

I

(Resoluciones, recomendaciones y dictámenes)

RECOMENDACIONES

JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO

RECOMENDACIÓN DE LA JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO

de 4 de abril de 2013

sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial

(JERS/2013/1)

(2013/C 170/01)

LA JUNTA GENERAL DE LA JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO,

Visto el Reglamento (UE) n° 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) ⁽¹⁾, en particular las letras b), d) y f) del apartado 2 del artículo 3 y los artículos 16 a 18,

Vista la Decisión JERS/2011/1 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 20 de enero 2011, por la que se adopta el Reglamento interno de la Junta Europea de Riesgo Sistémico ⁽²⁾, en particular la letra e) del apartado 3 del artículo 15 y los artículos 18 a 20,

Considerando lo siguiente:

- (1) La estabilidad financiera es una condición previa para que el sistema financiero proporcione crédito y, con ello, respalde el crecimiento económico sostenible. La crisis financiera ha puesto claramente de manifiesto la necesidad de una supervisión macroprudencial que evite o atenúe el riesgo sistémico en el sistema financiero. El objetivo de esta recomendación es dar un nuevo paso necesario para hacer operativa la supervisión macroprudencial.
- (2) La capacidad de resistencia frente a los riesgos sistémicos en la Unión depende del establecimiento de un marco adecuado de política macroprudencial junto a la supervisión microprudencial. Esta recomendación desarrolla lo

establecido en la Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico JERS/2011/3, de 22 de diciembre de 2011, sobre el mandato macroprudencial de las autoridades nacionales ⁽³⁾, concretando objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial.

- (3) La Recomendación JERS/2011/3 establece que los Estados miembros deben designar una autoridad responsable de la aplicación de la política macroprudencial. Del mismo modo, el nuevo marco por el que se establecerán los requisitos prudenciales de las entidades de crédito (el futuro reglamento y la futura directiva sobre requisitos de capital) dispone que los Estados miembros deberán designar una autoridad responsable de adoptar las medidas necesarias para evitar o atenuar el riesgo sistémico y los riesgos macroprudenciales que supongan una amenaza para la estabilidad financiera en el ámbito nacional ⁽⁴⁾.
- (4) El objetivo final de la política macroprudencial es contribuir a la protección de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, incluso mediante el refuerzo de la capacidad de resistencia del sistema financiero y la atenuación de los riesgos sistémicos, garantizando así una aportación sostenible del sector financiero al crecimiento económico. La Recomendación JERS 2011/3 hace referencia a la identificación de los objetivos intermedios de política como especificaciones operativas del objetivo

⁽¹⁾ DO L 331 de 15.12.2010, p. 1.

⁽²⁾ DO C 58 de 24.2.2011, p. 4.

⁽³⁾ DO C 41 de 14.2.2012, p. 1.

⁽⁴⁾ Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y de las empresas de inversión, y por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero [COM(2011) 453 final] y propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión [COM(2011) 452 final].

final. La identificación de estos objetivos intermedios hace más operativa, transparente y responsable la política macroprudencial y proporciona una base económica para la selección de los instrumentos.

- (5) Por otra parte, la eficacia de la política macroprudencial en la Unión depende del establecimiento de un conjunto de instrumentos macroprudenciales aplicados de forma efectiva por las autoridades macroprudenciales competentes de acuerdo con un conjunto de indicadores, junto con la valoración de los expertos. Las autoridades macroprudenciales deben tener bajo su control directo o sujetos a facultades de recomendación los instrumentos macroprudenciales necesarios, es decir, uno o más instrumentos para cada objetivo intermedio de política macroprudencial. Los instrumentos empleados para adoptar una orientación más restrictiva de la política macroprudencial se suspenderán si se considera adecuado para estabilizar el ciclo financiero. Los instrumentos macroprudenciales pueden aplicarse a clases amplias o específicas de riesgos, como, por ejemplo, los riesgos específicos derivados de la exposición a determinadas divisas.
- (6) En una carta al Consejo, la Comisión Europea y el Parlamento Europeo de 29 de marzo de 2012, la Junta Europea de Riesgo Sistémico expuso su punto de vista sobre la capacidad de las autoridades macroprudenciales de aplicar los instrumentos macroprudenciales definidos en el futuro reglamento y la futura directiva sobre requisitos de capital. En particular, la JERS subrayó que las autoridades macroprudenciales de los Estados miembros y de la Unión precisan disponer de discrecionalidad para establecer temporalmente una calibración más estricta de diversos requisitos del Pilar I y exigir información adicional. Entre estos requisitos se encuentran los niveles globales de capital, los requisitos de liquidez y los límites a las grandes exposiciones y al apalancamiento, así como los requisitos de capital para sectores o vulnerabilidades concretos en las distintas partes de los balances de las entidades de crédito.
- (7) Aunque el futuro reglamento y la futura directiva sobre requisitos de capital tienen una orientación mayoritariamente microprudencial, contemplan también la aplicación de un conjunto de instrumentos macroprudenciales por parte de las autoridades macroprudenciales competentes, con ciertas condiciones. En la presente recomendación se propone una lista indicativa de instrumentos, incluidos, entre otros, los previstos en el futuro reglamento y la futura directiva sobre requisitos de capital, que los Estados miembros pueden asignar a las autoridades macroprudenciales para conseguir los objetivos intermedios señalados, sin restringir la aplicación de otros instrumentos por los Estados miembros.
- (8) Las autoridades macroprudenciales deben desarrollar asimismo una estrategia global de política sobre la aplicación de los instrumentos macroprudenciales para promover la toma de decisiones, la comunicación y la responsabilidad de la política macroprudencial.
- (9) La eficacia de la política macroprudencial depende también de la coordinación entre los Estados miembros en la

aplicación de los instrumentos macroprudenciales a escala nacional. Aunque la política macroprudencial tendrá generalmente importantes efectos de contagio transfronterizo positivo, pueden producirse ocasionalmente contagios negativos. Las autoridades macroprudenciales deben evaluar la importancia del efecto neto de ambos contagios, entre otras cosas para proteger el mercado único. La JERS estudiará los posibles contagios transfronterizos de la política macroprudencial y, sin perjuicio de las disposiciones aplicables de la legislación de la Unión, promoverá un marco de coordinación adecuado para afrontar estas cuestiones.

- (10) Con el tiempo, a medida que las autoridades conozcan la eficacia de los distintos instrumentos macroprudenciales, podrán revisarse los objetivos intermedios de política y los instrumentos macroprudenciales, teniendo también en cuenta los posibles nuevos riesgos para la estabilidad financiera. Esto requiere una evaluación periódica de la adecuación de los objetivos intermedios de política y los instrumentos macroprudenciales establecidos.
- (11) Tanto el marco legislativo de la Unión actualmente vigente como el nuevo marco futuro se caracterizan por un conjunto de complejas y diversas disposiciones macroprudenciales cuya simplificación y sistematización global en futuras revisiones podría resultar de gran utilidad. Las instituciones de la Unión pueden considerar también la posibilidad de incluir instrumentos macroprudenciales en la legislación aplicable a áreas del sector financiero distintas de la banca.
- (12) Para lograr una aplicación coherente de los instrumentos macroprudenciales y hacer efectiva la supervisión macroprudencial en el conjunto de la Unión, la JERS podrá considerar en el futuro la conveniencia de dirigir recomendaciones a las autoridades macroprudenciales con el fin de orientar su aplicación de los instrumentos macroprudenciales.
- (13) Los responsables de las políticas dentro y fuera de Europa están evaluando las ventajas y los inconvenientes de un conjunto aún más amplio de posibles instrumentos para evitar o atenuar los riesgos sistémicos, así como reformas legislativas para aislar los riesgos del sistema financiero. La JERS continuará evaluando la eficacia y la eficiencia de otros instrumentos analizados en el marco de la política macroprudencial.
- (14) La propuesta de Reglamento del Consejo por el que se establece un mecanismo único de supervisión (MUS) ⁽¹⁾, acordada por el Consejo el 12 de diciembre de 2012, confiere al Banco Central Europeo (BCE) la facultad de establecer, si lo considera necesario, requisitos más estrictos en materia de reservas de capital que los aplicados por las autoridades competentes o designadas de los Estados miembros participantes, así como aplicar medidas más rigurosas frente a los riesgos sistémicos y macroprudenciales con arreglo a los procedimientos establecidos en el marco del futuro reglamento y la futura directiva

⁽¹⁾ Propuesta de reglamento del Consejo que atribuye funciones específicas al Banco Central Europeo en lo que respecta a las medidas relativas a la supervisión prudencial de las entidades de crédito [COM(2012) 511 final].

sobre requisitos de capital y en los supuestos específicamente previstos en la legislación aplicable de la Unión. La JERS colaborará con el BCE y las autoridades nacionales competentes integrantes del mecanismo único de supervisión, así como con las autoridades de supervisión europeas y otros miembros de la JERS, para aplicar unas políticas macroprudenciales coherentes en el conjunto de la Unión.

- (15) Esta recomendación se entenderá sin perjuicio de los mandatos de política monetaria y la función de supervisión de las infraestructuras de pago, compensación y liquidación de los bancos centrales de la Unión.
- (16) Las recomendaciones de la JERS se publican una vez que la Junta General haya informado de su propósito al Consejo y éste haya tenido la oportunidad de reaccionar,

HA ADOPTADO LA PRESENTE RECOMENDACIÓN:

SECCIÓN 1

RECOMENDACIONES

Recomendación A — Definición de los objetivos intermedios

Se recomienda a las autoridades macroprudenciales que:

- 1) definan y persigan objetivos intermedios de política macroprudencial para el conjunto de su respectivo sistema financiero nacional. Estos objetivos intermedios deben operar como especificaciones operativas del objetivo final de la política macroprudencial, que es el de contribuir a la protección del sistema financiero en su conjunto, incluso mediante el refuerzo de la capacidad de resistencia del sistema financiero y la atenuación de los riesgos sistémicos, garantizando así una aportación sostenible del sector financiero al crecimiento económico. Esto implica, entre otras cosas, suspender instrumentos previamente utilizados para adoptar una orientación más restrictiva de la política macroprudencial;
- 2) estos objetivos intermedios de política deben incluir:
 - a) atenuar y evitar el excesivo crecimiento del crédito y apalancamiento,
 - b) atenuar y evitar excesivos desajustes de vencimientos e iliquidez del mercado,
 - c) limitar las concentraciones de riesgo directas e indirectas,
 - d) limitar el efecto sistémico de los incentivos inadecuados para reducir el riesgo moral y
 - e) reforzar la capacidad de resistencia de las infraestructuras financieras;
- 3) evalúen la necesidad de establecer otros objetivos intermedios en función de los fallos de mercado subyacentes y las características estructurales específicas del país o el sistema financiero de la Unión que puedan dar lugar a un riesgo sistémico.

