciones económicas; mejorará la eficacia de la política monetaria al evitar que las tensiones financieras menoscaben los efectos de las modificaciones de las tasas de interés, y, quizá lo más importante, siempre que las medidas macroprudenciales sean eficaces, la política monetaria soportará menos presiones para reducir indebidamente las tasas de interés ante las amenazas para la estabilidad financiera que puedan presentarse en momentos de desaceleración económica.

La mayor parte del tiempo, ambas políticas —la macroprudencial y la monetaria— se encontrarán en la misma fase de endurecimiento o relajación. Sin embargo, la eficacia relativa de cada una tendrá que ponderarse con cuidado. Por ejemplo, si surgen riesgos de inflación, las medidas macroprudenciales no pueden sustituir a los aumentos de las tasas de interés. Las medidas macroprudenciales son adecuadas para mejorar la capacidad de reacción del sistema financiero, pero sus efectos sobre la demanda agregada y las expectativas de inflación son débiles e inciertos comparados con los de las tasas de interés.

Sin embargo, en determinadas ocasiones la política macroprudencial y la política monetaria se moverán en direcciones opuestas. Piénsese en el caso más obvio: cuando el sistema financiero esté bajo presión pero existan riesgos de inflación. En estas circunstancias, los parámetros macroprudenciales podrían relajarse para aliviar las tensiones, mientras que la política monetaria se endurecería simultáneamente para reducir las presiones inflacionistas. Esa combinación no implica la existencia de un conflicto de políticas sino que, muy al contrario, ejemplifica bien el carácter complementario de ambas.

En un sistema con un marco macroprudencial, la política monetaria aún tendrá como principal objetivo el fomento de la estabilidad de precios. Los altibajos de la actividad financiera pueden seguir causando importantes fluctuaciones económicas aun cuando el sistema financiero muestre su capacidad de reacción ante ellos. Asimismo, podrán seguir produciéndose recesiones y riesgos de inflación sin que las fluctuaciones financieras contribuyan a ellos de forma significativa.

Con todo, la política monetaria deberá contribuir más a la promoción de la estabilidad financiera para poder lograr sus propios objetivos

Si tienen éxito, la política monetaria y la política macroprudencial se complementarán...

... e influirán mutuamente en la configuración de sus parámetros

La política monetaria seguirá centrada en la estabilidad de precios...

... aunque deberá participar más en el fomento de la estabilidad financiera

macroeconómicos a largo plazo. La experiencia demuestra que una estrategia de política monetaria centrada únicamente en estabilizar la inflación en un horizonte corto en torno a dos años carece de la perspectiva temporal suficiente para garantizar la estabilidad financiera y, por lo tanto, no basta para estabilizar la inflación a más largo plazo. En el pasado, el crédito y los precios de los activos han registrado auges tanto en épocas de inflación reducida y estable como en momentos de alta inflación. Así pues, con un horizonte de previsión relativamente corto, la política monetaria podría permitir o incluso favorecer por descuido la acumulación de vulnerabilidades financieras. Las autoridades responsables de la política monetaria deben otorgar un mayor peso a esta cuestión ampliando el horizonte temporal en el que se proponen alcanzar sus objetivos explícitos.

Además, por las razones analizadas en la sección anterior, no cabe dar por sentado que una incipiente política macroprudencial dirigida a mejorar la capacidad de reacción del sistema financiero también vaya a contener sustancialmente los auges del crédito y de precios de los activos. Aún no se conoce el impacto que podría tener sobre el crecimiento del crédito una mayor acumulación de reservas en épocas de bonanza. En cambio, la influencia de la política monetaria en las condiciones crediticias generales se conoce relativamente bien.

Los marcos de política monetaria no necesitan grandes ajustes para tener en consideración la estabilidad financiera. El riesgo sistémico se acumula a lo largo del tiempo, por lo que ampliando en unos años el horizonte temporal de los objetivos explícitos de la política monetaria —que en la actualidad suele ser de dos años— sería más fácil para las autoridades ponderar las amenazas a largo plazo para la estabilidad financiera, incluido el impacto de la configuración de las tasas de interés, con respecto a la inflación a corto plazo. El resultado sería una evaluación más exhaustiva de los factores de riesgo a los que se enfrenta la economía. Numerosos bancos centrales ya están tomando medidas en esa dirección.