Recomendación B — Selección de los instrumentos macroprudenciales

Se recomienda a los Estados miembros que:

- 1) evalúen, en colaboración con las autoridades macroprudenciales, si los instrumentos macroprudenciales actualmente bajo control directo o sujetos a facultades de recomendación de estas últimas son suficientes para perseguir de modo eficaz y eficiente el objetivo final de la política macroprudencial establecido en la Recomendación JERS/2011/3, así como los objetivos intermedios definidos por las autoridades macroprudenciales con arreglo a la recomendación A. Para realizar esta evaluación, deberá tenerse en cuenta que las autoridades macroprudenciales deben tener bajo su control directo o sujeto a facultades de recomendación al menos un instrumento macroprudencial para cada objetivo intermedio de política macroprudencial, aunque puede resultar necesario más de un instrumento;
- 2) si la evaluación indica que los instrumentos disponibles no son suficientes, consideren, en colaboración con las autoridades macroprudenciales, otros instrumentos macroprudenciales adicionales que deban quedar bajo control directo o sujetos a facultades de recomendación de estas últimas. A tal fin, en el cuadro 1 se propone para su consideración la siguiente lista indicativa de instrumentos:

Cuadro 1

Lista indicativa de instrumentos macroprudenciales

1. Atenuar y evitar el excesivo crecimiento del crédito y apalancamiento

Reservas de capital anticíclicas

Requisitos de capital sectoriales (también en el seno del sistema financiero)

Ratio de apalancamiento macroprudencial

Requisitos de ratio de préstamo sobre el valor de la garantía

Requisitos de préstamo sobre la renta y de (servicio de) la deuda sobre la renta

2. Atenuar y evitar excesivos desajustes de vencimientos e iliquidez del mercado

Ajuste macroprudencial de la ratio de liquidez (por ejemplo, ratio de cobertura de liquidez)

Restricciones macroprudenciales sobre las fuentes de financiación (por ejemplo, ratio de financiación estable neta)

Límites macroprudenciales no ponderados a la financiación menos estable (por ejemplo, ratio de préstamos sobre depósitos)

Requisitos de depósito inicial de garantía y de recorte de valoración de los activos de garantía

3. Limitar la concentración de riesgo directa e indirecta

Restricciones a las grandes exposiciones

Requisito de compensación a través de una contraparte central

4. Limitar el efecto sistémico de los incentivos inadecuados para reducir el riesgo moral

Recargos de capital para las entidades financieras de importancia sistémica

5. Reforzar la capacidad de resistencia de las infraestructuras financieras

Requisitos de depósito inicial de garantía y de recorte de valoración de los activos de garantía en la compensación a través de una contraparte central

Más información

Reserva frente al riesgo sistémico estructural

- 3) seguidamente, tras los apartados 1 y 2, seleccionen otros posibles instrumentos macroprudenciales adicionales, teniendo en cuenta:
 - a) su eficacia y eficiencia para conseguir los distintos objetivos intermedios en sus respectivas jurisdicciones, con arreglo a la recomendación A;
 - b) su capacidad de gestionar la dimensión estructural y cíclica de los riesgos sistémicos en sus respectivas jurisdicciones;
- 4) una vez seleccionados los instrumentos macroprudenciales, dispongan que las autoridades macroprudenciales intervengan en el diseño y contribuyan a la aplicación nacional de:
 - a) los regímenes de rescate y resolución para las entidades financieras bancarias y no bancarias;
 - b) los sistemas de garantía de depósitos;
- 5) establezcan un marco legal que permita a las autoridades macroprudenciales mantener el control directo o facultades de recomendación sobre los instrumentos macroprudenciales seleccionados con arreglo a la presente recomendación.

Recomendación C — Estrategia de política

Se recomienda a las autoridades macroprudenciales que:

- 1) definan una estrategia de política que:
 - a) vincule el objetivo final de la política macroprudencial con los objetivos intermedios y los instrumentos macroprudenciales bajo su control directo o sujetos a facultades de recomendación;
 - b) establezca un marco adecuado de aplicación de los instrumentos bajo su control directo o sujetos a facultades

de recomendación para perseguir el objetivo final y los objetivos intermedios de la política macroprudencial. Esto debe incluir indicadores adecuados para vigilar la aparición de riesgos sistémicos y orientar las decisiones sobre la aplicación, desactivación y calibración de los instrumentos macroprudenciales sujetos a variaciones a lo largo del tiempo, así como un mecanismo adecuado de coordinación con las autoridades competentes a escala nacional;

- c) promueva la transparencia y la responsabilidad de la política macroprudencial;
- 2) realicen nuevos análisis, sobre la base de la aplicación práctica de los instrumentos macroprudenciales, para reforzar la estrategia de la política macroprudencial, incluidos análisis sobre:
 - a) instrumentos no previstos en la legislación de la Unión, como, por ejemplo, requisitos de ratios de préstamo sobre el valor de la garantía y de préstamo sobre renta e instrumentos para evitar o atenuar excesivos desajustes de vencimientos e iliquidez del mercado;
 - b) el mecanismo de transmisión de los instrumentos y la identificación de los indicadores en que puedan basarse las decisiones sobre su aplicación, desactivación o calibración;
 - 3) sin perjuicio de las disposiciones aplicables de la legislación de la Unión, informen a la JERS antes de aplicar los instrumentos macroprudenciales en el ámbito nacional si se prevén efectos transfronterizos importantes en otros Estados miembros o en el mercado único.

Recomendación D — Evaluación periódica de los objetivos intermedios y los instrumentos

Se recomienda a las autoridades macroprudenciales que:

- 1) evalúen periódicamente la adecuación de los objetivos intermedios definidos con arreglo a la recomendación A a la luz de la experiencia obtenida en la gestión del marco de política macroprudencial, los cambios estructurales del sistema financiero y la aparición de nuevos tipos de riesgos sistémicos;
- 2) revisen periódicamente la eficacia y la eficiencia de los instrumentos macroprudenciales seleccionados con arreglo a la recomendación B para la consecución del objetivo final y los objetivos intermedios de la política macroprudencial;
- 3) ajusten, si así procede en virtud del análisis previsto en el apartado 1, el conjunto de objetivos intermedios cuando sea necesario y, en particular, si aparecen nuevos riesgos para la estabilidad financiera que no puedan cubrirse suficientemente en el marco vigente;
- 4) informen a las autoridades competentes de su Estado miembro para que se establezca un marco legal adecuado si se consideran necesarios nuevos instrumentos macroprudenciales;

5) comuniquen a la JERS cualquier cambio en el conjunto de objetivos intermedios e instrumentos macroprudenciales bajo su control directo o sujetos a facultades de recomendación, con el correspondiente análisis justificativo del cambio en cuestión.

Recomendación E — Mercado único y legislación de la Unión

Se recomienda a la Comisión, en el marco de las futuras revisiones de la legislación de la Unión, que:

- 1) tenga en cuenta la necesidad de establecer un conjunto coherente de instrumentos macroprudenciales referentes al sistema financiero, incluidos todos los tipos de intermediarios, mercados y productos financieros y de infraestructuras del mercado financiero;
- 2) se asegure de que los mecanismos adoptados permitan a las instituciones de la Unión y los Estados miembros interrelacionarse eficientemente y establezcan un nivel suficiente de flexibilidad para que las autoridades macroprudenciales puedan activar estos instrumentos macroprudenciales cuando resulte necesario, protegiendo al mismo tiempo el mercado único.

SECCIÓN 2

APLICACIÓN

1. Interpretación

1. A los efectos de la presente recomendación, se entenderá por:
 - a) «sistema financiero», el definido en el Reglamento (UE) n° 1092/2010;
 - b) «autoridad macroprudencial», las autoridades macroprudenciales nacionales, con los objetivos, regímenes, facultades, requisitos de responsabilidad y demás características establecidas en la Recomendación JERS/2011/3;
 - c) «control directo», la capacidad real y efectiva de imponer y modificar instrumentos macroprudenciales, cuando resulte necesario para lograr un objetivo final o intermedio, a las entidades financieras situadas en el ámbito de actuación de la autoridad macroprudencial en cuestión;
 - d) «facultades de recomendación», la capacidad de orientar mediante recomendaciones la aplicación de los instrumentos macroprudenciales cuando resulte necesario para alcanzar un objetivo final o intermedio;
 - e) «dimensión estructural del riesgo sistémico», la distribución de los riesgos en el conjunto del sector financiero;
 - f) «dimensión cíclica del riesgo sistémico», los cambios en el riesgo sistémico a lo largo del tiempo por la tendencia de las entidades financieras a asumir excesivos riesgos en las fases al alza y mostrarse excesivamente adversas al riesgo en las fases descendentes;
 - g) «eficacia del instrumento», el grado en que el instrumento puede corregir los fallos de mercado y alcanzar el objetivo final y los objetivos intermedios;
 - h) «eficiencia del instrumento», las posibilidades del instrumento de alcanzar el objetivo final y los objetivos intermedios al mínimo coste.

2. El anexo forma parte integral de esta recomendación. En caso de conflicto entre el texto principal y el anexo, prevalecerá el texto principal.

2. Criterios de aplicación

1. La aplicación de la presente recomendación se regirá por los siguientes criterios:
 - a) deberá evitarse el arbitraje reglamentario;
 - b) se prestará la debida consideración al principio de proporcionalidad en la aplicación, atendiendo a la diferente relevancia sistémica de las entidades financieras y a los distintos sistemas institucionales, teniendo en cuenta el objetivo y el contenido de cada recomendación.
2. Se pide a los destinatarios que comuniquen las medidas adoptadas en respuesta a la presente recomendación o justifiquen adecuadamente su inacción. Los informes deben comprender como mínimo:
 - a) información sobre el fondo y los plazos de las medidas adoptadas,
 - b) una evaluación del funcionamiento de las medidas adoptadas desde el punto de vista de los objetivos de la recomendación;
 - c) una justificación detallada de toda inacción o inaplicación de la recomendación, incluidos los retrasos en su aplicación.
3. En el anexo a la presente recomendación se proporciona información más detallada sobre las características y particularidades de los objetivos intermedios propuestos, así como una lista indicativa de instrumentos macroprudenciales para perseguir los objetivos intermedios. El anexo puede servir de ayuda a los destinatarios para seleccionar los instrumentos macroprudenciales y elaborar la estrategia de política para su aplicación.

3. Plazos de seguimiento

1. Se pide a los destinatarios que comuniquen las medidas adoptadas en respuesta a la presente recomendación o justifiquen adecuadamente su inacción en los plazos señalados a continuación:
 - a) recomendaciones A y B — se pide a los destinatarios que presenten no más tarde del 31 de diciembre de 2014 a la JERS, la Autoridad Bancaria Europea (ABE) y el Consejo un informe en el que se expliquen las medidas adoptadas para cumplir el contenido de las recomendaciones A y B. Los Estados miembros podrán comunicar las medidas adoptadas en relación con la recomendación B a través de sus autoridades macroprudenciales;
 - b) recomendación C — se pide a las autoridades macroprudenciales que presenten no más tarde del 31 de diciembre de 2015 a la JERS, la ABE y el Consejo un informe en el que se expliquen las medidas adoptadas para cumplir el contenido de la recomendación C(1). Las recomendaciones C(2) y C(3) no requieren un plazo específico de comunicación. La información proporcionada por las autoridades macroprudenciales a la JERS en relación con la recomendación C(3) deberá facilitarse con un preaviso razonable;

- c) recomendación D — la recomendación D no requiere un plazo único de comunicación. Si se produce algún cambio en los objetivos intermedios y los instrumentos bajo control directo o sujetos a facultades de recomendación de las autoridades macroprudenciales, éstas deberán presentar a su debido tiempo un informe al respecto a la JERS, con arreglo a la recomendación D(5);
- d) recomendación E — la recomendación E no requiere un plazo específico de comunicación. La Comisión presenta un informe bienal a la JERS sobre el modo en que se incluyen los objetivos de política macroprudencial en la preparación de la legislación financiera. El primer informe deberá presentarse el 31 de diciembre de 2014.
2. La Junta General podrá ampliar los plazos establecidos en los apartados anteriores en los supuestos en que resulte necesario emprender iniciativas legislativas para aplicar una o varias recomendaciones.
- 4. Vigilancia y evaluación**
1. La Secretaría de la JERS:
- a) presta asistencia a los destinatarios, entre otras cosas, facilitando la presentación coordinada de la información y los modelos pertinentes y especificando en caso necesario el modo y los plazos de seguimiento;
- b) verifica el seguimiento realizado por los destinatarios, prestándoles asistencia si así lo solicitan, e informa sobre el seguimiento a la Junta General a través del Comité Director.

2. La Junta General evalúa las medidas y justificaciones comunicadas por los destinatarios y, en su caso, decide si esta recomendación no se ha aplicado y si los destinatarios no han justificado adecuadamente su inacción.

SECCIÓN 3

DISPOSICIONES FINALES

1. Directrices de la JERS sobre la aplicación de los instrumentos macroprudenciales

La JERS podrá proporcionar directrices a las autoridades macroprudenciales sobre el modo más adecuado de establecer y aplicar los instrumentos macroprudenciales mediante la formulación de recomendaciones con arreglo al artículo 16 del Reglamento (UE) n° 1092/2010. Estas recomendaciones podrán incluir indicadores para orientar la aplicación de los instrumentos macroprudenciales.

2. Reforma futura de los instrumentos macroprudenciales

La JERS podrá considerar en el futuro la ampliación del conjunto indicativo de instrumentos macroprudenciales incluidos en esta recomendación mediante la formulación de una recomendación con arreglo al artículo 16 del Reglamento (UE) n° 1092/2010.

Hecho en Fráncfort del Meno, el 4 de abril de 2013.

El Presidente de la JERS
Mario DRAGHI

ANEXO A LA RECOMENDACIÓN SOBRE OBJETIVOS INTERMEDIOS E INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

1. Introducción

En la mayoría de los Estados miembros se han creado ya o están en curso de crearse autoridades macroprudenciales. El paso siguiente para hacer operativa la política macroprudencial es seleccionar instrumentos de política eficaces y eficientes que eviten o atenúen los riesgos sistémicos en el conjunto del sistema financiero. En el presente anexo se presenta un marco para realizar esta selección.

La Recomendación de la JERS sobre el mandato macroprudencial de las autoridades nacionales ⁽¹⁾ identifica los objetivos intermedios de política como «especificaciones operativas del objetivo final». La identificación de objetivos intermedios hace más operativa, transparente y sujeta a responsabilidad la política macroprudencial y proporciona una base económica para la selección de los instrumentos. El marco presentado en este anexo se basa, por tanto, en un conjunto de objetivos intermedios preidentificados de amplio espectro. En él se detalla cómo ayudarían los instrumentos indicativos a alcanzar los objetivos intermedios y qué indicadores señalarían la necesidad de activarlos o desactivarlos. Se incluye también información sobre los fundamentos legales de cada instrumento. La legislación de la Unión de próxima aprobación establecerá previsiblemente una base legal común para algunos de ellos.

Al aplicar el marco, las autoridades macroprudenciales deben tomar como punto de partida los riesgos para la estabilidad financiera en el ámbito nacional. Estos riesgos pueden diferir entre los distintos países, dadas las diversas características de los sistemas financieros y los ciclos económicos en el seno de la Unión. Debido a ello y al hecho de que la política macroprudencial se encuentra en una fase inicial de desarrollo, pueden seleccionarse instrumentos diferentes en los distintos Estados miembros. Al mismo tiempo, la elevada integración de los mercados financieros de la Unión exige también un enfoque coordinado. La coordinación puede reforzar la eficacia y la eficiencia de la política macroprudencial, al limitar las posibilidades de arbitraje y de fuga, y resulta también fundamental para internalizar los contagios positivos y negativos a los sistemas financieros y las economías de otros Estados miembros y proteger el funcionamiento del mercado único. Aunque sea previsible una mayor convergencia futura de los instrumentos macroprudenciales en el conjunto de la Unión, su aplicación deberá adaptarse a los distintos ciclos financieros y a riesgos heterogéneos.

El anexo está estructurado del siguiente modo:

- en el apartado 2 se identifican los objetivos intermedios de la política macroprudencial y se vinculan dichos objetivos a los fallos de mercado subyacentes considerados más relevantes para esta política;
- en el apartado 3 se proponen criterios de selección de los instrumentos macroprudenciales y se expone una perspectiva general de los objetivos intermedios y los instrumentos macroprudenciales indicativos;
- en el apéndice 1 se ofrece un análisis de los distintos instrumentos macroprudenciales y en el apéndice 2 se analizan los elementos macroprudenciales en el ámbito de los seguros.

2. Identificación de los objetivos intermedios

En la Recomendación de la JERS sobre el mandato macroprudencial de las autoridades nacionales se solicita a los Estados miembros que «especifiquen que el objetivo final de la política macroprudencial es contribuir a la protección de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, incluso mediante el refuerzo de la capacidad de resistencia del sistema financiero y la atenuación de los riesgos sistémicos, garantizando así una aportación sostenible del sector financiero al crecimiento económico».

La literatura al respecto clasifica los riesgos sistémicos en dos dimensiones: estructural y cíclica. La **dimensión estructural** hace referencia a la distribución del riesgo en el conjunto del sistema financiero y la **dimensión cíclica** está relacionada con la tendencia de las entidades de crédito a asumir excesivos riesgos en las fases al alza y mostrarse excesivamente adversas al riesgo en las fases descendentes. Aunque es útil tener en cuenta estas dos dimensiones para identificar los factores de riesgo sistémico y los instrumentos correspondientes, resulta difícil distinguir claramente entre ambas, pues están fuertemente interrelacionadas.

Identificar los objetivos intermedios en función de fallos concretos de mercado documentados en la literatura puede permitir clasificar más claramente los instrumentos macroprudenciales y disponer de una base económica para calibrarlos y utilizarlos, así como promover la responsabilidad de las autoridades macroprudenciales. En la práctica, los instrumentos macroprudenciales suelen estar vinculados a objetivos intermedios. Las reservas anticíclicas, por ejemplo, tienen por finalidad atenuar el riesgo sistémico derivado de un crecimiento excesivo del crédito. Para obtener una visión global de los objetivos intermedios, se identifican los fallos de mercado relevantes para la política macroprudencial observados en la literatura y, a continuación, se asignan objetivos específicos a cada uno de ellos (véase el cuadro 1) ⁽²⁾.

⁽¹⁾ JERS/2011/3, http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2011/ESRB_2011_3.es.pdf

⁽²⁾ Esta literatura es demasiado extensa para resumirla en este documento. Véanse, por ejemplo, Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, C., Persaud, A. y Shin, H. (2009), «The Fundamental Principles of Financial Regulation», *Geneva Report on the World Economy* 11, ICBM, Ginebra, y CEPR, Londres; Gorton, G. y He, P. (2008), «Bank Credit Cycles», *Review of Economic Studies* 75(4), pp. 1181-1214, Blackwell Publishing; Banco de Inglaterra (2009), «The Role of Macro-prudential Policy», A Discussion Paper; Bank of England (2011), «Instruments of macroprudential policy», A Discussion Paper; Hellwig, M. (1995), «Systemic aspects of risk management in banking and finance», *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 131, pp. 723-737; Acharya, V.V. (2009), «A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation», *Journal of Financial Stability*, 5(3), pp. 224-255; Acharya, V.V. (2011), «A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation», *Journal of Financial Stability*, 25(3), pp. 3-28; Longworth, D. (2011), «A Survey of Macro-prudential Policy Issues», Mimeo, Carleton University.

El primer objetivo intermedio es atenuar y evitar **el excesivo crecimiento del crédito y apalancamiento**. El crecimiento excesivo del crédito se ha identificado como un factor clave de las crisis financieras, con el apalancamiento como canal de amplificación. El contraste entre el efecto del desplome de la burbuja «dot-com», financiada en su mayor parte mediante recursos propios, y el de la explosión de la burbuja de las hipotecas de alto riesgo, alimentada mediante el crédito, muestra la importancia del apalancamiento. A este respecto, puede distinguirse entre el apalancamiento *en el seno* del sistema financiero y el que se produce *entre* las entidades financieras y los prestatarios de la economía real (es decir, descontando los créditos en el seno del sistema financiero). La política macroprudencial puede corregir la asunción excesiva de riesgos en las fases de expansión estableciendo requisitos más estrictos en materia de capital y de activos de garantía. Las reservas creadas en esta fase podrían aprovecharse en las de recesión para absorber pérdidas y, de este modo, reducir la necesidad de desapalancamiento y evitar las retiradas masivas de depósitos bancarios, manteniendo la concesión de créditos para sostener el crecimiento económico.

Cuadro 1

Objetivos intermedios de política macroprudencial y correspondientes fallos de mercado

Objetivo intermedio	Fallos de mercado subyacentes
Atenuar y evitar el excesivo crecimiento del crédito y apalancamiento	<p>Externalidades de contracción del crédito: endurecimiento súbito de las condiciones requeridas para obtener un préstamo, con la consiguiente reducción de la disponibilidad de crédito para el sector no financiero.</p> <p>Asunción de riesgos endógenos: incentivos que durante la fase de expansión generan una excesiva asunción de riesgos y, en el caso de las entidades de crédito, un deterioro de la calidad del crédito concedido. Esto puede deberse a la señalización de la competencia, las presiones del mercado para mejorar los resultados o la interacción estratégica entre las entidades.</p> <p>Ilusión de riesgo: subestimación colectiva del riesgo relacionada con la memoria a corto plazo y la infrecuencia de las crisis financieras.</p> <p>Retiradas masivas de depósitos bancarios: retirada de la financiación mayorista o minorista ante una insolvencia efectiva o supuesta.</p> <p>Externalidades de interconexión: consecuencias contagiosas de la incertidumbre sobre los acontecimientos en una entidad o un mercado.</p>
Atenuar y evitar excesivos desajustes de vencimientos e iliquidez del mercado	<p>Externalidades de ventas forzadas: consecuencia de la venta forzosa de activos por excesivos desajustes entre activos y pasivos. Esto puede provocar una espiral de liquidez en la que la caída de los precios de los activos induce nuevas ventas, desapalancamientos y contagios a las entidades financieras con activos del mismo tipo.</p> <p>Retiradas masivas de depósitos bancarios</p> <p>Iliquidez de los mercados: agotamiento de los mercados interbancarios o de capitales por la pérdida general de confianza o por expectativas muy pesimistas.</p>
Limitar las concentraciones de riesgo directas e indirectas	<p>Externalidades de interconexión:</p> <p>Externalidades de ventas forzadas: derivadas (en este caso) de la venta forzosa de activos a un precio desajustado, dada la distribución de riesgos dentro del sistema financiero.</p>
Limitar el efecto sistémico de los incentivos inadecuados para reducir el riesgo moral	<p>Riesgo moral y «demasiado grande para caer»: asunción de riesgos excesivos debido a las expectativas de rescate por la supuesta importancia sistémica de una determinada entidad.</p>
Reforzar la capacidad de resistencia de las infraestructuras financieras	<p>Externalidades de interconexión:</p> <p>Externalidades de ventas forzadas</p> <p>Ilusión de riesgo</p> <p>Contratos incompletos: estructuras de remuneración que incentivan comportamientos de riesgo.</p>

El segundo objetivo intermedio está relacionado con los excesivos **desajustes de vencimientos**, es decir, el grado en que se financian activos a largo plazo mediante pasivos a corto plazo. La experiencia muestra que los ciclos crediticios coinciden con un mayor recurso a la financiación a corto plazo. Esto aumenta los riesgos para la estabilidad financiera debido al incremento de la iliquidez, las ventas forzadas y el contagio. Este objetivo intermedio se centra en la **liquidez de mercado** de los activos y el recurso a los fondos a corto plazo, así como las asimetrías de información que pueden vincular los problemas de financiación a los precios de los activos. Para corregir los desajustes de vencimientos, la política macroprudencial puede exigir a las entidades de crédito que financien sus activos no líquidos mediante financiación estable y mantengan activos líquidos de elevada calidad para asegurar la refinanciación de los fondos a corto plazo. La finalidad de estas medidas es proteger a las entidades de crédito frente a la iliquidez de mercado y la correspondiente presión de las ventas forzadas, así como las retiradas masivas de fondos por parte de los depositantes y de otras entidades financieras.