Ampliar los horizontes de la política monetaria haría innecesario incluir la estabilidad financiera entre los objetivos de ésta

Elaborando un modelo de banca central y adoptando horizontes temporales que incorporen los riesgos a largo plazo para la estabilidad financiera, se haría innecesario un mandato explícito de estabilidad financiera para la política monetaria, al entenderse que se enmarcaría dentro del objetivo más general de estabilidad macroeconómica. Con todo, podría ser útil dotar explícitamente a la política monetaria de este mandato de estabilidad financiera, ya que de producirse una expansión económica con tasas de inflación bajas, podría aliviar la presión que se ejerce sobre los bancos centrales para que no apliquen medidas restrictivas. En ese caso, dicho mandato permitiría a la autoridad monetaria endurecer su política a fin de contrarrestar las amenazas para la estabilidad a largo plazo.

Los mecanismos de gobernanza deben preservar la credibilidad del objetivo de estabilidad de precios

En todo caso, ciertos rasgos generales de los mecanismos de gobernanza son esenciales para preservar la credibilidad del compromiso del banco central con la estabilidad de precios: claridad en los mandatos y estrategias para las funciones de política macroprudencial y de política monetaria, independencia operativa, mecanismos que garanticen una comunicación pública eficaz de las decisiones adoptadas y métodos para abordar eventuales disyuntivas.

También en este caso, los mecanismos dependerán de las circunstancias de cada país, incluido el papel desempeñado por el banco central en la regulación y la supervisión prudenciales.

## Resumen

Para preservar la estabilidad financiera y macroeconómica a largo plazo es necesario implementar marcos macroprudenciales cuidadosamente diseñados y ajustar los marcos de política monetaria vigentes. El consenso actual en materia de política brinda una oportunidad única para acometer esas tareas.

El reto para la política macroprudencial reside en establecer un marco que sea eficaz y que goce del apoyo continuo de la sociedad. Obviamente, esta política no es la panacea económica ni debería presentarse como tal, pues seguirán produciéndose recesiones incluso en circunstancias de estabilidad financiera. Es preciso que las expectativas de la sociedad sobre los marcos macroprudenciales se correspondan con lo que éstos pueden ofrecer.

Habida cuenta de la evidencia disponible sobre las metas que pueden alcanzarse, el objetivo de la política macroprudencial en este momento debería hacer hincapié en reforzar la capacidad de reacción del sistema financiero. Lograr este objetivo también ayudaría a evitar el exceso de crecimiento del crédito y una dinámica insostenible de los precios de los activos. Con el tiempo, según se amplíe nuestro conocimiento, podrá ampliarse el marco en la misma medida para conceder más importancia a la moderación de los ciclos del crédito y del precio de los activos.

La capacidad de reacción del sistema financiero puede reforzarse aplicando sencillas herramientas macroprudenciales. Pueden implantarse con relativa facilidad límites fijos, estabilizadores automáticos y ajustes generales de los parámetros de los instrumentos; es decir, ajustes que se correspondan con la fiabilidad de los indicadores disponibles de riesgo sistémico. La atención puede centrarse en sectores concretos, como el inmobiliario, cuando esté claro que constituyen un foco habitual de problemas que afectan a todo el sistema. Sin embargo, en general, la política macroprudencial debería cuidarse de centrarse demasiado en sectores económicos específicos, ya que esa actuación puede confundirse con políticas de asignación de crédito y además debe consolidarse firmemente el carácter sistémico de la política macroprudencial.

Quienes tengan competencias en materia de política macroprudencial han de diseñar los mecanismos de gobernanza necesarios para garantizar que su aplicación descansa en cimientos firmes. Es esencial que estas políticas cuenten con cierto grado de independencia operativa, pero más allá de estas consideraciones generales, los mecanismos de gobernanza habrán de reflejar las circunstancias particulares de cada país.

Una política macroprudencial eficaz respaldará a la política monetaria. No obstante, la articulación de la política monetaria deberá adaptarse al desarrollo y aplicación de los marcos macroprudenciales. Además, con el fin de potenciar al máximo su aportación a la estabilidad tanto financiera como

macroeconómica, la política monetaria tendrá que ampliar sus miras más allá de la inflación a corto plazo, para que así las autoridades monetarias tengan más en cuenta la estabilidad financiera. De este modo, promoverían de hecho la estabilidad de precios de una forma más eficaz a más largo plazo.