El tercer objetivo intermedio es limitar las **concentraciones de riesgo directas e indirectas, teniendo en cuenta su grado de riesgo**. El riesgo de concentración directa es consecuencia de grandes exposiciones al sector no financiero (como los de la vivienda o la deuda pública), así como entre sectores financieros o entidades financieras. Por otra parte, las exposiciones indirectas se producen en el seno del sistema debido a la interconexión entre las entidades financieras y las consecuencias contagiosas de las exposiciones comunes. Las grandes exposiciones pueden limitarse estableciendo topes para determinados sectores financieros y (grupos de) contrapartes o introduciendo cortacircuitos como contrapartes centrales que ayuden a reducir el posible efecto dominó (como el contagio o las ventas forzadas) por impagos imprevistos o exposiciones comunes entre entidades financieras.

La finalidad del cuarto objetivo intermedio es **limitar el efecto sistémico de los incentivos inadecuados para reducir el riesgo moral**. Esto requiere reforzar la capacidad de resistencia de las entidades de importancia sistémica y contrarrestar los efectos negativos de la garantía implícita del Estado. Otro elemento esencial para hacer frente al riesgo moral es disponer de mecanismos creíbles de liquidación y resolución ordenada de entidades. Por último, pueden aplicarse también otras medidas como requerir que los participantes en el mercado compartan riesgos o iniciativas relativas a la remuneración de los directivos.

El quinto objetivo intermedio es reforzar la **capacidad de resistencia de las infraestructuras financieras**. Esto puede lograrse de dos modos principales: abordando las externalidades en el marco de la infraestructura del sistema financiero ⁽¹⁾ y corrigiendo los efectos de riesgo moral que pueden derivarse de la configuración institucional. Esto puede incluir los sistemas jurídicos, las agencias de calificación crediticia, los regímenes de garantía de depósitos y las prácticas de mercado.

3. Selección de los instrumentos macroprudenciales

Una vez establecidos los objetivos intermedios de la política macroprudencial, el paso siguiente es seleccionar los instrumentos a emplear para conseguirlos. Estos instrumentos deben seleccionarse en función de su **eficacia y eficiencia** para alcanzar los objetivos intermedios y finales.

La **eficacia** hace referencia a la medida en que pueden corregirse los fallos de mercado y conseguirse los objetivos intermedios y finales. Para cada objetivo intermedio se precisa al menos un instrumento eficaz (la «regla Tinbergen»). En la práctica, puede ser conveniente el uso de varios instrumentos complementarios, especialmente si ello modera el efecto del arbitraje normativo y la incertidumbre respecto al mecanismo de transmisión.

A este respecto, deben considerarse las posibilidades de emplear la **coordinación** para evitar el arbitraje normativo: algunos instrumentos son eficaces en el ámbito nacional (como los límites a las ratios de préstamo sobre el valor de la garantía y de préstamo sobre la renta, y otros requieren al menos una aplicación en el conjunto de la Unión (como los requisitos de depósito inicial de garantía y de recortes de valoración de los activos de garantía o de compensación a través de una contraparte central). Aunque la mayoría de los instrumentos podrían tener algunos efectos positivos si se aplicaran a escala nacional, resultaría beneficiosa una coordinación en el conjunto de la Unión. La coordinación es importante no sólo para mejorar la eficacia de los instrumentos, sino también para internalizar los contagios positivos y negativos a los sistemas financieros de otros Estados miembros y proteger el correcto funcionamiento del mercado único.

La **eficiencia** hace referencia a la consecución de los objetivos al mínimo coste. Un aspecto clave es el equilibrio entre la capacidad de resistencia y el crecimiento, pues aumentar la primera supone un coste. Por este motivo, son preferibles aquellos instrumentos que favorecen el crecimiento a largo plazo al tiempo que contienen el riesgo sistémico, así como aquellos que afectan en menor medida a otros instrumentos de política.

El cuadro 2 presenta una lista de instrumentos macroprudenciales indicativos para los correspondientes objetivos intermedios ⁽²⁾. Además de los instrumentos del cuadro 2, los Estados miembros pueden seleccionar otros especialmente adecuados para los riesgos específicos para la estabilidad financiera a escala nacional. Por otra parte, el marco de objetivos e instrumentos debe someterse a evaluación periódica y mantenerse al día respecto a los avances en los conocimientos en materia de política macroprudencial, así como a la aparición de nuevas fuentes de riesgo sistémico.

⁽¹⁾ La función de supervisión de los bancos centrales suele considerarse como parte de su función de garantizar la estabilidad financiera. Con independencia de los mecanismos institucionales, la autoridad macroprudencial debe colaborar estrechamente con la autoridad competente en materia de supervisión de las infraestructuras para alcanzar este objetivo intermedio.

⁽²⁾ Estos instrumentos están seleccionados de entre una «larga lista» de todos los posibles instrumentos mediante un análisis de «gap» descendente y encuestas entre los miembros del Grupo de Trabajo sobre Instrumentos de la JERS con arreglo a los criterios de selección mencionados.

Cuadro 2

Objetivos intermedios e instrumentos macroprudenciales indicativos**1. Atenuar y evitar el excesivo crecimiento del crédito y apalancamiento**

- reservas de capital anticíclicas
- requisitos de capital sectoriales (también en el seno del sistema financiero)
- ratio de apalancamiento macroprudencial
- requisitos de ratio de préstamo sobre el valor de la garantía
- requisitos de préstamo sobre la renta y de (servicio de) la deuda sobre la renta

2. Atenuar y evitar excesivos desajustes de vencimientos e iliquidez del mercado

- Ajuste macroprudencial de la ratio de liquidez (por ejemplo, ratio de cobertura de liquidez)
- Restricciones macroprudenciales sobre las fuentes de financiación (por ejemplo, ratio de financiación estable neta)
- Límites macroprudenciales no ponderados a la financiación menos estable (por ejemplo, ratio de préstamos sobre depósitos)
- Requisitos de depósito inicial de garantía y de recorte de valoración de los activos de garantía

3. Limitar la concentración de riesgo directa e indirecta

- Restricciones a las grandes exposiciones
- Requisito de compensación a través de una contraparte central

4. Limitar el efecto sistémico de los incentivos inadecuados para reducir el riesgo moral

- Recargos de capital para las entidades financieras de importancia sistémica

5. Reforzar la capacidad de resistencia de las infraestructuras financieras

- Requisitos de depósito inicial de garantía y de recorte de valoración de los activos de garantía en la compensación a través de una contraparte central
- Mayor comunicación de información
- Reserva frente al riesgo sistémico estructural

La limitada utilización de los instrumentos macroprudenciales impide un análisis cuantitativo sólido de su **eficacia y eficiencia**. Los datos experimentales a escala nacional son, en conjunto, limitados. No obstante, el análisis de la transmisión y la aplicación práctica de los instrumentos expuesto en el apéndice 1 indica que los conocimientos están más avanzados respecto a algunos instrumentos (como los instrumentos basados en el capital y los límites a las grandes exposiciones y a los ratios de préstamo sobre el valor de la garantía y de préstamo sobre la renta) que a otros (como los requisitos de depósito inicial de garantía y de recorte de valoración de los activos de garantía y de compensación a través de una contraparte central. Los diferentes canales de transmisión y ámbitos de aplicación de los distintos instrumentos justifican posibles **complementariedades**. Por ejemplo, los instrumentos basados en el capital (que afectan a los precios del activo) y los límites a los ratios de préstamo sobre el valor de la garantía y de préstamo sobre la renta (que restringen la cantidad de los servicios financieros) pueden utilizarse en paralelo para limitar el crecimiento excesivo del crédito. Las restricciones a las grandes exposiciones y los requisitos de compensación a través de una contraparte central pueden aplicarse también simultáneamente, pues tienen como finalidad contener el riesgo de contraparte en distintos tipos de operaciones. Además de los instrumentos que figuran en el cuadro 2, las autoridades macroprudenciales deben intervenir en el diseño y la aplicación de los planes de rescate y resolución y los regímenes de seguro de depósitos, dados sus efectos sobre el correcto funcionamiento del sistema financiero. Aunque algunas de las herramientas específicas incluidas en el cuadro 2 se han diseñado pensando en el sector bancario, podrían aplicarse también a otros sectores: en el apéndice 2 se analiza el posible papel de la política macroprudencial en el ámbito de los seguros.

Por último, con respecto a la base legal de los instrumentos, se prevé que el futuro reglamento y la futura directiva sobre requisitos de capital para las entidades de crédito y las grandes empresas de inversión aporten flexibilidad para ajustar la calibración de algunos de los instrumentos expuestos en el cuadro 2, bajo ciertas condiciones. Esto se corresponde con la

carta de la JERS sobre los principios de las políticas macroprudenciales en la legislación de la Unión sobre el sector bancario ⁽¹⁾. Los instrumentos no reconocidos en la legislación de la Unión ⁽²⁾ pueden aplicarse en el ámbito nacional si disponen de una base legal adecuada ⁽³⁾. No obstante, la inexistencia de normas detalladas a escala de la Unión no significa que los Estados miembros tengan plena libertad para establecer normas nacionales, pues algunos principios de la legislación de la Unión, como la prohibición de establecer restricciones al libre movimiento de capitales, pueden imponer límites a la discrecionalidad nacional.

Apéndice 1

Instrumentos macroprudenciales analizados por la JERS

En este apéndice se ofrece un resumen del análisis de los instrumentos macroprudenciales realizado por la JERS, agrupados en función de sus correspondientes objetivos intermedios. Se expone en síntesis la definición de cada instrumento, su modo de funcionamiento (es decir, lo que sabemos sobre el mecanismo de transmisión), los tipos de indicadores que, junto con la valoración de los expertos, pueden orientar la decisión de activarlo o desactivarlo y, por último, las posibilidades de utilizar el instrumento en cuestión para complementar otros instrumentos. Aunque el análisis conceptual de varios instrumentos se encuentra ya en una fase avanzada, la experiencia de uso de la mayoría de ellos en la Unión es aún limitada (pese a que algunos instrumentos, como los límites a las ratios de préstamo sobre el valor de la garantía y de préstamo sobre la renta, ya se han aplicado anteriormente). Resulta esencial, por tanto, un análisis más profundo de sus posibles efectos, sus indicadores y sus posibles complementariedades.

1. Atenuar y evitar el excesivo crecimiento del crédito y apalancamiento

Reservas de capital anticíclicas

Las reservas de capital anticíclicas son un complemento de capital a las reservas de conservación. El complemento de capital puede elevarse o reducirse anticíclicamente en función de las variaciones temporales del riesgo sistémico, en particular por el ciclo de crédito. La finalidad de estas reservas es proteger al sistema bancario frente a posibles pérdidas cuando el crecimiento excesivo del crédito está asociado a un incremento del riesgo en el conjunto del sistema. Este instrumento tiene un efecto directo sobre la capacidad de resistencia: las reservas de capital se constituyen durante los períodos en los que se incrementan los riesgos para el conjunto del sistema y pueden utilizarse cuando éstos se reducen.

Las reservas de capital anticíclicas pueden tener también un efecto indirecto, ayudando a contrarrestar la fase expansiva del ciclo de crédito mediante la reducción de la oferta o el aumento del coste del crédito. La oferta de crédito puede reducirse si las entidades de crédito elevan las ratios de capital mediante la reducción de los activos con ponderación de riesgo. El coste del crédito, por su parte, puede aumentar por el incremento del coste total de capital, que las entidades de crédito trasladan a los clientes a través de tipos crediticios más altos. Ambos mecanismos de transmisión pueden contribuir a reducir el volumen de crédito, lo que a su vez ayuda a evitar la acumulación de riesgo para el conjunto del sistema. Del mismo modo, la atenuación de las reservas puede reducir el riesgo de restricción de la oferta de crédito por los requisitos reglamentarios de capital cuando cambia el ciclo. La incertidumbre respecto a este efecto indirecto es mayor que respecto al efecto directo, lo que hace precisas más investigaciones en esta área. La posible moderación del crecimiento del crédito durante la fase alcista del ciclo de crédito debe contemplarse como un efecto colateral positivo, más que como un objetivo del régimen de las reservas de capital anticíclicas.

Los responsables de la elaboración de las políticas que establezcan estas reservas pueden guiarse por la desviación de la ratio de crédito sobre el PIB respecto a su tendencia a largo plazo, entre otros posibles indicadores. El análisis empírico se ha centrado hasta el momento principalmente en las características de la brecha de crédito sobre el PIB. Esta brecha representa la desviación de la ratio de crédito sobre el PIB respecto a su tendencia a largo plazo, de modo que una brecha positiva se considera indicativa de un crecimiento excesivo del crédito. Los estudios entre distintos países realizados por el Banco de Pagos Internacionales resaltan los buenos resultados históricos de la brecha de crédito sobre PIB como indicador de las crisis financieras. Al mismo tiempo, las experiencias a escala nacional muestran que no ha dado siempre la señal correcta para activar la reserva o no ha proporcionado resultados sistemáticamente buenos como indicador del cambio de fase. La JERS ha creado un grupo de expertos con el fin de proporcionar orientación adicional para el establecimiento de estas reservas, en particular mediante la realización de análisis entre distintos países de otros posibles indicadores para los Estados miembros de la Unión.

Las reservas de capital anticíclicas están previstas en el proyecto de directiva sobre los requisitos de capital y, por tanto, deben aplicarse en la legislación nacional. El régimen de reservas de capital anticíclicas previsto otorga flexibilidad a las autoridades macroprudenciales para fijar las reservas, con sujeción a los principios y a las orientaciones sobre los indicadores ⁽⁴⁾, y establece un nivel de reciprocidad al hacerlo.

⁽¹⁾ JERS, Principles for macro-prudential policies in EU legislation on the banking sector, 2 de abril de 2012, <http://www.esrb.europa.eu/news/pr/2012/html/pr120402.en.html>

⁽²⁾ Algunos instrumentos no incluidos en el cuadro 2 están contemplados en la legislación de la Unión (por ejemplo, la prohibición de las ventas en corto).

⁽³⁾ Un análisis de la JERS sobre los instrumentos no contemplados en la legislación de la UE indica que: hay **límites a la ratio de préstamo sobre el valor de la garantía** en el marco prudencial nacional de dieciséis Estados miembros, pero únicamente siete de ellos pueden utilizarlos para fines macroprudenciales; hay **límites a la ratio de préstamo sobre la renta** en el marco prudencial nacional de doce Estados miembros, pero únicamente dos de ellos pueden utilizarlos para fines macroprudenciales; hay una **ratio de liquidez no ponderada** en el marco prudencial nacional de tres Estados miembros, en los que puede utilizarse también para fines macroprudenciales; y hay **regímenes o planes de rescate y resolución** en el marco prudencial nacional de once Estados miembros, ocho de los cuales pueden utilizarlos para fines macroprudenciales. En seis Estados miembros se han adoptado algunas medidas para poner en práctica este régimen. En cuatro de ellos se espera disponer de planes de rescate o resolución para fines macroprudenciales.

⁽⁴⁾ El principio de «discrecionalidad restringida» incluye la orientación de la JERS, el establecimiento de una referencia comparativa respecto a una variable macro, la comunicación y la transparencia.

Requisitos de capital sectoriales (incluidos los requisitos para los riesgos en el seno del sistema financiero)

Los requisitos de capital agregados, como las reservas de capital anticíclicas, pueden resultar un instrumento excesivamente genérico en los casos de euforia en sectores concretos. En estos supuestos, los requisitos de capital sectoriales ⁽¹⁾ pueden ser una herramienta más específica si los requisitos microprudenciales no reflejan adecuadamente el riesgo sistémico. Esto puede aplicarse a: a) el ajuste de los requisitos de capital microprudenciales asociados a un determinado sector o clase de activos por un multiplicador o b) la aplicación de un recargo o complemento de capital a las exposiciones ponderadas por el riesgo de una entidad de crédito a un determinado sector o clase de activos. También pueden fijarse ponderaciones mínimas de riesgo.

El mecanismo de transmisión es similar al de las reservas de capital anticíclicas, con dos diferencias. En primer lugar, el incremento de los requisitos de capital para un determinado sector cambia los precios relativos, reduciendo así el crédito (crecimiento) al sector en cuestión por la tendencia a aumentar sus costes marginales relativos de financiación. En segundo lugar, las entidades de crédito pueden ser más proclives a reducir la exposición que a aumentar los recursos propios si se identifica un determinado sector como especialmente arriesgado.

Este instrumento debe aplicarse cuando se observe una acumulación de riesgo sistémico en un determinado sector o clase de activos. Un posible indicador de ello pueden ser los datos de crédito por sectores, que podrían calcularse como brechas de crédito sobre el PIB sectoriales. Otros datos complementarios, como el volumen de hipotecas o los precios de los inmuebles en el sector inmobiliario, podrían ser también indicadores significativos de esta acumulación de riesgo.

El proyecto de reglamento de requisitos de capital prevé la posibilidad de ajustar estos requisitos para los inmuebles residenciales y comerciales, así como las exposiciones en el seno del sistema financiero por motivos macroprudenciales o de riesgo sistémico, con sujeción a un procedimiento en el ámbito de la Unión.

Ratio de apalancamiento macroprudencial

La ratio de apalancamiento se define como la relación entre los recursos propios de la entidad de crédito respecto a su activo total (no ajustado al riesgo). Para su uso con fines macroprudenciales, el requisito de ratio de apalancamiento puede aplicarse a todas las entidades de crédito como un complemento y, posiblemente, también con variaciones temporales. En particular, cuando se aplican requisitos macroprudenciales de capital ponderado por el riesgo con variaciones temporales, el requisito de ratio de apalancamiento puede variar también en el tiempo para mantener su función de respaldo. Como instrumento macroprudencial, el requisito de ratio de apalancamiento tiene la ventaja de ser relativamente simple y transparente.

Su mecanismo de transmisión es similar al de los requisitos de capital ponderado por el riesgo. Si la ratio de apalancamiento es más restrictiva que los requisitos ponderados por el riesgo, las entidades de crédito pueden elevar los recursos propios, retener beneficios o reducir activos para cumplir los requisitos más estrictos ⁽²⁾. El precio del crédito tendería a aumentar y el volumen de crédito concedido podría reducirse ⁽³⁾.

La ratio de apalancamiento se considera en ocasiones como un indicador de riesgo sistémico. De hecho, un estudio del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea mostró que esta ratio permitía identificar a las entidades de crédito que requerían apoyo del sector público durante la última crisis financiera ⁽⁴⁾. Otros indicadores potencialmente relevantes también para las reservas de capital anticíclicas pueden utilizarse igualmente para orientar las decisiones sobre la ratio de apalancamiento.

Una vez adoptado como instrumento vinculante detallado tras un período de observación con arreglo al futuro reglamento de requisitos de capital, puede permitirse un endurecimiento del requisito de ratio de apalancamiento para fines macroprudenciales, con sujeción a un procedimiento en el ámbito de la Unión. Antes de su armonización en el conjunto de la Unión, puede contemplarse su uso a escala nacional.

Requisitos de préstamo sobre el valor de la garantía y de préstamo sobre la renta/(servicio de) la deuda sobre la renta

El requisito de préstamo sobre el valor de la garantía es un límite al valor del préstamo en relación con la garantía subyacente (por ejemplo, una vivienda); el requisito de préstamo sobre la renta o de servicio de la deuda sobre la renta es un límite a los costes del servicio de la deuda en relación con la renta disponible. El punto de referencia difiere respecto al de los instrumentos analizados hasta este momento: es el contrato entre el cliente y la entidad financiera, no la propia entidad en sí.

⁽¹⁾ Los requisitos de capital sectoriales cubren tanto las ponderaciones de riesgo como la calibración de los modelos basados en las calificaciones internas para sectores o clases de activos específicos.

⁽²⁾ Véase el análisis de los mecanismos de transmisión de los instrumentos de capital ponderado por el riesgo.

⁽³⁾ Si se suavizaran los requisitos, ocurriría lo contrario. No obstante, las presiones de mercado pueden impedir a las entidades de crédito reducir en su cuantía total sus ratios de apalancamiento (o de capital ponderado por el riesgo), lo que puede disminuir la eficacia de estos instrumentos en fases recesivas.

⁽⁴⁾ Véase BCBS (2010), «Calibrating regulatory minimum capital requirements and capital buffers: a top-down approach». Otros estudios han revelado también que el apalancamiento es un eficaz indicador del riesgo sistémico; por ejemplo, Barrell, Davis y Liadze (2010), «Calibrating Macro-prudential Policy»; Kato, Kobayashi y Sita (2010), «Calibrating the level of capital: the way we see it»; Adrian y Shin (2010), «Liquidity and Leverage»; y Papanikolaou y Wolff (2010), «Leverage and risk in US commercial banking in the light of the current financial crisis».

La finalidad macroprudencial de estos límites es moderar el ciclo de crédito y aumentar la capacidad de resistencia de las entidades financieras. El efecto sobre la amplitud del ciclo de crédito es consecuencia del efecto atenuador de unas ratios de préstamo sobre el valor de la garantía más estrictas sobre el mecanismo del «acelerador financiero». Si un *shock* de renta positivo da lugar a un incremento de los precios de la vivienda, el aumento del endeudamiento será previsiblemente inferior en los países con menores ratios ⁽¹⁾. Por otra parte, unos límites más bajos de esta ratio pueden aumentar la capacidad de resistencia del sistema bancario a través de una menor pérdida en caso de impago, mientras que unos límites menores de la ratio de préstamo sobre la renta pueden reducir la probabilidad de impago. Estos límites suelen contemplarse como instrumentos complementarios. Dado que la renta es más estable que los precios de la vivienda, los límites a la ratio de préstamo sobre la renta pueden resultar más restrictivos en épocas de subida de los precios de la vivienda. Aunque en la práctica ambos límites se han utilizado normalmente con carácter estático, pueden utilizarse también con variaciones temporales. No obstante, las expectativas pueden tener un efecto desestabilizador. Si los hogares esperan un endurecimiento de los topes, pueden apresurarse a obtener préstamos con elevadas ratios de préstamo sobre el valor de la garantía y de préstamo sobre la renta.

Aunque estos límites se han puesto en práctica en varios países de la UE, no se aplican de forma armonizada en el conjunto de la Unión. Dada la ausencia de definiciones y directrices armonizadas, podría ser de utilidad una evaluación más profunda por parte de la JERS para proporcionar orientaciones a las autoridades macroprudenciales.

Complementariedad

La contraparte central, los requisitos de capital sectoriales y el requisito de ratio de apalancamiento se complementan mutuamente en su orientación (amplia o específica) y en su sensibilidad al riesgo y su aplicación (para hacer frente a manifestaciones cíclicas o bien estructurales de riesgo sistémico). Los límites a las ratios de préstamo sobre valor de la garantía y de préstamo sobre la renta se contemplan a veces como sustitutos de los requisitos de capital sectoriales para el mercado de la vivienda. No obstante, pueden considerarse también complementarios a los instrumentos basados en el capital, por diversas razones. En primer lugar, mientras los instrumentos basados en el capital pueden afectar principalmente a la oferta de crédito, los límites a estas ratios afectan principalmente al lado de la demanda, es decir, a los clientes de los préstamos bancarios. En segundo lugar, si no se tiene debidamente en cuenta el riesgo, esto es, a través de requisitos de capital sectoriales para el mercado de la vivienda, los límites a estas ratios pueden actuar como respaldos necesarios. Por último, la eficacia de los instrumentos basados en el capital puede verse afectada por la necesidad de coordinación entre los Estados miembros, lo cual no ocurre en el caso de las ratios de préstamo sobre el valor de la garantía y de préstamo sobre la renta, pues su punto de referencia es el contrato entre el cliente y la entidad financiera, no la propia entidad. Por este motivo, están menos expuestos al arbitraje normativo que transfiere negocios en el extranjero o al sistema bancario en la sombra ⁽²⁾.

2. Atenuar y evitar excesivos desajustes de vencimientos e iliquidez del mercado

Ajuste macroprudencial de la ratio de liquidez (por ejemplo, ratio de cobertura de liquidez) y restricciones macroprudenciales a las fuentes de financiación (por ejemplo, ratio de financiación estable neta)

La ratio de cobertura de liquidez (relación entre los activos líquidos de alta calidad sobre el total de los flujos de efectivo de salida netos durante los 30 días siguientes) mide la capacidad de las entidades de crédito de hacer frente a un corto período predefinido de tensión de liquidez y garantiza que los activos líquidos de la entidad pueden contrarrestar posibles tensiones de salida de liquidez de corta duración; su definición ha sido convenida por el Comité de Basilea. La finalidad de la ratio de financiación estable neta (relación entre la cantidad de financiación estable disponible y requerida) es establecer una cuantía mínima de financiación a largo plazo de las entidades de crédito frente a los activos menos líquidos; el Comité de Basilea no ha acordado aún una definición precisa de esta ratio. Las medidas de política macroprudencial pueden consistir en complementos u otros ajustes macroprudenciales sobre los niveles reglamentarios de ambos instrumentos; también pueden dirigirse únicamente a grupos determinados de entidades de crédito (por ejemplo, aquellos que tengan importancia sistémica) y no al conjunto del sector bancario.

El primer objetivo intermedio de estos instrumentos es atenuar los excesivos desajustes de vencimientos y riesgos de financiación ⁽³⁾. Por otra parte, pueden aumentar también la capacidad de resistencia del sistema frente al exceso de crédito y apalancamiento ⁽⁴⁾. Las entidades de crédito pueden cumplir estos requisitos de liquidez aumentando el vencimiento de su financiación o invirtiendo en activos líquidos (o ambas cosas). Para evitar los efectos procíclicos, las entidades de crédito deben poder utilizar sus reservas en los momentos de tensión de liquidez.

⁽¹⁾ Almeida, H., Campello, M. y Liu, C. (2006), «The financial accelerator: evidence from international housing markets», *Review of Finance* 10, pp. 1-32.

⁽²⁾ No obstante, los límites a la ratio de préstamo sobre el valor de la garantía pueden estar también sujetos a sus propias formas de evitación mediante el uso de préstamos sin garantías. En la medida que las entidades de crédito tienen discrecionalidad para determinar el valor de la garantía (por ejemplo, cuando parte del préstamo se destina a mejorar la calidad de la casa), pueden tener incentivos para hacer valoraciones más optimistas con el fin de atenuar el efecto de la limitación de esta ratio.

⁽³⁾ Los datos empíricos sobre la eficacia de los instrumentos macroprudenciales basados en la liquidez son escasos. Algunos trabajos muestran que la aplicación anticíclica de las ratios de cobertura de liquidez y de financiación estable neta ayudan a hacer frente a las tensiones de liquidez. Véanse, por ejemplo, Giordana y Schumacher, «The impact of the Basel III liquidity regulations on the bank lending channel: A Luxembourg case study», Working Paper n° 61, junio de 2011; Bloor, Craigie y Munro, «The macroeconomic effects of a stable funding requirement», Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series DP 2012/05, agosto de 2012; y Van den End y Kruidhof, «Modelling the liquidity ratio as a macro-prudential instrument», DNB Working Paper n° 342, abril de 2012.

⁽⁴⁾ Véase el Grupo de trabajo para la selección y aplicación de instrumentos macroprudenciales (SAM) del Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS), «Transmission Mechanisms of Macro-prudential Instruments», informe provisional de Workstream 4, marzo de 2012.

Los indicadores para endurecer los requisitos pueden incluir datos sobre los balances de las entidades de crédito, indicadores económicos y datos de mercado (acciones o CDS). Indicadores como una fuerte variación de los volúmenes y tipos interbancarios, el recurso al crédito del BCE, el uso y la disponibilidad de garantías y las señales de retiradas masivas de depósitos bancarios (como retiradas o pagos apremiantes) pueden ayudar a determinar la conveniencia de flexibilizar los límites⁽¹⁾. Algunos indicadores pueden superponerse a los relacionados con las herramientas basadas en el capital con variaciones temporales.

El proyecto de reglamento de requisitos de capital introducirá previsiblemente las ratios de cobertura de liquidez y de financiación estable neta como requisitos vinculantes detallados una vez transcurridos los correspondientes períodos de observación. Antes de la armonización de los instrumentos en el conjunto de la Unión, los Estados miembros podrán aplicar previsiblemente los requisitos de liquidez y las restricciones prudenciales nacionales teniendo en cuenta una serie de consideraciones, como el riesgo de liquidez sistémico. Por otra parte, los proyectos de legislación de la Unión contemplan la posibilidad de ajustar los instrumentos de liquidez para fines macroprudenciales a través de un procedimiento a escala de la Unión.

Límites macroprudenciales no ponderados a la financiación menos estable (por ejemplo, ratio de préstamos sobre depósitos)

En algunos países se ha aplicado un límite de liquidez no ponderado a la financiación menos estable, como la ratio de préstamos sobre depósitos para limitar una excesiva dependencia de fuentes de financiación menos estables. Los depósitos de los clientes se consideran normalmente como una fuente de financiación estable, de modo que puede utilizarse la ratio de préstamos sobre depósitos (o versiones ampliadas de la misma) para limitar una excesiva dependencia estructural de la financiación de mercado menos estable. No obstante, el instrumento no tiene en cuenta la estructura de vencimientos de la financiación de mercado y su efecto varía entre las entidades de crédito con distintos modelos de negocio. Otras medidas relacionadas son las ratios de financiación básica y de financiación mayorista.

El requisito de préstamos sobre depósitos puede cumplirse reduciendo la concesión de crédito o aumentando los depósitos. La experiencia de la última crisis muestra que en las fases de recesión, los depósitos se incrementan respecto a los préstamos en algunos casos, pues los primeros se mantienen estables o incluso aumentan (debido al cambio desde otras formas de ahorro), mientras que la demanda de los segundos se reduce por la caída de la actividad económica. Por tanto, la ratio de préstamos sobre depósitos puede seguir el ciclo, estableciendo un entorno restrictivo en las fases de expansión y no restrictivo en las de recesión. Puede haber incentivos para el arbitraje normativo si los préstamos y los depósitos no están correctamente definidos, y las entidades de crédito pueden establecer nuevas estructuras de financiación mediante títulos de deuda para evitar su inclusión en el numerador.

En caso necesario, la ratio de préstamos sobre depósitos puede emplearse para corregir un exceso de apalancamiento o de crédito (indicado por la ratio de crédito sobre PIB o su evolución) y mejorar la posición de liquidez estructural de las entidades de crédito.

Requisitos de depósito inicial de garantía y de recorte de valoración de los activos de garantía

Los recortes de valoración de los activos de garantía y los depósitos iniciales de garantía determinan el nivel de los activos de garantía en la financiación garantizada y las operaciones de derivados. En términos generales, en las operaciones de financiación garantizada el nivel de los activos de garantía está determinado por el recorte de valoración aplicado a los títulos recibidos en garantía. En las operaciones de derivados, el nivel de los activos de garantía depende principalmente del requisito de depósito inicial de garantía (que protege al participante del mercado frente a posibles cambios en el valor de su posición en caso de impago de su contraparte), así como del recorte de valoración aplicado a los títulos depositados para cumplir este requisito. Los recortes de valoración y los depósitos iniciales establecidos por el supervisor pueden frenar las expansiones excesivas de financiación y amortiguar la contracción de la financiación garantizada en las fases de recesión; es decir, reducen el carácter procíclico de la liquidez de mercado, atenuando el acaparamiento de liquidez y las ventas forzadas. También pueden ayudar a limitar el excesivo crecimiento del crédito y apalancamiento

La aplicación de un enfoque para el conjunto del ciclo (empleando conjuntos de datos históricos de larga duración que incluyan situaciones tanto de tensión como de estabilidad del mercado) reduce la dependencia de los depósitos iniciales y los recortes de valoración respecto a la situación concreta del mercado en cada momento. Esto puede suplementarse mediante un complemento anticíclico discrecional para regular la financiación garantizada en caso necesario con el fin de obtener una asignación de precios de los riesgos más realista y una reducción de la euforia. No obstante, el endurecimiento de los requisitos, especialmente en la parte alta del ciclo financiero, puede desestabilizar los mercados por las tensiones que impone a la financiación. Como consecuencia de ello, pueden caer los precios de los activos, lo que incrementará los recortes de valoración y los depósitos iniciales y puede provocar una espiral a la baja⁽²⁾.

La legislación vigente no asigna ninguna función a las autoridades macroprudenciales en esta área. En el caso de los derivados en mercados no regulados, podría contemplarse en la primera revisión del Reglamento sobre infraestructura del mercado europeo (EMIR). Por otro lado, los depósitos iniciales y los recortes de valoración son instrumentos dirigidos a las operaciones de mercado, por lo que son susceptibles de arbitraje normativo y resultarían más eficaces con una aplicación mundial.

⁽¹⁾ Heijmans y Heuver, «Is this bank ill? The diagnosis of doctor Target 2», DNB Working Paper n° 316, agosto de 2011.

⁽²⁾ Véanse, por ejemplo, Brunnermeier, M. y Pedersen, L. (2009), «Market Liquidity and Funding Liquidity», *Review of Financial Studies*, Sociedad de Estudios Financieros, vol. 22(6), pp. 2201-2238, y Gorton, G. y Metrick, A. (2012), «Securitized banking and the run on repo», *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 104(3), pp. 425-451.

Complementariedad

Pueden observarse posibles complementariedades entre los requisitos de cobertura de liquidez, financiación estable neta y préstamos sobre depósitos, debido principalmente a sus diferencias de vencimiento, ámbito y sensibilidad al riesgo. Los instrumentos de liquidez pueden complementar también a los de solvencia, como la reserva de capital anticíclica, para reducir el apalancamiento y aumentar la capacidad de resistencia. Por otra parte, los requisitos de depósito inicial y de recorte de valoración complementan las medidas específicas de las entidades de crédito (especialmente, los ratios de financiación estable neta y de préstamos sobre depósitos), que podrían afectar a la liquidez global del mercado y a la estabilidad de la financiación.

3. Limitar las concentraciones de riesgo directas e indirectas

Restricciones a las grandes exposiciones

La directiva sobre los requisitos de capital define las grandes exposiciones como «la exposición a un cliente o un grupo de clientes vinculados entre sí ... cuyo valor sea igual o superior al 10 % de sus fondos propios». Las entidades de crédito y las empresas de inversión no pueden incurrir en exposiciones superiores al 25 % de sus fondos propios (capital) con un determinado cliente o grupo de clientes. La directiva concede también discrecionalidad a los Estados miembros para gestionar determinados tipos de exposiciones (por ejemplo, a sectores de importancia sistémica) en atención a su grado de riesgo, lo que podría justificar una intervención macroprudencial. Las restricciones a las grandes exposiciones pueden atenuar el riesgo de concentración y reducir el riesgo de contraparte y el posible contagio (también al sector bancario en la sombra) ⁽¹⁾. Estas restricciones limitan también la sensibilidad de las entidades financieras frente a las perturbaciones generales o sectoriales.

Al limitar la exposición a determinadas contrapartes o sectores (como el sector inmobiliario y otras entidades financieras), esta restricción a las grandes exposiciones promueve directamente la distribución del riesgo en el conjunto del sistema ⁽²⁾. También mejora la profundidad del mercado interbancario y diversifica la financiación para las entidades financieras y no financieras. Los límites a la exposición reducen también el posible efecto del impago de una determinada contraparte. Al igual que en la mayoría de los instrumentos macroprudenciales, puede producirse un efecto procíclico: el aumento de capital durante las fases de expansión puede elevar el límite de exposición, mientras que la reducción de capital en las fases de recesión puede hacer más restrictivo este límite. Por otra parte, la restricción puede inhibir el crecimiento o impedir a las entidades aprovechar el conocimiento especializado en ciertos sectores.

La directiva sobre los requisitos de capital obliga a las entidades financieras a comunicar las exposiciones que excedan del 10 % del capital. El análisis en red puede utilizar esta información para determinar si las restricciones macroprudenciales son adecuadas. En caso necesario, puede reducirse el umbral de comunicación para incluir a las entidades globales con importancia sistémica que dispongan de una gran base de capital. El proyecto de reglamento sobre los requisitos de capital contempla la posibilidad de endurecer los requisitos relativos a las grandes exposiciones en el ámbito nacional para fines macroprudenciales a través de un procedimiento a escala de la Unión.

Requisito de compensación a través de una contraparte central

Los reguladores pueden exigir que ciertas operaciones de las entidades financieras se compensen a través de contrapartes centrales. La sustitución de una red de exposiciones bilaterales por una estructura en la que cada participante tenga una única exposición frente a la contraparte central puede redistribuir el riesgo de contraparte y centralizar el control del riesgo y la gestión del impago. Esto puede ayudar, a su vez, a contener los contagios y a mantener la estabilidad del mercado interbancario.

No obstante, esta medida conlleva también costes de transacción y aumenta las posibilidades de arbitraje regulatorio mediante el desplazamiento hacia operaciones no sujetas a la compensación a través de una contraparte central. La importancia sistémica de las contrapartes centrales se incrementa también al concentrarse en ellas el riesgo de contraparte, lo que puede dar lugar a excesivo poder de mercado, riesgo moral y riesgo sistémico (por los impagos) ⁽³⁾. Por otra parte, no está contrastada la capacidad de gestión y absorción de riesgos de las entidades de contrapartida, especialmente para el volumen previsiblemente muy superior de operaciones. Es precisa, por tanto, una regulación más estricta de las contrapartes centrales, incluido el desarrollo de planes de resolución y rescate adecuados para estas entidades. Y debe realizarse también una cuidadosa selección de los productos que requieran compensación a través de una contraparte central.

Los indicadores de selección adecuados para decidir qué contratos deben estar sujetos al requisito de compensación a través de una contraparte central incluyen la estandarización, la liquidez, la complejidad y las características de riesgo, así como la posible reducción del riesgo sistémico y la posibilidad de armonización internacional.

Hay iniciativas mundiales en curso para imponer la compensación central de los derivados negociados en mercados no organizados estandarizados, que en la Unión Europea se introducirá a través del EMIR. Son precisas, no obstante, mayores investigaciones sobre los efectos de su aplicación antes de incluirla entre los instrumentos macroprudenciales. Para que resulte eficaz, este requisito debe establecerse a escala mundial o, al menos, para el conjunto de la Unión.

⁽¹⁾ Aunque los datos empíricos científicos son escasos, la experiencia histórica muestra que la concentración en ciertos sectores (a menudo, el inmobiliario) es un factor clave de la inestabilidad financiera.

⁽²⁾ Debe tenerse en cuenta que las exposiciones a la deuda soberana están actualmente exentas de las restricciones a las grandes exposiciones.

⁽³⁾ Véase un análisis más extenso de estos efectos negativos, por ejemplo, en Pirrong, C. (2011), «The economics of central clearing: theory and practice», International Swaps and Derivatives Association Discussion Paper n° 1 y Singh, M., (2011), «Making OTC Derivatives Safe — A Fresh Look», IMF Working Paper 11/66.

Complementariedad

Las dos medidas anteriormente expuestas son complementarias, dado que pueden atenuar los efectos sistémicos del riesgo de contraparte en distintos tipos de operaciones. Mientras la restricción a las grandes exposiciones reduce la concentración del riesgo en una determinada contraparte o sector, el requisito de compensación a través de una contraparte central reduce la propagación de los impagos de contraparte, al gestionar el riesgo en un lugar en el que puede contenerse. El endurecimiento de las restricciones a las grandes exposiciones puede operar también conjuntamente con los requisitos de capital sectoriales o los límites a la ratio de préstamo sobre el valor de la garantía y las reservas estructurales para reforzar la estructura financiera. Por último, la compensación central debe complementarse con requisitos de depósito inicial de garantía y de recorte de valoración de los activos de garantía para las contrapartes centrales para que tengan capacidad de resistencia frente al riesgo de contraparte; y estos requisitos deben ser coherentes con los requisitos aplicables a las operaciones no sujetas a compensación central.

4. Limitar el efecto sistémico de los incentivos inadecuados para reducir el riesgo moral

Recargos de capital para las entidades financieras de importancia sistémica

Las entidades financieras de importancia sistémica pueden quedar sujetas a un requisito de reserva de capital adicional. La finalidad del recargo es aumentar la capacidad de absorción de pérdidas de estas entidades. Esto reduce tanto la probabilidad de que se produzcan situaciones de tensiones como sus posibles efectos. Las reservas de capital pueden aplicarse a las entidades de crédito de importancia sistémica, así como a otras entidades que posean también importancia sistémica.

Esta reserva puede corregir también los posibles subsidios a la financiación de estas entidades derivados de la garantía implícita del Estado. De este modo, se mantienen unas condiciones de igualdad para las entidades de crédito pequeñas y medianas (no sistémicas) y las entidades de importancia sistémica están mejor preparadas para hacer frente a las perturbaciones. Como aspecto negativo, el recargo puede empujar algunas actividades hacia el sector bancario en la sombra y hacer explícita la condición de entidad de importancia sistémica, activando el subsidio de financiación implícito y distorsionando la competencia. En conjunto, el Grupo de Evaluación Macroeconómica considera que las ventajas para la estabilidad financiera del recargo a las entidades financieras de importancia sistémica superan los costes económicos (expresados como una reducción temporal del PIB).

La naturaleza sistémica de las entidades de crédito (y otras entidades) se determina mediante la comparación de indicadores de tamaño, interconexión, sustituibilidad y complejidad. En el caso de las entidades de crédito, está previsto introducir los requisitos en paralelo con las reservas de conservación y anticíclicas de Basilea III. Se prevé que los recargos de capital para las entidades financieras de importancia sistémica se introduzcan de algún modo en el conjunto de la Unión en la futura directiva sobre requisitos de capital.

Regímenes de rescate y resolución

Las autoridades reguladoras necesitan instrumentos para evitar las crisis financieras y, en su caso, atenuar sus efectos. Esto requiere planes de rescate (elaborados por las entidades de crédito) y de resolución (elaborados por las autoridades). Las facultades de intervención temprana permiten a las autoridades tratar de evitar la quiebra de una entidad si las medidas de rescate adoptadas por esta resultan insuficientes. Las facultades de resolución les permiten asumir el control de una entidad de crédito en quiebra si no dan resultado las medidas adoptadas por la propia entidad o por las autoridades. Este régimen, propuesto en el proyecto de directiva sobre el rescate y la resolución de entidades bancarias, trata de reducir al mínimo el efecto sistémico de las tensiones y quiebras bancarias, asegurando la continuidad de las funciones de la entidad de crédito, atenuando los efectos de la quiebra y minimizando las pérdidas para los contribuyentes mediante su asignación a los titulares de intereses en la entidad (por ejemplo, mediante la recapitalización o remitiendo a dichos interesados a un procedimiento concursal mientras se transfieren las funciones esenciales de la entidad a una entidad puente o un tercer comprador). Desde el punto de vista macroprudencial, el proyecto de directiva ayuda a minimizar los efectos sistémicos de la concentración de riesgos, mejora el conocimiento de las conexiones y atenúa los efectos de las externalidades de las crisis.

La transmisión se produce a través de dos canales principales. En primer lugar, limita el riesgo moral en las entidades de crédito de importancia sistémica y el subsidio implícito que pueden disfrutar estas entidades al favorecer que sean los acreedores y no otros terceros, como los Estados nacionales, quienes asuman las pérdidas en caso de quiebra de la entidad. En segundo lugar, una resolución eficaz atenúa el efecto de contagio directo o indirecto de la quiebra de una determinada entidad. También puede mejorar la confianza del público en las entidades financieras. La eliminación de las garantías implícitas del Estado puede provocar un aumento de los costes de financiación bancaria y una caída aproximadamente equivalente de los costes de financiación del Estado. No obstante, los costes de financiación bancaria serían mucho más elevados si la única alternativa al rescate externo por el Estado fuera un proceso desordenado de quiebra, posiblemente largo y costoso. Por tanto, en conjunto, un régimen global eficaz de resolución ayudaría a mejorar el acceso al crédito para la economía real a medio y largo plazo.

La gestión eficaz de las quiebras bancarias puede verse obstaculizada por la falta de competencias e instrumentos de resolución y de credibilidad suficiente en su aplicación, así como de suficiente financiación temporal para disponer de la liquidez necesaria para respaldar las medidas de resolución. Estas deficiencias deben tenerse en cuenta y evitarse al establecer los regímenes de resolución.

Complementariedad

Los regímenes de recargo y de resolución para las entidades financieras de importancia sistémica se complementan mutuamente al reducir los subsidios implícitos del rescate, las distorsiones competitivas y el efecto sistémico de la insolvencia. El recargo puede actuar como complemento ex ante a los regímenes de resolución ex post⁽¹⁾. El recargo a estas entidades puede contemplarse como parte de un conjunto de exigencias de capital, incluidas la conservación de capital y las reservas anticíclicas y estructurales.

5. Reforzar la capacidad de resistencia de las infraestructuras financieras

Sistemas de garantía de depósitos

En caso de quiebra bancaria, los sistemas de garantía de depósitos actúan como red de seguridad para los titulares de cuentas bancarias mediante el reembolso de sus depósitos hasta el importe garantizado. Estos sistemas, por tanto, refuerzan la capacidad de resistencia de las infraestructuras financieras, pues ayudan a evitar las retiradas masivas de depósitos bancarios y mejoran la confianza en el sistema financiero. También salvaguardan la estabilidad de los sistemas de pago, de los cuales forman parte integrante los depósitos bancarios.

Al estar garantizados los depósitos bancarios, los depositantes tienen menos incentivos para retirarlos en caso de tensiones bancarias, lo que evita las retiradas masivas de depósitos bancarios y sus efectos sistémicos. En términos generales, actuando como una red de seguridad, los sistemas de garantía de depósitos mejoran la eficiencia del sistema financiero al aumentar la confianza. La eficacia de estos sistemas depende de su credibilidad, la cual está relacionada con la existencia de regímenes de financiación adecuados. La financiación ex ante de los sistemas de garantía de depósitos en función del riesgo bancario es anticíclica y puede tener, por tanto, un efecto directo de estabilidad macroprudencial⁽²⁾.

Si la cobertura es muy alta o ilimitada o está mal definida o si la financiación no está en función del riesgo, pueden producirse incentivos negativos; los depositantes no pueden controlar de cerca a las entidades de crédito, y se genera un riesgo moral. Por su parte, una falta de financiación suficiente del sistema de garantía de depósitos puede requerir pagos de las entidades de crédito en las fases de recesión, con efectos procíclicos negativos. Por último, la falta de coordinación transfronteriza puede dar lugar a una competencia no deseada entre estos sistemas. Por ello, es importante que la Unión continúe armonizando la estructura de los sistemas de garantía de depósitos, también en el contexto de la directiva refundida sobre los sistemas de garantía de depósitos propuesta por la Comisión. Las autoridades macroprudenciales deben seguir estrechamente e intervenir en el diseño y el establecimiento de los sistemas de garantía de depósitos, especialmente en relación con los regímenes de cobertura y de financiación.

Requisitos de depósito inicial de garantía y de recorte de valoración de los activos de garantía en la compensación a través de una contraparte central

Al igual que en el caso de las operaciones compensadas bilateralmente, los requisitos de depósito inicial de garantía y de recorte de valoración de los activos de garantía en las operaciones con compensación a través de una contraparte central pueden tener también efectos sistémicos. Al establecer recortes de valoración y depósitos iniciales de garantía adecuados, las contrapartes centrales deben tener en cuenta la liquidez de mercado, los efectos procíclicos y los riesgos sistémicos. En particular, debe fijarse un período retrospectivo (el horizonte temporal para calcular la volatilidad histórica) que evite un efecto excesivamente procíclico. Esto limita la posibilidad de cambios perjudiciales en los requisitos de depósito inicial de garantía y establece procedimientos transparentes y predecibles para ajustar estos requisitos. La contraparte central debe limitar también la dependencia de las calificaciones crediticias comerciales para el cálculo de los depósitos iniciales y los recortes de valoración. Ambos requisitos están incluidos en el proyecto de normas técnicas que respaldan el EMIR.

Las contrapartes centrales deben aplicar estos requisitos con flexibilidad y responsabilidad, equilibrando la necesidad de autoprotección con el deseo de garantizar la estabilidad sistémica. Dado el papel y la importancia sistémica presumiblemente crecientes de las contrapartes centrales en el sistema financiero, reviste mayor importancia la adecuada reglamentación de estas entidades, como se reconoce a efectos microprudenciales en el EMIR. Aunque el EMIR no asigna aún ninguna función a las autoridades macroprudenciales en el establecimiento de los requisitos de depósito inicial de garantía de las contrapartes centrales, este aspecto puede reconsiderarse en las primeras revisiones programadas.

Más información

Junto a la comunicación de información por motivos microprudenciales, las autoridades macroprudenciales pueden introducir requisitos informativos adicionales en función del riesgo sistémico estructural o cíclico. La transparencia permite a las fuerzas del mercado actuar como mecanismo de disciplina del comportamiento de las entidades concretas y hace posible una fijación más exacta del precio del riesgo en el sistema financiero. La comunicación de información puede limitar también la amplificación de las tensiones del sistema financiero, al reducir la incertidumbre sobre el tamaño y la localización de ciertos riesgos e interconexiones del sistema.

(1) Véanse, por ejemplo, Claessens, Herring y Schoemaker (2010), «A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions», *Geneva Reports on the World Economy* (Londres, Reino Unido: CEPR), y Claessens et al., «Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis», FMI, Staff Discussion Note 11/05, 9 de marzo de 2011.

(2) Véase, por ejemplo, Acharya, Santos y Yorulmazer: «Systemic Risk and Deposit Insurance Premiums», *FRBNY Economic Policy Review*, agosto de 2010.

Una información más clara permite promover el conocimiento de los riesgos y mejorar la disciplina del mercado. Esto aumenta la confianza del mercado y salvaguarda la estabilidad financiera, evitando colapsos del mercado, como el sufrido por el mercado interbancario tras la quiebra de Lehman Brothers. Por otra parte, los requisitos macroprudenciales y microprudenciales de comunicación de información pueden no estar siempre alineados. Una mejora global de la información podría, por ejemplo, poner de manifiesto qué entidades de crédito se encuentran en dificultades, dando lugar a quiebras individuales sin efectos sistémicos. En general, los datos empíricos disponibles avalan un aumento de la información comunicada⁽¹⁾. En cuanto a la aplicación legal, el proyecto de reglamento sobre los requisitos de capital contempla la posibilidad de aumentar los requisitos de comunicación de información en el ámbito nacional para fines macroprudenciales a través de un procedimiento a escala de la Unión.

Reserva frente al riesgo sistémico estructural

Se prevé que la futura directiva sobre los requisitos de capital introduzca una reserva frente al riesgo sistémico para evitar y atenuar el riesgo estructural (en adelante, la «reserva estructural»), con sujeción a un procedimiento en el ámbito de la Unión. La reserva estructural puede utilizarse para reforzar la capacidad de resistencia del sistema bancario o partes del mismo frente a posibles perturbaciones derivadas del riesgo sistémico estructural. Este riesgo puede surgir por cambios en la legislación o las normas contables, contagios cíclicos desde la economía real, existencia de un sistema financiero de gran tamaño en relación con el PIB o innovaciones financieras que aumenten la complejidad.

La reserva estructural aumenta la capacidad de resistencia mediante el incremento de la capacidad de absorción de pérdidas. Al trasladar más riesgo descendente a los accionistas y aumentar la solvencia, esta reserva reduce también la probabilidad de que se materialice el riesgo estructural. Sus posibles efectos negativos son la pérdida de la igualdad de condiciones en el ámbito transfronterizo, la reducción del capital voluntario de las entidades de crédito y las fugas al sistema bancario en la sombra. No obstante, el aumento de las reservas estructurales puede restringir el apalancamiento y la asunción de riesgos.

Dada la dificultad de precisar indicadores para la aplicación de la reserva estructural, las vulnerabilidades anteriormente citadas pueden servir como orientación. Una vez acumulada experiencia de aplicación de la reserva, deberá realizarse un análisis de su capacidad de hacer frente a los riesgos estructurales.

Complementariedad

La finalidad de las medidas expuestas es aumentar la capacidad de resistencia global de la infraestructura financiera, por lo que interactúan como muchos otros instrumentos. Por ejemplo, los sistemas de garantía de depósitos pueden complementar a los instrumentos de liquidez, al garantizar una base de financiación estable mediante depósitos. También pueden complementar a la reserva estructural (y otros instrumentos basados en el capital), al reducir los efectos de las quiebras. Los requisitos de depósito inicial de garantía y de recorte de valoración de los activos de garantía para las contrapartes centrales y para las operaciones sin compensación central deben aplicarse de modo coherente para asegurar la igualdad de condiciones de actuación. Estos requisitos (tanto en el caso de las contrapartes centrales como para otras operaciones) pueden complementar a los ratios de apalancamiento mediante la reducción del apalancamiento excesivo. La comunicación de información, por su parte, reduce la asimetría de información, por lo que puede mejorar la confianza del mercado y aumentar su liquidez.

Los efectos de la reserva estructural pueden interactuar con los efectos de otros instrumentos basados en el capital, como las reservas anticíclicas. Por este motivo, es preciso determinar de forma coordinada el nivel global adecuado de los requisitos de capital.

Apéndice 2

Objetivos intermedios de política macroprudencial en el ámbito de los seguros

Las consideraciones macroprudenciales en el campo de los seguros se encuentran aún en una fase embrionaria. Ello se debe a varios motivos:

- la mayoría de las compañías de seguros han salido de la crisis relativamente indemnes;
- el bajo riesgo sistémico de las actividades tradicionales de seguros, caracterizadas por una estrategia de inversión principalmente basada en la responsabilidad, un alto grado de sustituibilidad y una baja probabilidad de retiradas masivas;
- la inexistencia de una norma internacional de supervisión de seguros, aunque la introducción del marco de Solvencia II establecerá una norma común para la Unión.

No obstante, algunas compañías de seguros se han extendido hacia actividades con mayores posibilidades de aumentar o amplificar el riesgo sistémico. En particular, las actividades de seguro no tradicionales y las actividades no de seguro pueden dar lugar a exposiciones comunes correlacionadas al ciclo financiero y de negocio. Éste es el caso, por ejemplo, de las operaciones de seguros de riesgo de crédito (CDS) sin finalidad de cobertura⁽²⁾.

(1) Hirtle, B. (2007), «Public disclosure, risk, and performance at bank holding companies», Staff Report no. 293, Federal Reserve Bank of New York; Goldstein, M. A., Hotchkiss, E. S., Sirri, E. R. (2007), «Transparency and liquidity: A controlled experiment on corporate bonds», *The Review of Financial Studies* 20(2), 235-273; Botosan, C. A. (1997), «Disclosure Level and the Cost of Equity Capital», *The Accounting Review*, Vol. 72, nº 3, pp. 323-349.

(2) Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) (2011), «Insurance and Financial Stability».

Las actividades de seguro no tradicionales pueden tener mayores efectos sobre el sistema financiero y la economía, como en el caso de las garantías financieras empleadas para mejorar la calificación de los productos estructurados complejos con anterioridad a la crisis. Las actividades no de seguro (como el préstamo de valores) y las estructuras de grupo (como las de «bancassurance») pueden aumentar también las interconexiones en el sistema financiero. La Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) atribuye también una mayor importancia sistémica a estas clases de actividades, que utiliza para identificar a los «aseguradores con importancia sistémica mundial».

La imposición de medidas a las actividades de seguros no tradicionales y las actividades no de seguro definidas por la IAIS resulta complicada. Ello se debe a la inexistencia de una separación clara, de modo que los supervisores asignan con frecuencia distintas clasificaciones a unas mismas actividades (como, por ejemplo, la gestión de activos de terceros). Por este motivo, resulta preciso un análisis de fondo, más que de forma, para determinar el riesgo de un determinado producto o servicio.

Además de las consideraciones estructurales expuestas, el riesgo sistémico en el sector de los seguros tiene una dimensión cíclica, pues los aseguradores son importantes inversores y pueden tomar activos de mayor o menor riesgo. En la Unión Europea, el marco de Solvencia II introduce una valoración coherente con el mercado de los balances de las aseguradoras. Este planteamiento supone valorar el activo al valor de mercado y valorar el pasivo descontando los flujos de caja a tipos de interés sin riesgo. Ello provoca una volatilidad de los balances y los niveles de capital de las aseguradoras que venden productos a largo plazo. Y esto, a su vez, puede exacerbar las dinámicas procíclicas en el sector y en el conjunto del sistema financiero. En las fases de expansión, la euforia en los precios de los activos de riesgo puede expandir el capital coherente con el mercado en relación con los requisitos reglamentarios de capital, con una contracción en las fases recesivas. Esto puede generar una capacidad de asunción excesiva de riesgos en las fases de repunte y una presión para deshacerse de activos de riesgo en las de recesión. Por este motivo, la normativa de Solvencia II incluye actualmente mecanismos anticíclicos, incluido el amortiguador de recursos propios para los riesgos de recursos propios, la posibilidad de ampliar el período de rescate y la extrapolación de la curva de tipo de interés sin riesgo a un tipo a plazo fijo. Por otra parte, se está analizando la inclusión de una «prima anticíclica» y de *matching adjustments*, ambos para corregir los niveles de capital teniendo en cuenta el exceso de volatilidad. Sin un diseño cuidadoso, algunos de estos mecanismos propuestos pueden provocar consecuencias no deseadas tanto para los aseguradores como para el conjunto del sistema. Es importante que estos mecanismos sean transparentes e induzcan a la acumulación de reservas en las fases de expansión, a las que se pueda recurrir en los momentos de recesión.

En conjunto, puede afirmarse que la dimensión estructural del riesgo sistémico afecta principalmente a las actividades no tradicionales y no de seguro. Se trata de actividades que distribuyen previsiblemente el riesgo en el conjunto del sistema financiero y, por tanto, pueden encuadrarse en el conjunto de objetivos intermedios e instrumentos expuestos en este documento. En la medida en que estas actividades constituyen un criterio relevante para identificar a los aseguradores con importancia sistémica, estarán comprendidas en el objetivo intermedio de limitar el efecto sistémico de los incentivos inadecuados para reducir el riesgo moral. Debe señalarse, no obstante, que este escenario ha sido menos frecuente en el caso de los aseguradores que en el de las entidades de crédito. La dimensión estructural está vinculada también a la interconexión entre las entidades de seguro y otras entidades del sector financiero y el consiguiente posible contagio de riesgos. Esto está comprendido en el objetivo intermedio de limitar las concentraciones de riesgo directas e indirectas. Por último, la dimensión cíclica está estrechamente vinculada a la asunción de riesgos de carácter endógeno y a las ventas forzadas.
